

Sogécapital Bourse



## FLASH VALEUR

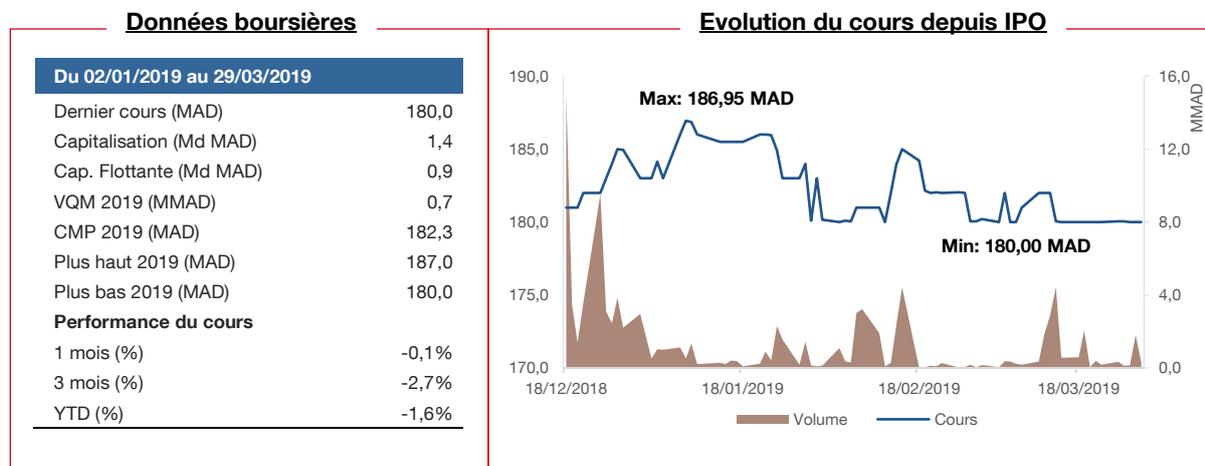
MUTANDIS SCA



# SOMMAIRE

<b>Exécutive Summary</b> .....	3
<b>Perspectives du groupe Mutandis</b> .....	5
1. Chiffre d'affaires et marge brute .....	5
2. Excédent brut d'exploitation .....	9
3. Résultat d'exploitation courant.....	10
4. Résultat net courant.....	10
<b>Synthèse des états financiers prévisionnels</b> .....	11
<b>Synthèse de la valorisation et recommandation</b> .....	12

## Exécutive Summary



Le secteur de la grande consommation dans lequel opère le groupe Mutandis est étroitement lié à l'évolution de la consommation des ménages. Ainsi, au Maroc, les ménages ont dépensé près de 610,7 Md MAD en 2017 contre 400,4 Md MAD en 2008, soit un TCAM de 4,8%. Ces rythmes d'accroissement sont valables aussi bien en milieu urbain qu'en milieu rural. Selon les estimations de la Banque Africaine de Développement (BAD), la consommation des ménages au Maroc devrait passer à 780 Md MAD (équivalent de 78 Md USD) à horizon 2019, soit un TCAM de 13,0%.

Etant donné que le groupe Mutandis réalise près de 30% de son chiffre d'affaires à l'export et en grande partie sur le continent africain, il est important de noter que la consommation des ménages en Afrique est également en hausse sur les huit dernières années. Cette consommation des ménages est passée de 1.172 Md USD en 2010 à 1.463 Md USD en 2017(e), soit un TCAM de 3,2% et toujours selon la BAD, elle devrait augmenter avec un rythme de 7,4% pour atteindre 1.686 Md USD en 2019.

Cette croissance trouve son origine dans la hausse de la population africaine avec l'émergence d'une classe moyenne, couplée à la hausse des pouvoirs d'achat des ménages. Au vu des performances économiques affichées en 2018 avec une croissance de 3,5% du PIB global, la situation du continent africain demeure bonne. Les niveaux de croissance économique attendus pour l'année 2019 et 2020 respectivement 4,0% et 4,1% laissent présager un potentiel important en termes de consommation des ménages en Afrique.

Dans cette perspective, le groupe Mutandis pourrait profiter pleinement de la croissance économique aussi bien au Maroc qu'en Afrique grâce à sa stratégie de diversification des activités qui lui permet d'assurer un équilibre et une récurrence des flux (présence dans quatre gammes de produits à savoir les détergents, les produits de la mer, les bouteilles alimentaires et les jus de fruits). Le groupe

commercialise ses produits sous le branding de 15 marques dont 9 qui bénéficient de budgets marketing fréquents et conséquents (Magix, Maxis, Marrakech, Anny, Marine, etc.).

Aujourd'hui, le groupe Mutandis entame une phase importante dans sa stratégie commerciale et industrielle. Avec son introduction récente en bourse, le groupe dispose de moyens financiers importants lui permettant de lancer de nouveaux projets agroindustriels. Quatre projets potentiels sont prévus dans le pipe avec pour objectifs l'amélioration des ventes d'une part et l'amélioration du niveau de marge d'EBE d'autre part, et ceci grâce à la mise en place de nouveaux produits à fortes valeurs ajoutées notamment dans l'activité des produits de la mer et les produits d'hygiène.

Le management axe son plan de développement autour de 4 principaux leviers :

- Croissance des volumes de vente sur l'ensemble de ses activités actuelles grâce à la force commerciale du groupe et l'enrichissement de ses gammes de produits ;
- Densification des canaux de distribution grâce à l'augmentation des unités de vente mobiles ;
- Amélioration de la chaîne d'approvisionnement en matière de produits de la mer et migration vers des produits à forte valeur ajoutée ;
- Développement de l'activité Export vers des territoires à forte marge.

Dans le cadre de nos travaux de valorisation du groupe Mutandis, nous sommes restés sur le même périmètre d'activités actuel étant donné que nous ne disposons pas, à date d'aujourd'hui, des éléments chiffrés, ni d'horizon précis pour la mise en œuvre de ses nouveaux projets. Aujourd'hui, le management annonce le lancement des études de marché poussées pour mieux structurer et calibrer ses nouveaux investissements.

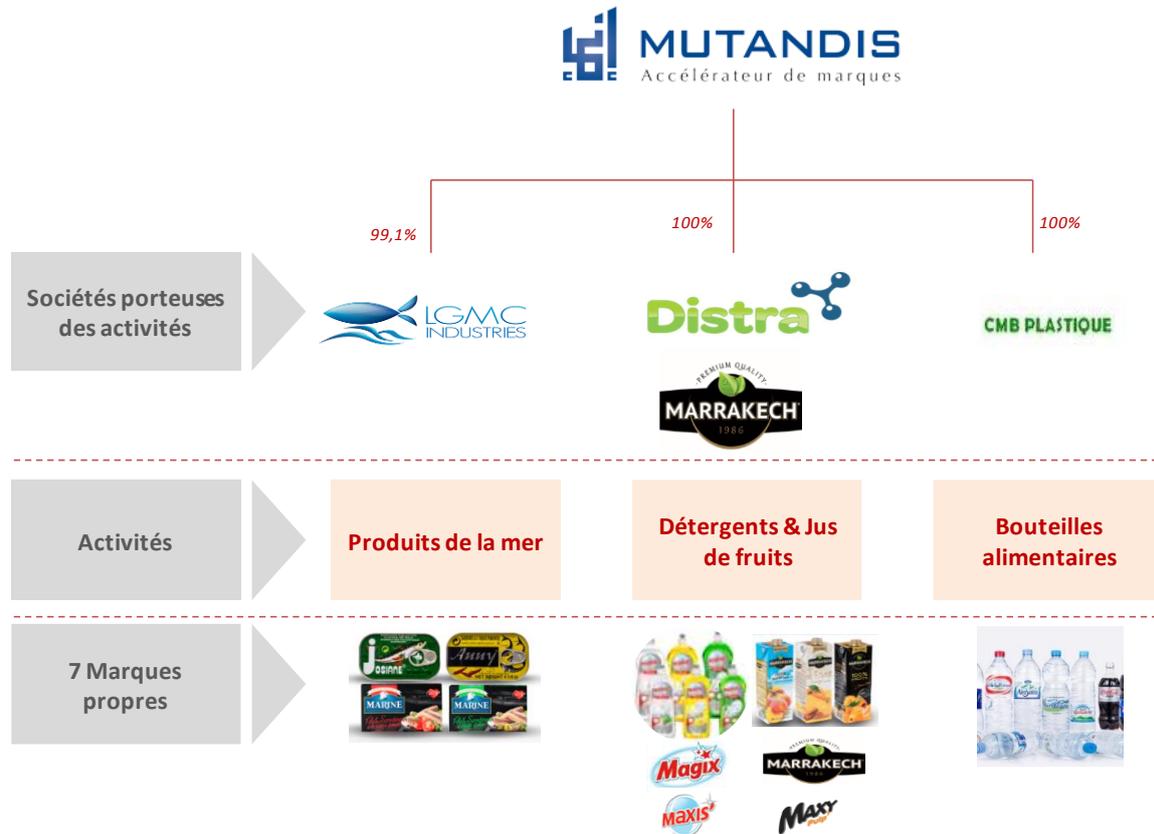
En termes de méthodes d'évaluation, nous avons privilégié la méthode d'évaluation basée sur l'actualisation des cash flow futurs/flux de trésorerie futurs (DCF) que nous estimons la plus adaptée au groupe Mutandis dont les activités présentent un potentiel de développement important dans le futur.

**A l'issue des travaux d'évaluation, nous aboutissons à une valeur de 228,9 MAD par action, soit un potentiel de +27,1% à moyen terme. De ce fait, nous recommandons le titre Mutandis à l'achat.**

Sur la base de ce cours cible, le titre Mutandis présenterait un **P/E 2019<sup>e</sup> de 18,5x** et un **D/Y 2019<sup>e</sup> de 3,3%** si nous supposons que la société maintiendrait le même dividende par action que celui de l'année précédente.

## Perspectives du groupe Mutandis

Le groupe Mutandis est présent dans quatre principaux segments du secteur de la grande consommation à travers trois filiales. L'organigramme suivant présente le groupe Mutandis et ses filiales :



Dans l'objectif de construire un business plan prévisionnel consolidé du groupe Mutandis, nous avons effectué des entretiens avec le Management. A la lumière de ces entretiens, nous avons retenu les principales hypothèses suivantes :

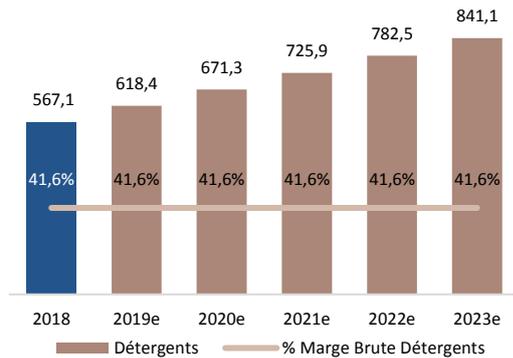
### 1. Chiffre d'affaires et marge brute

#### Activité Détergents :

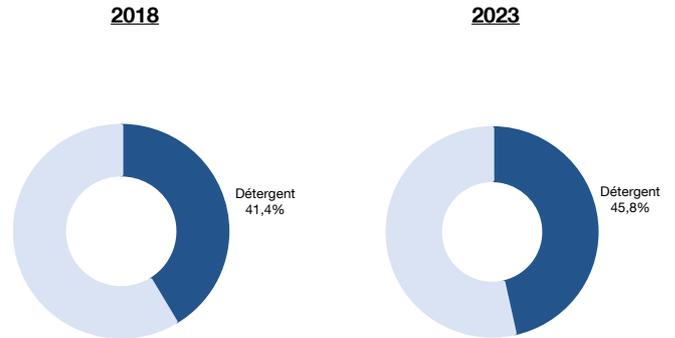
Pour le segment de la vente traditionnelle, la société Distra dispose actuellement d'une flotte de 108 Unités Mobiles de Vente (UMV) qui couvrent 35.000 épiciers (points de vente). Distra envisage d'augmenter le nombre d'UMV de manière progressive pour couvrir plus de points de vente. Pour le besoin des projections, nous avons retenu une augmentation de 10 UMV par an avec le même niveau de fréquence de visites actuelles par UMV par point de vente. Le nombre d'UMV cible serait de 158 à horizon 2023.

Concernant le segment des ventes au GMS, nous avons retenu l'hypothèse de croissance du chiffre d'affaires en lien avec la croissance des ouvertures de magasins (supermarchés et hypermarchés), soit en moyenne de 6,5% par an.

Evolution du CA de l'activité et de la marge brute



Poids de l'activité dans le CA global



Le chiffre d'affaires de l'activité « Détergents » devrait passer de 567,1 MMAD en 2018 à 841,1 MMAD en 2023, soit un TCAM de 8,2%. Le segment de la vente traditionnelle génère en moyenne 63,6% du chiffre d'affaires global de l'activité contre 35,0% en moyenne pour le segment GMS.

De ce fait, l'activité « Détergents » reste le premier contributeur du chiffre d'affaires global et passe de 41,4% en 2018 à 45,8% en 2023.

En termes de marge brute, l'activité devrait générer 349,7 MMAD en 2023, avec un taux relativement stable sur toute la période prévisionnelle, soit un taux de marge brute de 41,6%.

Activité Produits de la mer :

Selon le management du groupe, la société a changé son business modèle et ne produit aujourd'hui que sur commande.

En termes d'approvisionnement et de sourcing, la société ne devrait avoir aucune contrainte puisque la sardine est disponible sur les côtes marocaines avec une quantité abondante. La société exploite ses propres quotas et se tourne au besoin vers d'autres quotas de pêche pour assurer son approvisionnement.

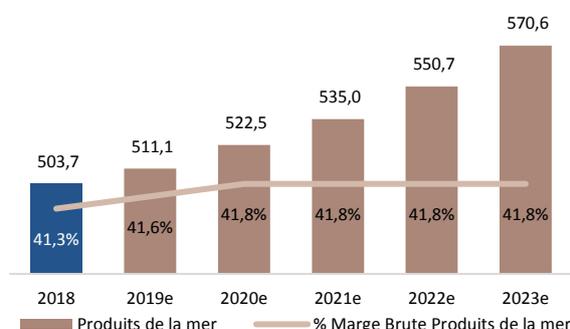
Le management mise également sur le renforcement des ventes de produits à fortes valeurs ajoutées en favorisant davantage la vente de conserves de sardine Sans Peau et Sans Arête (SPSA) au détriment de la conserve de sardine traditionnelle. Le management profite de cette opportunité pour attaquer d'autres marchés à l'étranger notamment au Moyen Orient où le marché présente un

potentiel important. Une première expérience est initiée en Arabie Saoudite en 2019 et devrait être suivie par d'autres opérations similaires à l'étranger.

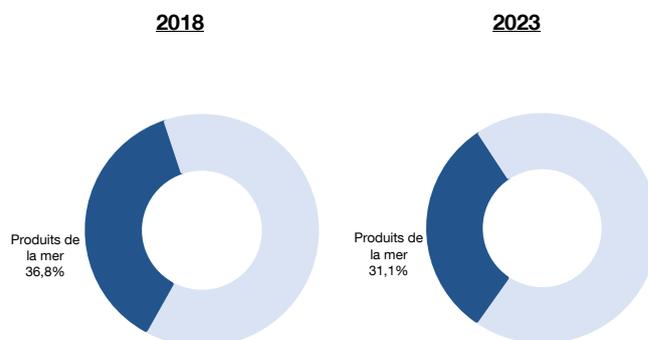
Le groupe commence à servir également le marché marocain avec un produit SPSA sous une marque locale intitulée « Marine ». Selon le management, le marché local présente un potentiel important.

Aujourd'hui, la quantité de poissons traitée dans les usines de LGMC est de 30.777 tonnes et devrait croître entre 1.000 et 1.200 tonnes additionnelles par an pour atteindre 37.000 tonnes à horizon 2023. Par boîte de conserve, la quantité produite à horizon 2023 serait estimée à 128,8 M de boîtes (équivalent de 125g) contre 107,1 M de boîtes en 2018.

Evolution du CA de l'activité et de la marge brute



Poids de l'activité dans le CA global



Ainsi, le chiffre d'affaires de l'activité « Produits de la mer » devrait passer de 503,7 MMAD en 2018 à 570,6 MMAD en 2023, soit un TCAM de 2,5%. Le poids du chiffre d'affaires de l'activité « Produits de la mer » par rapport au chiffre d'affaires global du groupe devrait passer de 36,8% en 2018 à 31,1% en 2023. Cette régression s'explique par le niveau de croissance qui devrait être atteint sur la période prévisionnelle et qui reste moins important que celui des autres activités du groupe.

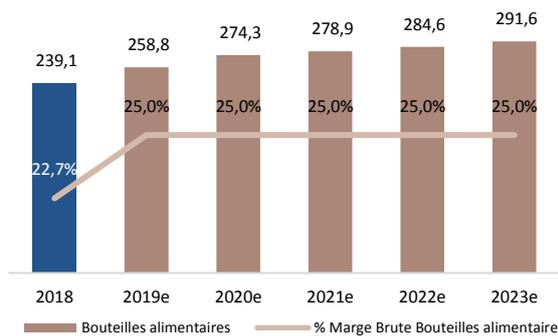
En termes de marge brute, l'activité devrait générer 238,6 MMAD en 2023, avec un taux en légère amélioration sur toute la période prévisionnelle, soit un taux de marge brute de 41,8% contre 41,3% en 2018. Cette amélioration trouve son origine dans le virage commercial pris par la société et qui favorise la vente des produits SPSA au détriment des produits traditionnels.

Bouteilles alimentaires :

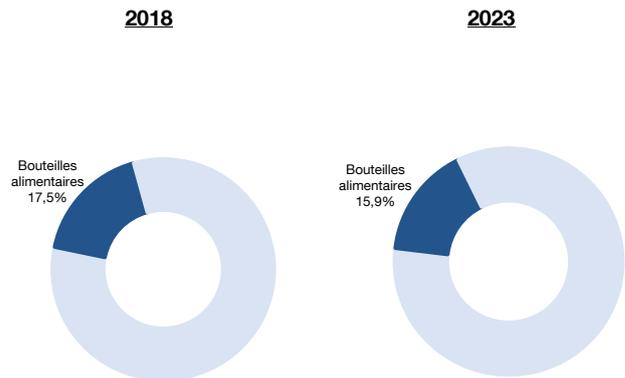
Ces dernières années, la consommation de l'eau en bouteille au Maroc a atteint des niveaux importants contrairement à la consommation des boissons gazeuses qui connaît de légères régressions d'une année à une autre. Pour nos hypothèses de croissance, nous avons retenu la

moyenne des ventes en volume affichée sur les trois dernières années que nous avons appliquée à partir des ventes de 2018.

Evolution du CA de l'activité et de la marge brute



Poids de l'activité dans le CA global



De ce fait, le chiffre d'affaires prévisionnel de l'activité « Bouteilles alimentaires », devrait croître à un TCAM de 4,1% passant ainsi de 239,1 MMAD en 2018 à 291,6 MMAD en 2023.

Le poids du chiffre d'affaires de l'activité « Bouteilles alimentaires » devrait passer de 17,5% en 2018 à 15,9% en 2023.

En termes de marge brute, l'activité devrait générer 72,8 MMAD en 2023, avec un taux stable sur toute la période prévisionnelle, soit un taux de marge brute de 25,0% correspondant au taux moyen observé entre 2017 et 2018.

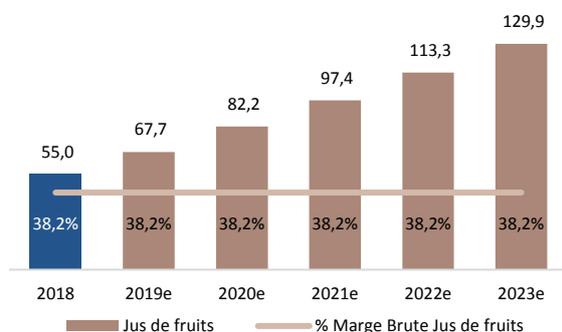
Jus de fruits :

Avant l'acquisition de la marque par Mutandis, les ventes de jus de fruits Marrakech étaient en chute libre. La part de marché estimée est passée de 15% en 2015 à 8% en 2017. Depuis son acquisition par le groupe, le principal objectif est de reprendre progressivement la position historique de la marque Marrakech sur ce secteur d'activité qui connaît une croissance stable de 2% par an.

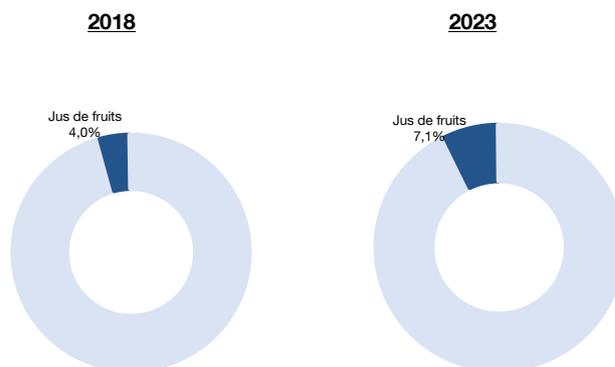
Grâce à la mutualisation de la distribution avec le réseau de distribution de Distra et ses forces de vente, l'objectif d'atteindre 15% de PDM à horizon 2023 pourrait être réalisable.

Dans cette perspective, Mutandis se donne les moyens humains, logistiques et marketing pour réussir ce challenge. Mutandis a lancé courant 2018 de nouveaux produits de jus de fruits sur le marché local pour booster ses ventes notamment Pulpy (jus de fruits en emballage PET), Vita Kids (jus de fruits pour enfants), Marrakech Premium, etc.

Evolution du CA de l'activité et de la marge brute



Poids de l'activité dans le CA global

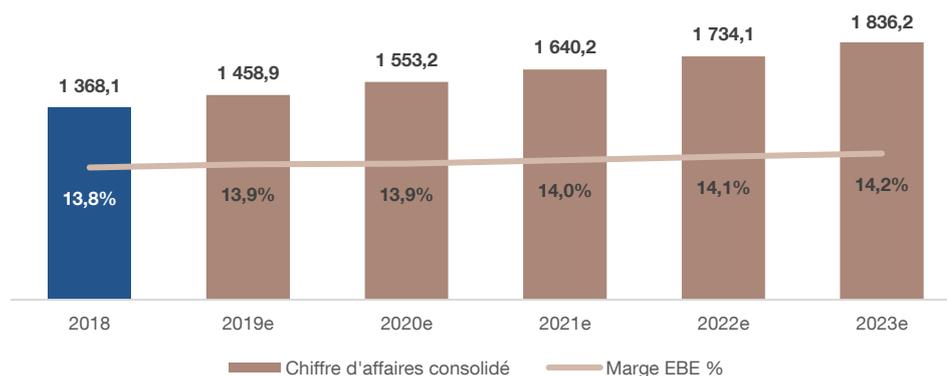


Suite à ces actions, nous estimons selon nos hypothèses, une croissance moyenne annuelle du chiffre d'affaires de la catégorie « Jus de fruits » de l'ordre de 18,7% sur les cinq prochaines années. Le chiffre d'affaires devrait ainsi passer de 55,0 MMAD en 2018 à 129,9 MMAD en 2023.

Le poids du chiffre d'affaires de l'activité « Jus de fruits » devrait passer de 4,0% en 2018 à 7,1% en 2023.

En termes de marge brute, l'activité devrait générer 49,6 MMAD en 2023, avec un taux stable sur toute la période prévisionnelle, soit un taux de marge brute de 38,2% correspondant au taux observé en 2018.

2. Excédent brut d'exploitation



L'Excédent Brut d'Exploitation devrait connaître une croissance annuelle moyenne de l'ordre de 6,7% pour atteindre 260,1 MMAD en 2023 contre 188,5 MMAD en 2018. Cette hausse s'explique d'une part par la hausse continue du chiffre d'affaires et les économies d'échelle sur les charges fixes communes à toutes les activités chez la société mère et les charges fixes chez les filiales également (Autres charges externes et charges salariales) d'autre part. Ainsi, la marge d'EBE devrait passer de 13,8% en 2018 à 14,2% en 2023.

### 3. Résultat d'exploitation courant

Le résultat d'exploitation devrait connaître une croissance annuelle moyenne de 6,4% sur la période prévisionnelle pour passer de 126,8 MMAD en 2018 à 172,8 MMAD en 2023. La marge d'exploitation devrait rester stable autour de 9,5% sur la période observée contre 9,3% en 2018. En effet, les dotations aux amortissements devraient légèrement impacter à la baisse la marge d'EBE puisque le groupe envisage de continuer son plan d'investissement relatif à la maintenance de ses outils d'exploitation et de lancer des campagnes publicitaires pour promouvoir ses marques propres.

Le tableau suivant présente nos hypothèses relatives au plan d'investissement du groupe Mutandis :

En MMAD	2019(e)	2020(e)	2021(e)	2022(e)	2023(e)
Investissement en maintenance	55.7	54.2	55.5	55.5	55.5
Investissement en Branding	10.0	-	10.0	-	10.0
<b>Total des investissements</b>	<b>65.7</b>	<b>54.2</b>	<b>65.5</b>	<b>55.5</b>	<b>65.5</b>

### 4. Résultat net courant

Le résultat net courant du groupe Mutandis devrait passer de 77,7 MMAD en 2018 à 134,1 MMAD en 2023, soit un TCAM de 11,5%. Cette évolution s'explique d'une part par la hausse du résultat d'exploitation et la hausse du résultat financier d'autre part. Ce dernier devrait s'améliorer du fait que le groupe a réduit son endettement et par conséquent ses charges financières à la suite de l'opération d'augmentation de capital par introduction en Bourse.

Cette situation pourrait changer en fonction de l'état d'avancement des projets d'investissement prévus par le groupe qui sont maintenant en cours d'études. Selon le management, le niveau d'endettement (gearing) cible du groupe devrait se situer aux alentours de 40%.

## Synthèse des états financiers prévisionnels

### CPC prévisionnel

	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>1 269,0</b>	<b>1 368,1</b>	<b>1 458,9</b>	<b>1 553,2</b>	<b>1 640,2</b>	<b>1 734,1</b>	<b>1 836,2</b>
Achats consommés	784,4	845,9	896,1	952,9	1 005,0	1 061,3	1 122,6
<b>Marge Brute</b>	<b>497,1</b>	<b>540,3</b>	<b>572,6</b>	<b>610,1</b>	<b>645,0</b>	<b>682,6</b>	<b>723,4</b>
Marge Brute %	39,2%	39,5%	39,3%	39,3%	39,3%	39,4%	39,4%
<b>Excédent Brut d'Exploitation</b>	<b>165,1</b>	<b>188,5</b>	<b>202,2</b>	<b>215,5</b>	<b>229,3</b>	<b>244,0</b>	<b>260,1</b>
Marge EBE %	13,0%	13,8%	13,9%	13,9%	14,0%	14,1%	14,2%
Dotations aux amortissements	58,0	56,7	63,3	68,7	75,2	80,8	87,3
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>105,5</b>	<b>126,8</b>	<b>138,9</b>	<b>146,8</b>	<b>154,0</b>	<b>163,3</b>	<b>172,8</b>
Marge opérationnelle %	8,3%	9,3%	9,5%	9,5%	9,4%	9,4%	9,4%
<b>Résultat financier</b>	<b>-25,5</b>	<b>-30,0</b>	<b>-11,4</b>	<b>-11,1</b>	<b>-7,6</b>	<b>-3,8</b>	<b>-0,4</b>
<b>Résultat avant impôts</b>	<b>73,9</b>	<b>90,4</b>	<b>127,5</b>	<b>135,7</b>	<b>146,4</b>	<b>159,5</b>	<b>172,4</b>
Impôt sur les bénéfices	17,2	19,2	28,4	30,2	32,6	35,5	38,3
<b>Résultat net courant</b>	<b>55,4</b>	<b>77,7</b>	<b>99,2</b>	<b>105,5</b>	<b>113,8</b>	<b>124,0</b>	<b>134,1</b>
Marge nette %	4,4%	5,7%	6,8%	6,8%	6,9%	7,1%	7,3%

Chiffres en MMAD

### Bilan prévisionnel

	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
<b>Ecart d'acquisition</b>	<b>410,6</b>						
dont Immobilisations incorporelles	112,6	116,4	116,4	116,4	116,4	116,4	116,4
dont Immobilisations corporelles	382,8	382,5	384,9	370,5	360,7	335,5	313,6
<b>Total actifs non-courants</b>	<b>1 133,0</b>	<b>1 136,2</b>	<b>1 138,6</b>	<b>1 124,2</b>	<b>1 114,4</b>	<b>1 089,2</b>	<b>1 067,3</b>
dont Stocks et en-cours	247,7	274,7	288,9	307,6	324,8	343,4	363,6
dont Clients et comptes rattachés	255,7	298,1	305,9	325,7	344,0	363,6	385,0
<b>Total actifs courants</b>	<b>594,1</b>	<b>669,1</b>	<b>698,3</b>	<b>743,4</b>	<b>785,0</b>	<b>830,0</b>	<b>878,8</b>
<b>Trésorerie actif</b>	<b>74,3</b>	<b>209,2</b>	<b>18,0</b>	<b>18,9</b>	<b>19,9</b>	<b>67,2</b>	<b>134,4</b>
<b>Total actif</b>	<b>1 801,3</b>	<b>2 014,5</b>	<b>1 854,9</b>	<b>1 886,5</b>	<b>1 919,3</b>	<b>1 986,3</b>	<b>2 080,5</b>
Capital social	680,4	799,7	799,7	799,7	799,7	799,7	799,7
<b>Capitaux propres part du groupe</b>	<b>779,7</b>	<b>996,0</b>	<b>1 035,2</b>	<b>1 080,8</b>	<b>1 134,6</b>	<b>1 198,7</b>	<b>1 272,8</b>
<b>Total des capitaux propres</b>	<b>783,7</b>	<b>999,9</b>	<b>1 039,1</b>	<b>1 084,7</b>	<b>1 138,6</b>	<b>1 202,6</b>	<b>1 276,7</b>
<b>Total passif non courant (y compris emprunts et concours bancaires)</b>	<b>468,5</b>	<b>395,5</b>	<b>240,9</b>	<b>220,5</b>	<b>203,1</b>	<b>188,9</b>	<b>174,6</b>
dont Banques (soldes créditeurs)	113,1	106,3	72,7	47,2	14,4	0,0	0,0
dont Dettes fournisseurs	331,3	402,2	402,3	427,8	451,2	476,5	504,0
<b>Total passif courant</b>	<b>575,2</b>	<b>619,1</b>	<b>574,9</b>	<b>581,4</b>	<b>577,7</b>	<b>594,9</b>	<b>629,2</b>
<b>Total passif</b>	<b>1 801,3</b>	<b>2 014,5</b>	<b>1 854,9</b>	<b>1 886,5</b>	<b>1 919,4</b>	<b>1 986,3</b>	<b>2 080,6</b>

Chiffres en MMAD

### Tableau des flux prévisionnel

	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Capacité d'autofinancement	130,5	145,8	162,4	174,2	189,1	204,8	221,4
Incidence de la variation du BFR	-42,4	-15,6	-30,2	-13,3	-12,4	-13,4	-14,5
<b>Flux de trésorerie liés aux activités opérationnelles</b>	<b>88,1</b>	<b>130,1</b>	<b>132,2</b>	<b>161,0</b>	<b>176,6</b>	<b>191,4</b>	<b>206,9</b>
Acquisition nette d'immobilisations corporelles et incorporelles	-139,7	-53,2	-65,7	-54,2	-65,5	-55,5	-65,5
Acquisition nette d'actifs financiers	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Flux de trésorerie liés aux activités d'investissement</b>	<b>-140,0</b>	<b>-53,0</b>	<b>-65,7</b>	<b>-54,2</b>	<b>-65,5</b>	<b>-55,5</b>	<b>-65,5</b>
Augmentation/Réduction de capital	94,4	195,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dividendes payés aux actionnaires du groupe et aux minoritaires	-51,9	-51,0	-60,0	-60,0	-60,0	-60,0	-60,0
Variation de l'endettement	12,0	-85,6	-154,6	-20,4	-17,3	-14,3	-14,3
<b>Flux de trésorerie liés aux activités de financement</b>	<b>54,4</b>	<b>58,9</b>	<b>-214,6</b>	<b>-80,4</b>	<b>-77,3</b>	<b>-74,2</b>	<b>-74,2</b>
<b>Variation de la trésorerie</b>	<b>2,5</b>	<b>136,0</b>	<b>-148,0</b>	<b>26,4</b>	<b>33,8</b>	<b>61,7</b>	<b>67,2</b>
Trésorerie d'ouverture	-45,2	-42,7	93,3	-72,7	-47,2	-14,4	46,2
Besoin add .en cash en fin d'année			18,0	0,9	1,0	1,1	1,1
<b>Trésorerie de clôture</b>	<b>-42,7</b>	<b>93,3</b>	<b>-72,7</b>	<b>-47,2</b>	<b>-14,4</b>	<b>46,2</b>	<b>112,3</b>

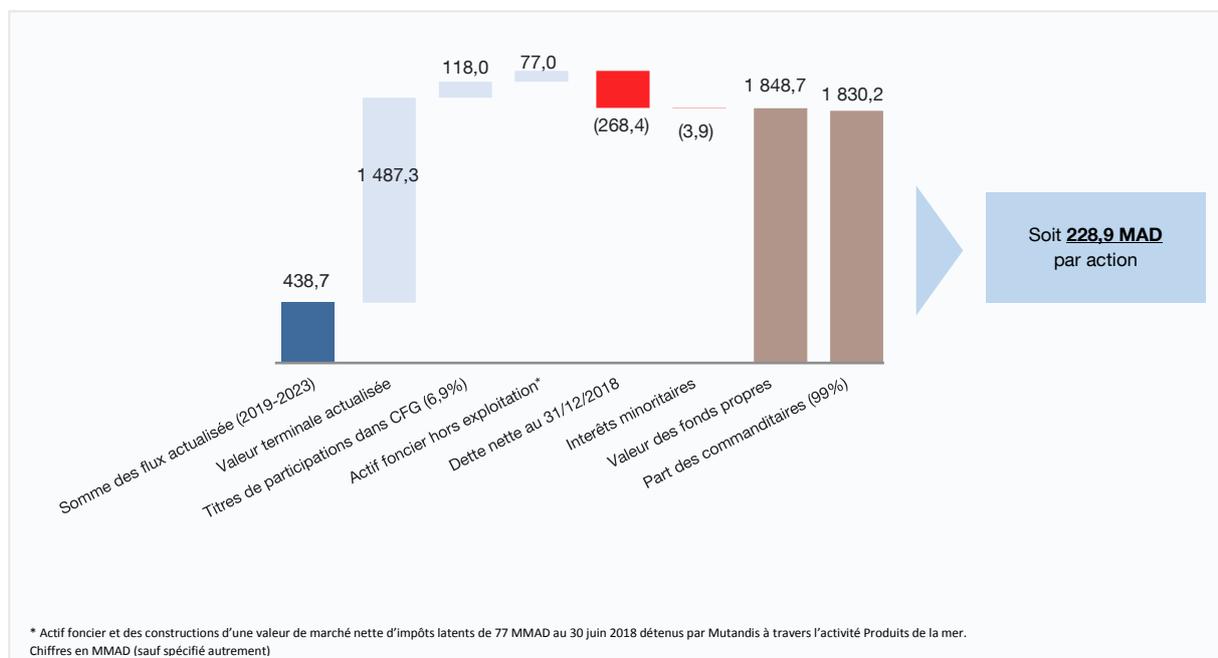
Chiffres en MMAD

## Synthèse de la valorisation et recommandation

Pour la valorisation du groupe Mutandis, nous avons utilisé la méthode d'actualisation des flux futurs (DCF). Le taux d'actualisation des flux (WACC) retenu s'élève à 7,82% et un taux de croissance à l'infini de 1,5%. Ci-après le tableau de calcul du WACC :

Taux de rendement sans risque - BDT 10 ans	3,30%
Prime de risque marché (Rm-Rf)	6,10%
Beta endetté	0,980
<b>Coût des fonds propres</b>	<b>9,28%</b>
<b>Coût des dettes après IS</b>	<b>4,43%</b>
<b>Coût Moyen Pondéré du Capital (WACC)</b>	<b>7,82%</b>

## Valorisation par DCF



Sur la base de la valorisation par DCF, nous aboutissons à une valeur de 228,9 MAD par action, soit un potentiel de 27,1% par rapport au cours observé le 05/04/2019.

## Multiples boursiers

Sur la base du cours cible, il ressort les multiples boursiers suivants :

Multiples	2018	2019e	2020e
P/B	1,5x	1,8x	1,7x
P/E	18,8x	18,5x	17,4x
D/Y	4,1%	3,3%	3,3%

Multiples prévisionnels (2019 et 2020) sont calculés sur la base du cours cible

### Matrices de sensibilité de la valeur de l'action

1. Sensibilité par rapport au WACC et au Taux de croissance

		WACC				
		6,82%	7,32%	7,82%	8,32%	8,82%
Taux de croissance	0,50%	237,4	218,5	202,2	187,9	175,5
	1,00%	254,8	233,1	214,5	198,5	184,6
	1,50%	275,5	250,2	228,9	210,7	195,0
	2,00%	300,5	270,5	245,7	224,8	206,9
	2,50%	331,3	295,0	265,6	241,2	220,7

2. Sensibilité par rapport à la valorisation du foncier hors exploitation dont le montant s'élève à 77 MMAD

### Décote de la valeur de l'actif hors exploitation

	100,0%	80,0%	60,0%	40,0%	20,0%	0,0%
Cours cible	219,3	221,2	223,1	225,1	227,0	228,9

**Sogécapital Bourse**  
55, Bd Abdelmoumen – Casablanca  
Tél. : (212)5 22 43 98 40  
Fax. : (212)5 22 26 80 18  
[bourse.sogecapitalbourse@socgen.com](mailto:bourse.sogecapitalbourse@socgen.com)  
[analyse.sogecapitalbourse@socgen.com](mailto:analyse.sogecapitalbourse@socgen.com)

## Analyse & Recherche

Fouad Bellil  
[Fouad.bellil@socgen.com](mailto:Fouad.bellil@socgen.com)  
Tél : 05 22 43 98 40

Mohamed Amine Hajib  
[Mohamed-amine.hajib@socgen.com](mailto:Mohamed-amine.hajib@socgen.com)  
Tél : 05 22 43 98 40

## Conseil & Placement

Hamza El Bouchtaoui  
[Hamza.elbouchtaoui@socgen.com](mailto:Hamza.elbouchtaoui@socgen.com)  
Tél : 05 22 43 98 44

Fouad Berrada  
[Fouad.berrada@socgen.com](mailto:Fouad.berrada@socgen.com)  
Tél : 05 22 43 98 42

### AVERTISSEMENT

Le présent document a été établi par le Département Analyse & Recherche et publié par SOGECAPITAL BOURSE conformément aux dispositions réglementaires en la matière visant à promouvoir l'indépendance de jugement des analystes financiers.

Ce document d'information s'adresse aux investisseurs avertis aux risques liés aux investissements en bourse. Il est communiqué à titre indicatif et ne saurait être assimilé à un quelconque conseil. Il ne constitue en aucun cas une incitation à l'investissement en bourse. La responsabilité de SOGECAPITAL BOURSE et de ses analystes ne saurait en aucun cas être engagée en cas d'utilisation par les investisseurs avertis des informations publiées dans le présent document. SOGECAPITAL BOURSE ne saurait être tenue pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans le présent document.

Les informations contenues dans ce document proviennent de sources publiques soigneusement sélectionnées par le Département Analyse & Recherche. Malgré l'observation de la diligence requise pour s'assurer de l'exactitude des informations au moment de leur publication, SOGECAPITAL BOURSE n'est pas en mesure de garantir ni leur véracité ni leur exhaustivité. Ce document exprime l'opinion de SOGECAPITAL BOURSE et peut être modifié sans préavis dans la mesure où les informations peuvent être influencées par les aléas des marchés financiers. Les performances passées et simulées ne garantissent pas les performances futures.

SOGECAPITAL BOURSE a mis en place des procédures appropriées de séparation des activités « Muraille de Chine » visant en particulier à prévenir les conflits d'intérêt entre ses activités d'Analyse & Recherche et ses autres activités et à garantir l'indépendance de ses analystes financiers.

Le présent document est la propriété de SOGECAPITAL BOURSE, il est strictement interdit de le reproduire globalement ou en partie ou de le diffuser à des tiers sans l'accord préalable de SOGECAPITAL BOURSE. Ce document ne peut être distribué que par SOGECAPITAL BOURSE, Société Générale Marocaine de Banques ou une de ses filiales. Ni SOGECAPITAL BOURSE ou ses analystes financiers, ni la Société Générale Marocaine de Banques, ne sauraient être responsables des pertes directes ou indirectes résultant de l'utilisation de ce document et de son contenu.