

المجموعة القابضة T2S

ملخص المنشور المتعلق بدعوة العموم للاكتتاب من خلال زيادة في رأسمال الشركة مخصصة للعموم عبر إصدار 1 569 506 سهم جديد، مع حذف حق أفضلية اكتتاب المساهمين وبيع 3 363 228 سهما

يتكون المنشور المؤشر عليه من طرف الهيئة المغربية لسوق الرساميل من : (i) الوثيقة المرجعية المتعلقة بالسنة المالية 2025 المسجلة من طرف الهيئة المغربية لسوق الرساميل بتاريخ 06/07/2026 تحت المرجع EN/EM/010/2026 و (ii) مذكرة العملية.

عرض بسعر نهائي

طبيعة الأسهم	أسهم عادية
سعر الاكتتاب	223 درهم
القيمة الاسمية	50 درهم
عدد الأسهم الجديدة المعروضة للإصدار	1 569 506 سهم
العدد الأقصى للأسهم المعروضة للبيع	3 363 228 سهم
المبلغ الإجمالي الأقصى للعملية (بما في ذلك علاوة الإصدار)	1 099 999 682 درهم
فترة الاكتتاب	من 13/07/2026 إلى 17/07/2026 على الساعة الثالثة والنصف مساء مع احتساب اليوم الأخير من العملية

لا يتوجه هذا العرض لهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة النقدية والخاصة بالسندات قصيرة الأمد

المستشار المالي والمنسق العام



قائد نقابة التوظيف



قائد شريك لنقابة التوظيف



أعضاء نقابة التوظيف



تأشيرة الهيئة المغربية لسوق الرساميل

طبقا لأحكام دورية الهيئة المغربية لسوق الرساميل، القاضية بتطبيق المادة 5 من القانون 44-12 والمتعلق بالمعلومات المطلوبة إلى الأشخاص المعنوية التي تدعو الجمهور إلى الاكتتاب في أسهمها أو سنداتهما، قامت الهيئة المغربية لسوق الرساميل بالتأشير على هذا المنشور بتاريخ 6 يوليوز 2026 تحت المرجع VI/EM/021/2026 .

لا تشكل مذكرة العملية سوى جزءا من المنشور المؤشر عليه من طرف الهيئة المغربية لسوق الرساميل. ويتكون هذا الأخير من الوثائق التالية : (i) الوثيقة المرجعية المتعلقة بالسنة المالية 2025 المسجلة من طرف الهيئة المغربية لسوق الرساميل بتاريخ 06/07/2026 تحت المرجع EN/EM/010/2026 و (ii) مذكرة العملية.

تنبيه

قامت الهيئة المغربية لسوق الرساميل بتاريخ 06/07/2026 بالتأشير على المنشور المتعلق بدعوة العموم للاكتتاب في أسهم المجموعة القابضة T2S من خلال زيادة في رأسمال الشركة مخصصة للعموم عبر إصدار 1 569 506 سهم جديد، مع حذف حق أفضلية اكتتاب المساهمين وبيع 3 363 228 سهما.

يوضع المنشور المؤشر عليه من قبل الهيئة المغربية لسوق الرساميل رهن الإشارة في كل حين بالمقر الرئيسي للمجموعة القابضة T2S ، وعلى موقعها عبر الأنترنت www.t2s.group.com، ولدى مستشارها المالي. كما يمكن الاطلاع عليه داخل أجل أقصاه 48 ساعة لدى المؤسسات المكلفة بجمع الأوامر.

ويمكن الاطلاع على المنشور في مقر بورصة الدار البيضاء وعبر موقعها الإلكتروني www.casablanca-bourse.com وعبر الموقع الإلكتروني للهيئة المغربية لسوق الرساميل : www.ammc.ma.

تمت ترجمة هذا الملخص من قبل شركة لسانيات تحت المسؤولية المشتركة للمترجم المذكور و المجموعة القابضة T2S. في حال وجود اختلاف بين محتوى هذا الملخص والمنشور الذي تم التأشير عليه من طرف الهيئة المغربية لسوق الرساميل، فلا يعتد إلا بالمنشور المؤشر عليه.

الفهرس

1	تنبيه
3	الفهرس
4	القسم الأول – تقديم العملية
5	I. الخصائص الإجمالية للعملية
9	II. خصائص الأسهم المصدرة
30	III. أهداف العملية
32	IV. الجدول الزمني للعملية
33	القسم الثاني – تقديم المجموعة القابضة T2S
34	I. معلومات عامة
37	II. وصف نشاط المجموعة القابضة T2S
45	III. بنية مساهمة المجموعة القابضة T2S
47	IV. الشركات التابعة للمجموعة القابضة T2S
48	القسم الثالث – البيانات المالية
49	I. تحليل الحسابات السنوية
53	القسم الرابع – عوامل المخاطر
54	I. المخاطر المتعلقة بالمصدر
59	II. المخاطر المتعلقة بالأدوات المالية المعروضة
60	تنبيه

القسم الأول : تقديم العملية

1. الخصائص العامة للعملية

1.1 مبلغ العملية

تعتمد المجموعة القابضة T2S القيام بدعوة الجمهور للاكتتاب في أسهمها بمبلغ 1 099 999 682 درهم من خلال :

▪ إجراء زيادة في رأسمالها نقدا من خلال إصدار 1.569.506 سهما بسعر اكتتاب قدره 223 درهما للسهم الواحد، موزعا بين 50 درهما كقيمة اسمية و173 درهما كعلاوة إصدار. ويصل التقديم الإجمالي للزيادة في رأس المال إلى 349.999.838 درهما، منها 78.475.300 درهم تمثل القيمة الاسمية، و271.524.538 درهما تمثل علاوة الإصدار.

▪ بيع 3.363.228 سهما بسعر بيع قدره 223 درهما للسهم الواحد، أي بمبلغ إجمالي قدره 749.999.844 درهما.

1.2 بنية العرض

نوع الأوامر	I	II
المكتتبون	- أشخاص ذاتيون مقيمون أو غير مقيمين ذوي جنسية مغربية أو أجنبية؛ - أشخاص معنويون تابعون للقانون المغربي أو الأجنبي لا ينتمون لفئات المستثمرين المؤهلين كما تم تحديدهم في المادة 3 من القانون رقم 44-12 والمادة 1.30 لدورية الهيئة المغربية لسوق الرساميل رقم 03/19 كما تم تغييرها وتتميمها، والذين يثبتون أزيد من 3 أشهر من التواجد في تاريخ الاكتتاب؛ - المستثمرون المؤهلون الخاضعون للقانون المغربي كما تم تحديدهم في المادة 3 من القانون رقم 44-12 والمادة 1.30 لدورية الهيئة المغربية لسوق الرساميل رقم 03/19 كما تم تغييرها وتتميمها، خارج هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة النقدية والمتعلقة بالسندات قصيرة الأمد. - المستثمرون المؤهلون الخاضعون لقانون أجنبي كما تم تحديدهم في المادة 1.30 الفقرة (ج) لدورية الهيئة المغربية لسوق الرساميل رقم 03/19 كما تم تغييرها وتتميمها	- أشخاص ذاتيون مقيمون أو غير مقيمين ذوي جنسية مغربية أو أجنبية؛ - أشخاص معنويون تابعون للقانون المغربي أو الأجنبي لا ينتمون لفئات المستثمرين المؤهلين كما تم تحديدهم في المادة 3 من القانون رقم 44-12 والمادة 1.30 لدورية الهيئة المغربية لسوق الرساميل رقم 03/19 كما تم تغييرها وتتميمها، والذين يثبتون أزيد من 3 أشهر من التواجد في تاريخ الاكتتاب؛ - المستثمرون المؤهلون الخاضعون للقانون المغربي كما تم تحديدهم في المادة 3 من القانون رقم 44-12 والمادة 1.30 لدورية الهيئة المغربية لسوق الرساميل رقم 03/19 كما تم تغييرها وتتميمها، خارج هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة النقدية والمتعلقة بالسندات قصيرة الأمد. - المستثمرون المؤهلون الخاضعون لقانون أجنبي كما تم تحديدهم في المادة 1.30 الفقرة (ج) لدورية الهيئة المغربية لسوق الرساميل رقم 03/19 كما تم تغييرها وتتميمها

مبلغ العرض حسب نوع الأوامر	699 999 899 درهم	399 999 783 درهم
بالنسبة المئوية من المبلغ الإجمالي للعملية	63,6%	36,4%
عدد الأسهم	3 139 013	1 793 721
سعر الاكتتاب	223 درهما للسهم	223 درهما للسهم
الحد الأدنى للاكتتاب لكل مستثمر	13 452 سهما، أي 2 999 796 درهم	بدون حد أدنى
الحد الأقصى للاكتتابات لكل مستثمر	■ بالنسبة لكافة المستثمرين خارج هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، 10% من العدد الإجمالي للأسهم المعروضة في إطار العملية الذي يمثل 493 273 سهم، أي 109 999 879 درهم ؛ ■ بالنسبة لهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، باستثناء النقدية والمتعلقة بالسندات قصيرة الأمد، يتراوح الحد الأدنى بين : ✓ 10% من العدد الإجمالي للأسهم المعروضة في إطار العملية الذي يمثل 493 273 سهم، أي 109 999 879 درهم ؛ و ✓ 10% من صافي أصول هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة الموافق لقيمة التصفية بتاريخ 10 يوليوز 2026.	■ بالنسبة لكافة المستثمرين خارج هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، 10% من العدد الإجمالي للأسهم المعروضة في إطار العملية الذي يمثل 493 273 سهم، أي 109 999 879 درهم ؛ ■ بالنسبة لهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة، باستثناء النقدية والمتعلقة بالسندات قصيرة الأمد، يتراوح الحد الأدنى بين : ✓ 10% من العدد الإجمالي للأسهم المعروضة في إطار العملية الذي يمثل 493 273 سهم، أي 109 999 879 درهم ؛ و ✓ 10% من صافي أصول هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة الموافق لقيمة التصفية بتاريخ 10 يوليوز 2026.
التوظيف	■ بالنسبة للمستثمرين المؤهلين الخاضعين للقانون المغربي كما تم تحديدهم في المادة 3 من القانون 44-12 والمادة 1.30 لدورية الهيئة المغربية لسوق الرساميل رقم 03/19 خارج هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة: قائد نقابة التوظيف والقائد المشترك في نقابة التوظيف ؛ ■ بالنسبة للمستثمرين المؤهلين الخاضعين للقانون الأجنبي كما تم تحديدهم في المادة 1.30 من دورية الهيئة المغربية لسوق الرساميل رقم 03/19 ، كما تم تغييرها	■ بالنسبة للمستثمرين المؤهلين الخاضعين للقانون المغربي كما تم تحديدهم في المادة 3 من القانون 44-12 والمادة 1.30 لدورية الهيئة المغربية لسوق الرساميل رقم 03/19 خارج هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة: قائد نقابة التوظيف والقائد المشترك في نقابة التوظيف ؛ ■ بالنسبة للمستثمرين المؤهلين الخاضعين للقانون الأجنبي كما تم تحديدهم في المادة 1.30 من دورية الهيئة المغربية لسوق الرساميل رقم 03/19 ، كما تم تغييرها

وتتميمها، خارج هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة: جميع أعضاء نقابة التوظيف؛

بالنسبة لفئات المستثمرين الأخرى خارج هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة النقدية والمتعلقة بالسندات قصيرة الأمد: جميع أعضاء نقابة التوظيف

■ بالنسبة للأشخاص الذاتيين أو المعنويين التابعين للقانون المغربي أو الأجنبي (غير المؤهلين) ، يجب تغطية الاكتتابات بنسبة 100 % وذلك كما يلي:

✓ إيداع فعلي (تسليم شيك أو نقود أو تحويل) في حساب المكتب و/أو؛
✓ ضمان يتكون من سندات وذلك على النحو التالي:

○ سندات الدولة: متحصل عليها بنسبة 100% على أقصى تقدير من القيمة بتاريخ الاكتتاب؛

○ هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة ذات قيمة تصفية يومية متحصل عليها بنسبة 100% على أقصى تقدير من القيمة بتاريخ الاكتتاب؛

○ حصص هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة ذات قيمة تصفية يومية (ما عدا النقدية) ، ودائع لأجل، أسهم مدرجة في البورصة،: متحصل عليها بنسبة 80% على أقصى تقدير من القيمة بتاريخ الاكتتاب؛

■ بالنسبة للمستثمرين المؤهلين الخاضعين للقانون المغربي : بدون تغطية عند الاكتتاب.

■ بالنسبة للمستثمرين الخاضعين لقانون أجنبي (i) المثبتين لأزيد من سنة من الوجود بتاريخ اكتتاب هذه العملية أو (ii) سبق لهم إنجاز عملية في السوق الأولية أو الثانوية ببورصة الدار البيضاء : بدون تغطية عند الاكتتاب.

■ بالنسبة للمستثمرين الخاضعين لقانون أجنبي (i) غير المثبتين لأزيد

وتتميمها، خارج هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة: جميع أعضاء نقابة التوظيف؛

■ بالنسبة لفئات المستثمرين الأخرى خارج هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة النقدية والمتعلقة بالسندات قصيرة الأمد: جميع أعضاء نقابة التوظيف

■ بالنسبة للأشخاص الذاتيين أو المعنويين التابعين للقانون المغربي أو الأجنبي (غير المؤهلين) ، يجب تغطية الاكتتابات بنسبة 100 % وذلك كما يلي:

✓ إيداع فعلي (تسليم شيك أو نقود أو تحويل) في حساب المكتب و/أو؛
✓ ضمان يتكون من سندات وذلك على النحو التالي:

○ سندات الدولة: متحصل عليها بنسبة 100% على أقصى تقدير من القيمة بتاريخ الاكتتاب؛

○ هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة ذات قيمة تصفية يومية متحصل عليها بنسبة 100% على أقصى تقدير من القيمة بتاريخ الاكتتاب؛

○ حصص هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة ذات قيمة تصفية يومية (ما عدا النقدية) ، ودائع لأجل، أسهم مدرجة في البورصة،: متحصل عليها بنسبة 80% على أقصى تقدير من القيمة بتاريخ الاكتتاب؛

■ بالنسبة للمستثمرين المؤهلين الخاضعين للقانون المغربي : بدون تغطية عند الاكتتاب.

■ بالنسبة للمستثمرين الخاضعين لقانون أجنبي (i) المثبتين لأزيد من سنة من الوجود بتاريخ اكتتاب هذه العملية أو (ii) سبق لهم إنجاز عملية في السوق الأولية أو الثانوية ببورصة

تغطية الاكتتابات

من سنة من الوجود بتاريخ الاكتتاب أو (ii) الذين ليس لهم سنة من الوجود بتاريخ الاكتتاب في هذه العملية أو الذين لم يسبق لهم إنجاز عملية في السوق الأولية أو الثانوية ببورصة الدار البيضاء : تغطية بنسبة 30% عبر إيداع فعلي (تسليم شيك أو نقود أو تحويل بينكي) أو 100% عبر كفالة بنكية. ■ يجب أن تخضع تغطية الاكتتاب بواسطة ضمان إلى تقييم كل عضو من نقابة التوظيف المعتمد من طرف المكتب. يجب أن تبقى تغطية الاكتتاب النقدي أو عبر شيك أو تحويل و/ أو في شكل ضمان إضافي مجمدة حتى يتم تخصيص السندات بتاريخ 22 يوليوز 2026.	الدار البيضاء : بدون تغطية عند الاكتتاب. ■ بالنسبة للمستثمرين الخاضعين لقانون أجنبي (i) غير المثبتين لأزيد من سنة من الوجود بتاريخ الاكتتاب أو (ii) الذين ليس لهم سنة من الوجود بتاريخ الاكتتاب في هذه العملية أو الذين لم يسبق لهم إنجاز عملية في السوق الأولية أو الثانوية ببورصة الدار البيضاء : تغطية بنسبة 30% عبر إيداع فعلي (تسليم شيك أو نقود أو تحويل بينكي) أو 100% عبر كفالة بنكية. ■ يجب أن تخضع تغطية الاكتتاب بواسطة ضمان إلى تقييم كل عضو من نقابة التوظيف المعتمد من طرف المكتب. يجب أن تبقى تغطية الاكتتاب النقدي أو عبر شيك أو تحويل و/ أو في شكل ضمان إضافي مجمدة حتى يتم تخصيص السندات بتاريخ 22 يوليوز 2026.	
■ التخصيص الأول : بالإعادة في حدود 100 سهم لكل مكتب ؛ ■ التخصيص الثاني : تخصيص الباقي بشكل تناسبي مع فائض الطلبات فوق 100 سهم	تخصيص حسب الطلب	طرق التخصيص
إذا كان عدد الأسهم المطلوبة على مستوى النوع الثاني من الأوامر أقل من العرض الموافق يتم منح الفرق إلى النوع الأول من الأوامر	إذا كان عدد الأسهم المطلوبة على مستوى النوع الأول من الأوامر أقل من العرض الموافق يتم منح الفرق إلى النوع الثاني من الأوامر	قواعد التحويل

II. خصائص الأسهم المعروضة للإصدار

II.1 خصائص الأسهم المعروضة

أسهم عادية تنتمي جميعها لنفس الفئة	طبيعة الأسهم
تعتبر كل الأسهم موضوع هذه العملية لحاملها. ويتم تجريد هذه الأسهم بالكامل من طابعها المادي وتسجل لدى الوسطاء الماليين وتقبل لدى عمليات ماروكليز.	الشكل القانوني

مبلغ العملية	682 999 999 1 درهم ¹
العدد الكلي للأسهم المعروضة للإصدار	4 932 734 سهم من ضمنها 1 569 506 سهم جديد للإصدار في إطار الزيادة في رأس المال و 3 363 228 سهم في إطار بيع الأسهم.
سعر الاكتتاب	223 درهم للسهم
مسطرة الإدراج الأول	عرض بسعر نهائي
القيمة الاسمية	50 درهم للسهم
علاوة الإصدار	173 درهم للسهم
تحرير الأسهم	تكون جميع الأسهم الممنوحة محررة بالكامل وحررة من أية التزامات
خط الإدراج	الخط الأول
تاريخ الانتفاع	انتفاع جار ² بالأسهم الجديدة ومماثلة كليا للأسهم الموجودة
فترة الاكتتاب	من 2026/07/13 إلى 2026/07/17 على الساعة الثالثة والنصف مع احتساب اليوم الأخير من العملية
قابلية تداول السندات	الأسهم موضوع هذه العملية قابلة للتداول بحرية. ولا يتضمن النظام الأساسي للشركة أي مقتضى يقيد حرية تداول الأسهم المكونة لرأس مالها، وذلك مع مراعاة التزامات الاحتفاظ بالسيطرة التي تعهد بها أعضاء مجموعة المساهمين المتصرفين باتفاق. يرجى الرجوع إلى قسم: «التزام أعضاء مجموعة المساهمين المتصرفين باتفاق بالاحتفاظ بالسيطرة بعد الطرح العام الأولي».
طريقة تحرير الأسهم وأداء سعر بيع الأسهم	نقدا (باستثناء أي تحرير من خلال مقاصة مع الديون محددة المقدار والمستحقة للشركة
إدراج الأسهم موضوع هذه العملية	تقبل الأسهم المصدرة برسم هذا الإدراج في البورصة في السوق الرئيسية المقصورة " F " لبورصة الدار البيضاء
رمز ISIN	MA0000012858
تاريخ إدراج الأسهم الجديدة	27 يوليوز 2026

¹ من ضمنها (1) زيادة في رأس المال بمبلغ 78 475 300 درهم، كمبلغ اسمي و 271 524 538 درهم برسم كعلاوة الإصدار بمبلغ إجمالي للعملية قدره 349 999 838 درهم و (2) بيع 3 363 228 سهم بمبلغ إجمالي قدره 749 999 844 درهم.

² ستعطي الأسهم الجديدة الحق في توزيعات الأرباح أو توزيعات الاحتياطي التي يمكن أن تقررها الشركة ابتداء من تاريخ الإنجاز النهائي للزيادة في رأس المال المتعلقة بدعوة العموم للاكتتاب في أسهمها مع الإشارة لكل غاية مفيدة بأن الأسهم الجديدة التي سيتم إحداثها من طرف الشركة برسم هذه الزيادة في رأس المال لن تعطي الحق في أي توزيع للأرباح أو توزيع احتياطي أو علاوة أو تخفيض رأسمال الشركة، لأي طبيعة كانت، والمقررة قبل تاريخ إنجاز الزيادة في رأسمال الشركة.

تستفيد كل الأسهم من نفس الحقوق سواء من حيث توزيع الأرباح أو توزيع علاوة التصفية. ويعطي كل سهم الحق في التصويت خلال عقد الجمعيات العامة.

الحقوق المرتبطة بالأسهم المصدرة

قررت الجمعية العامة غير العادية المنعقدة بتاريخ 26 يونيو 2026 حذف حق أفضلية الاكتتاب المخصص للمساهمين لفائدة العموم (ويقصد بهم كل شخص معني بالاكتتاب في الزيادة في رأس المال) بالنسبة لجميع الأسهم المصدرة برسم هذه العملية.

حق أفضلية الاكتتاب

11.2 خصائص إدراج الأسهم المعروضة للإصدار

27 يوليو 2026	تاريخ الإدراج الأول
T2S GROUP HOLDING	التسمية
T2S	الشريط
Principal F	مقصورة الإدراج
الصحة	قطاع النشاط
متواصلة	دورة النشاط
37 600 ³ سهم	الحجم الأدنى للكتلة
الخط الأول	خط الإدراج
4 932 734 سهم	عدد الأسهم المعروضة للبيع
CFG Marchés	المؤسسة المكلفة بتسجيل العملية من جهة البائع

³ على أساس قيمة اسمية قدرها 50 درهما للسهم

وفقا للصلاحيات المخولة له من قبل الجمعية العامة العادية وغير العادية المنعقدة بتاريخ 26 يونيو 2026، قرر مجلس الإدارة المجتمع بتاريخ 1 يوليو 2026، على وجه الخصوص، إدراج الشركة في البورصة عن طريق:

- إجراء زيادة رأس المال بمبلغ 349.999.838 درهما، من خلال إصدار 1.569.506 سهما بسعر اكتتاب قدره 223 درهما للسهم، موزعا بين 50 درهما كقيمة اسمية و 173 درهما كعلاوة إصدار؛
- تفويت 3.363.228 سهما بسعر تفويت قدره 223 درهما للسهم، أي بمبلغ إجمالي للتفويت قدره 749.999.844 درهما .

كما حدد المجلس المذكور الخصائص النهائية للعملية.

منهجية التقييم

طرق التقييم المستبعدة

المعاملات المقارنة

تعتمد هذه الطريقة على تقييم الشركة بالاستناد إلى مضاعفات التقييم الضمنية المستخلصة من عينة من المعاملات المنجزة في قطاع نشاطها، والتي تتعلق بشركات تتمتع بخصائص مالية وتشغيلية مماثلة لتلك الخاصة بالشركة موضوع التقييم.

ونظرا لعدم توفر معلومات مالية عمومية ومدققة (مثل قيمة المعاملات ومضاعفات التقييم المستخلصة منها) بشأن معاملات حديثة أنجزت على شركات مماثلة لشركة T2S Group Holding، فقد تم استبعاد هذه الطريقة.

نموذج تحيين ربح السهم

وتقوم هذه الطريقة، على غرار تحيين التدفقات المعروضة أدناه على مبدأ تحيين التدفقات .

وترتكز على حساب قيمة الأموال الذاتية لشركة ما (قيمة المقابلة) من خلال تحيين أرباح الأسهم المستقبلية المتوقع تقديمها للمساهمين حسب تكلفة الأموال الذاتية (الموافقة لمتطلبات مردودية المساهمين). وتوافق قيمة الأموال الذاتية (V_{fp}) مجموع (i) أرباح الأسهم المحينة التي يمكن تقديمها من طرف الشركة للمساهمين في أفق ضمني و (ii) القيمة النهائية المحينة.

وباعتبار أن سياسة توزيع أرباح الأسهم تعتمد على عدة محددات من ضمنها أساسا (i) نسبة التوزيع المقررة من طرف المساهمين أو (ii) بنية التمويل المعتمدة من طرف المسيرين، يبدو من الصعب استباق هذه المحددات على الأمد البعيد بالنسبة لحاجيات ممارسة التقييم. وعليه، فقد تم استبعاد هذه الطريقة.

طرق التقييم المعتمدة

- تم اعتماد طريقتين لتقييم أسهم المجموعة القابضة T2S في إطار هذه العملية، وهي :
- طريقة تحيين التدفقات المستقبلية
 - المقارنات في البورصة

طريقة تحيين التدفقات المستقبلية

تعتبر طريقة تحيين التدفقات المستقبلية طريقة مرجعية تروم تحديد القيمة الأصلية للشركة.

وترتكز على حساب الأصول الاقتصادية لشركة ما (قيمة المقاوله) من خلال مجموع التدفقات المستقبلية التي تدرها هذه الأخيرة « Free Cash-Flow to the Firm » بعد تحيينها وفق متوسط الكلفة المرجحة لرأس المال. وتمثل الكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال متطلبات مردودية المانحين للأموال (المساهمون والدائنون) المرجحة حسب مستوياتهم للالتزام في تمويل الأصل الاقتصادي للشركة. وبعد تحديد قيمة المقاوله، يتم الحصول على قيمة رساميلها الذاتية أساسا من خلال طرح الدين الصافي وفوائد الأقلية.

المعاملات المرجعية

تتمثل طريقة المعاملات المرجعية في ثمين شركة ما بناء على الأسعار التي تتم وفقها المعاملات الحديثة التي همت رأسمالها.

المقارنات في البورصة

تعد طريقة المقارنات في البورصة إحدى طرق التقييم بالمقارنة، وتهدف إلى تقدير قيمة حقوق المساهمين في الشركة بالاستناد إلى مستويات تقييم شركات مماثلة مدرجة في البورصة. وبعد تحديد عينة الشركات المقارنة، تقوم هذه الطريقة على اختيار المؤشرات التي ستشكل أساس المقارنة، ثم احتساب مضاعفات التقييم المستخلصة من القيمة السوقية والمؤشرات المالية للشركات المقارنة، قبل تطبيق هذه المضاعفات على المؤشرات المالية للشركة موضوع التقييم.

ويتعين التحقق من عدة عناصر عند تطبيق هذه الطريقة، من بينها:

- تشتت مضاعفات التقييم داخل عينة الشركات المقارنة، بما قد يجعل متوسط هذه المضاعفات غير معبر؛
- تجانس الفرضيات الأساسية المعتمدة في تكوين عينة المقارنة، ولا سيما من حيث النمو، والمخاطر، والحجم، وقطاع النشاط، والإطار القانوني والضريبي والتنظيمي، والمعايير المحاسبية، وغيرها؛
- تحديد شركات تمارس نشاطا مماثلا لنشاط المجموعة القابضة T2S

وتنشط مجموعة T2S في منطقة جغرافية تتميز بقطاع يشهد نموا قويا ووتيرة نشاط مرتفعة، وهو ما يختلف عن البيئات الأكثر نضجا أو الأقل نشاطا التي تنتمي إليها الشركات المقارنة، مما يحد من ملائمة هذه الطريقة.

وعليه، ونظرا إلى (i) مستوى نمو المجموعة، و (ii) حجمها، و (iii) صعوبة تحديد شركات مدرجة تمارس نشاطا مماثلا، فقد تم عرض هذه الطريقة لأغراض تبيانية فقط.

أهم فرضيات مخطط الأعمال قبل دخول الاستثمارات

تقوم التوقعات أدناه على فرضيات تدير المجموعة القابضة T2S التي يتسم إنجازها حسب طبيعتها بطابع غير مؤكد. ويمكن أن تختلف المجاميع الحقيقية بشكل ملحوظ عن المعلومات المقدمة. ولا تقدم هذه التوقعات إلا على سبيل الإشارة ولا يمكن اعتبارها التزاما باتا أو ضمنيا من طرف المصدر، لاسيما وهي صادرة عن مخطط الأعمال قبل دخول الاستثمارات للمجموعة القابضة T2S التي لا تراعي التدفقات التي ستدرها أساسا الاستثمارات المنصوص عليها تبعا للزيادة في رأس المال ، موضوع مذكرة العملية.

فرضيات عامة

تم إعداد مخطط الأعمال قبل دخول الاستثمارات (لا يأخذ بعين الاعتبار الزيادة في رأس المال موضوع أساسي لهذه العملية) والذي استخدم كأساس للتقييم عبر تحيين التدفقات المستقبلية وتم إعداده من طرف مسيري المجموعة القابضة T2S في أفق صريح لخمس سنوات : 2026e-2030p.

لا يتضمن مخطط الأعمال المبين أدناه ضمن فرضياته للاستغلال الجوانب الرئيسية التالية الناجمة عن :

- إبرام شركات جديدة محتملة وتسويق تجهيزات جديدة/ تدابير طبية. وتم تشكيل هذا النموذج للأعمال بناء على شركات قائمة وتلك التي زالت قيد التفاوض/الإتمام مع شركاء تاريخيين للمجموعة.

في ما يلي أهم فرضيات مخطط الأعمال قبل دخول الاستثمارات :

فرضيات رقم المعاملات

يمثل رقم المعاملات الموحد مجموع أرقام المعاملات المحققة من مختلف قطاعات النشاط التي تديرها الشركات التابعة للمجموعة.

ومن المتوقع أن يتطور رقم المعاملات الموحد للمجموعة وفق نسبة نمو سنوية متوسطة 18,0% خلال الفترة 2026e-2030p، ليبلغ 4.168 مليون درهم في سنة 2030p ، مقابل نسبة نمو سنوية متوسطة قدرها 13,3% خلال الفترة 2023-2025 . ويعزى النمو المتوقع خلال فترة مخطط الأعمال أساسا إلى القطاعات التالية:

- **قطاع الأشعة والأورام**: من المتوقع أن يبلغ رقم معاملاته 1.125 مليون درهم في سنة 2030p ، مقابل 629 مليون درهم في سنة 2026e أي نسبة نمو سنوية متوسطة قدرها 15,7% خلال الفترة (2026e-2030p) مقابل 7,1% خلال الفترة 2023-2025 و 28,3% خلال الفترة 2024-2025 .

ويرتقب أن يرتكز هذا النمو أساسا على ما يلي:

- الدينامية والإمكانات الكبيرة لنمو قطاع الصحة الخاص، المدعومة بإطار تنظيمي أكثر جاذبية، وبالتعميم التدريجي للتأمين الإجباري الأساسي عن المرض ، مما حفز الاستثمار الخاص في البنيات التحتية الصحية. وتهدف هذه الدينامية إلى (i): تعزيز العرض الصحي على الصعيد الوطني، ولا سيما من خلال افتتاح مؤسسات صحية خاصة جديدة، بما في ذلك في المناطق التي كانت تعاني تاريخيا من ضعف التجهيز، و (ii) تطوير المنصات التقنية الطبية من أجل الاستجابة للطلب المتزايد على خدمات الرعاية الصحية المتخصصة؛
- إصلاح المجموعات الصحية الترابية ، الذي يهدف أساسا إلى إعادة هيكلة تنظيم وحكمة الرعاية الصحية على المستوى الترابي، من خلال منح الجهات والأقاليم استقلالية أكبر عبر اللامركزية التدريجية لعمليات اتخاذ القرار

والطلبات، وذلك بهدف (i): تعزيز العرض الصحي العمومي على المستوى الجهوي، و (ii) مواءمة جهود الاستثمار مع احتياجات كل جهة أو إقليم. ومن المنتظر أن يكون لهذا الإصلاح أثر مهم على سوق التجهيزات الاستشفائية، خاصة من خلال (i): افتتاح مؤسسات صحية جديدة، ولا سيما في الجهات التي تعرف خصاصا في البنيات التحتية الصحية، و (ii) زيادة الطلبات لتحديث وتجديد البنيات الاستشفائية القائمة؛

○ نمو النشاط في الأسواق الإفريقية، والذي يستند إلى عدة ركائز هيكلية، من بينها (i): اتفاقية التوزيع المبرمة مع GE Healthcare، التي تتيح حضورا في أكثر من 20 دولة بإفريقيا جنوب الصحراء الناطقة بالفرنسية، (ii) محفظة متنوعة من المصنعين الأصليين (OEM) إلى جانب عرض تنافسي من المعدات المجددة من حيث التكلفة، و (iii) التركيز على ثمانية أسواق ناطقة بالفرنسية، بدعم من فريق إقليمي مخصص .

■ **حلول غرف العمليات والرعاية الاستشفائية:** من المتوقع أن يبلغ رقم معاملاتها **438 مليون درهم** في سنة 2030^p، مقابل **279 مليون درهم** في سنة 2026^e، أي بنسبة نمو سنوية متوسطة قدرها **11,9%** خلال الفترة 2030^p-2026^e (مقابل **16,1%** خلال الفترة **2023-2025**) . ويرتقب أن يعزى هذا التطور أساسا إلى (i) ارتفاع عدد التدخلات الطبية، مدفوعا بتحسين التغطية في إطار التأمين الإجباري الأساسي عن المرض و (ii) تعزيز العرض الصحي على الصعيد الوطني بفضل الاستثمارات الخاصة في البنيات التحتية الصحية وإصلاح المجموعات الصحية الترابية.

■ **المستلزمات الطبية:** من المتوقع أن يبلغ رقم معاملاتها **799 مليون درهم** في سنة 2030^p، مقابل **402 مليون درهم** في سنة 2026^e، أي بنسبة نمو سنوية متوسطة قدرها **18,7%** خلال الفترة 2030^p-2026^e مقابل **28,8%** خلال الفترة **2023-2025** . ويرتقب أن يرتكز هذا النمو أساسا على (i) ارتفاع الطلب على الأدوات الجراحية، ولا سيما بفضل تطور الجراحة الروبوتية والجراحة طفيفة التوغل، و (ii) توسع قطاع الصحة الخاص، من خلال ارتفاع عدد المؤسسات الصحية، وظهور مجموعات متكاملة من المصحات، وتعزيز تجهيزها بمعدات تقنية متطورة، و (iii) التعزيز التدريجي للعرض الصحي العمومي على الصعيد الوطني في إطار إصلاح المجموعات الصحية الترابية.

■ **التشخيص المخبري:** من المتوقع أن يبلغ رقم معاملاته **708 مليون درهم** في سنة 2030^p، مقابل **315 مليون درهم** في سنة 2026^e، أي بنسبة نمو سنوية متوسطة قدرها **22,4%** خلال الفترة 2030^p-2026^e مقابل **7,8%** خلال الفترة **2023-2025** . (ويرتقب أن يرتكز هذا التطور أساسا على (i) ارتفاع الاستثمارات المرتبطة بنشر تجهيزات التشخيص المخبري (IVD) لدى زبناء المجموعة (استثمار متوقع قدره **72 مليون درهم** خلال الفترة 2030^p-2026^e مما يؤدي إلى زيادة قاعدة التجهيزات المركبة وتعزيز المبيعات المتكررة من المواد الاستهلاكية والكواشف، باعتبار أن الزبناء ملزمون تعاقديا بالتزود بها لدى IM Alliance، و (ii) توسيع وتبسيط التكفل بالتحاليل الطبية، وذلك في إطار مقارنة واستراتيجية شاملة للسلطات العمومية تهدف إلى التوسيع التدريجي للتغطية في إطار التأمين الإجباري الأساسي عن المرض وتحسين معدل الإصابة والوقاية من الأمراض، مما يعزز الطلب الهيكلي على اختبارات التشخيص المخبري).

■ **المنتجات الصيدلانية المتخصصة:** من المتوقع أن يبلغ رقم معاملاتها **263 مليون درهم** في سنة 2030^p، مقابل **153 مليون درهم** في سنة 2026^e، أي بنسبة نمو سنوية متوسطة قدرها **14,6%** خلال الفترة 2030^p-2026^e مقابل **16,1%** خلال الفترة **2023-2025** . ويرتقب أن يرتكز هذا التطور أساسا على:

- مضاعفة الطاقة الإنتاجية لمنتجات التصوير المقطعي بالإصدار البوزيتروني (PET) (FDG ، F-Choline ، PSMA ، NAF) في أفق سنة 2030، ولا سيما عقب إنشاء وحدة لإنتاج السيكلوترون بمدينة فاس (المقرر دخولها حيز الخدمة سنة 2028)؛
- ارتفاع مبيعات باقي منتجات التباين ومنتجات الصيدلة الإشعاعية، التي تشكل رافعة نمو حقيقية لهذا القطاع.

■ **الأنظمة الرقمية:** من المتوقع أن يبلغ رقم معاملاتها **189 مليون درهم** في سنة 2030^p، مقابل **99 مليون درهم** في سنة 2026^e، أي بنسبة نمو سنوية متوسطة قدرها **17,3%** خلال الفترة 2030^p-2026^e مقابل **94,2%** خلال الفترة **2023-2025** . (ويرتقب أن يرتكز هذا التطور أساسا على (i) تسريع تطوير نشاط الصيدلة الرقمية، الذي يندمج بشكل ملائم ضمن منظومة المؤسسات الصحية الكبرى، و (ii) تحديث أنظمة التجهيزات الطبية، و (iii) نشر تقنيات جديدة داخل المؤسسات الصحية الجديدة.

■ **خدمات ما بعد البيع:** من المتوقع أن يبلغ رقم معاملاتها 611 مليون درهم في سنة 2030p، مقابل 260 مليون درهم في سنة 2026e، أي بنسبة نمو سنوية متوسطة قدرها 23,8% خلال الفترة 2030p-2026e مقابل 1,7% خلال الفترة 2023-2025. ويرتقب أن يركز هذا النمو أساسا على:

- خدمات الصيانة الوقائية والتصحيحية المتعلقة بالتجهيزات التي اقتنتها المؤسسات الصحية والمختبرات، ولا سيما ضمن قطاعي RADONCO وORAS، والتي تنتهي فترة ضمانها؛
- نمو النشاط في إفريقيا 172 مليون درهم في سنة 2030p، مقابل 33 مليون درهم في سنة 2026e، أي بنسبة نمو سنوية متوسطة قدرها 50,6%، اعتمادا على تئمين تجديد قاعدة التجهيزات المركبة بالمغرب، من خلال إعادة تأهيل المعدات المستبدلة وتسويقها في إفريقيا جنوب الصحراء، مع تطوير قاعدة جديدة من التجهيزات المركبة المدرة لإيرادات متكررة من خدمات الصيانة والخدمات.

■ **المشاريع الجاهزة في إفريقيا:** من المتوقع أن يبلغ رقم معاملاتها 35 مليون درهم في سنة 2030p، مقابل 7 مليون درهم في سنة 2026e، أي بنسبة نمو سنوية متوسطة قدرها 49,5% خلال الفترة 2030p-2026e وتمثل في المتوسط 0,7% من رقم المعاملات الموحد خلال الفترة 2030p-2026e. ويرتقب أن يركز هذا النمو أساسا على تطوير المشاريع الجاهزة، ولا سيما في مجال مراكز علاج الأورام، بما يشمل التصميم والتجهيز وتشغيل البنيات التحتية. وتشمل الدول الإفريقية المستهدفة في هذه المرحلة، على الخصوص، ساحل العاج ومالي والسنغال.

وتجدر الإشارة إلى أنه، بالإضافة إلى قطاعي RADONCO وخدمات ما بعد البيع، تعتزم المجموعة توسيع أنشطتها تدريجيا في إفريقيا لتشمل القطاعات الأخرى، من خلال تكرار النموذج المعتمد بالمغرب عبر شبكة من الموزعين المحليين وشركات مع المصنعين الأصليين للمعدات. وتشمل فرضيات مخطط الأعمال، لا سيما رقم المعاملات المحقق في إفريقيا:

- قطاع ORAS الذي من المتوقع أن يبلغ 41 مليون درهم في سنة 2030p، مقابل 19 مليون درهم في سنة 2026e أي بنسبة نمو سنوية متوسطة قدرها 21,7%
- قطاع الأجهزة الطبية الذي من المتوقع أن يبلغ 31 مليون درهم في سنة 2030p، مقابل 12 مليون درهم في سنة 2026e أي بنسبة نمو سنوية متوسطة قدرها 28,3%؛
- قطاع IVD الذي من المتوقع أن يبلغ 50 مليون درهم في سنة 2030p، مقابل 15 مليون درهم في سنة 2026e أي بنسبة نمو سنوية متوسطة قدرها 35,1%
- قطاع الأنظمة الرقمية الذي من المتوقع أن يبلغ 19 مليون درهم في سنة 2030p، مقابل 4 مليون درهم في سنة 2026e أي بنسبة نمو سنوية متوسطة قدرها 47,6%

وتجدر الإشارة أيضا إلى أن مجموع أحجام المبيعات المتوقعة في مخطط الأعمال يستند إلى سجل مبيعات المجموعة خلال الفترة التاريخية، مع تعديلها وفقا للتطور المتوقع لحصة المجموعة في السوق. كما تجدر الإشارة إلى أن أسعار البيع المعتمدة في النموذج تتضمن ارتفاعا سنويا بنسبة 3%، بما يتماشى مع السياسات التسعيرية للمصنعين الأصليين للمعدات.

ويستند تقدير حصص السوق الخاصة بمجموعة T2S إلى المعطيات الداخلية للإدارة، في ظل غياب مصادر عمومية موثوقة. وبناء على ذلك، تقدر حصة T2S Group Holding من السوق بحوالي 20%، باستثناء أنشطة Pharma وخدمات ما بعد البيع في سنة 2025. ومن المتوقع أن تعرف هذه الحصة ارتفاعا طفيفا خلال مدة مخطط الأعمال.

وقد تم إعداد توقعات قطاع Pharma انطلاقا من قاعدة التجهيزات الوطنية الخاصة بأجهزة PET-scan وPET-IRM، حيث يولد كل جهاز طلبا متكررا على المتتبعات الإشعاعية. وقد تم بناء رقم المعاملات وفق منطق "الحجم x السعر"، بحيث ترتبط الأحجام بشكل مباشر بتطور قاعدة التجهيزات الوطنية للتصوير النووي، في حين تم تحديد الأسعار المتوقعة بناءً على فرضية الفهرسة. كما يتضمن مخطط الأعمال قدرات إنتاجية جديدة (وحدة إنتاج السيكلوترون بمدينة فاس).

وبشكل رقم معاملات خدمات ما بعد البيع (SAV) إيرادات متكررة مرتبطة بقاعدة التجهيزات المركبة التي تم بيعها من طرف قطاعي RADONCO وORAS. وبعد انتهاء فترة الضمان المحددة في سنتين، يتم تحويل جزء من هذه التجهيزات إلى عقود صيانة وفق معدل تحويل وسعر عقد محدد. ويتم بناء رقم المعاملات بطريقة تراكمية (القاعدة الحالية + العقود الجديدة)، مع استكمالها بإيرادات إضافية ناتجة عن عمليات التحديث وقطع الغيار.

من المتوقع أن يستقر الهامش الإجمالي الموحد في متوسط 36,7% من رقم المعاملات خلال الفترة 2026^e-2030^p ، أي عند مستوى أقل مقارنة بالمستوى المسجل في سنة 2025 (38,7%)، ومنسجما مع المستوى المسجل خلال الفترة 2025-2023 (36,4% في المتوسط).

ويعود هذا التطور أساسا إلى تغير مزيج قطاعات النشاط، مع مساهمة أكبر لبعض قطاعات النشاط التي تتميز بمستويات هامش أعلى من متوسط هامش المجموعة خلال نفس الفترة، ولا سيما:

- قطاع "IVD" يمثل في المتوسط 16,3% من رقم المعاملات خلال الفترة 2026^e-2030^p مقابل 13,6% في المتوسط خلال الفترة 2025-2023، والذي يسجل مستويات هامش تبلغ 38,9% في المتوسط خلال أفق مخطط الأعمال؛
- قطاع "الأنظمة الرقمية" يمثل في المتوسط 4,6% من رقم المعاملات خلال الفترة 2026^e-2030^p مقابل 3,8% في المتوسط خلال الفترة 2025-2023، والذي يسجل مستويات هامش تبلغ 46,1% في المتوسط خلال أفق مخطط الأعمال.

وتجدر الإشارة إلى أن قطاع النشاط "خدمات ما بعد البيع" ، الذي يبلغ معدل هامشه الإجمالي في المتوسط 53,8% خلال الفترة 2026^e-2030^p ، من المتوقع أن يساهم في رقم المعاملات بنسبة 14,7% في سنة 2030^p مقابل 12,1% في سنة 2026^e

فرضيات مصاريف الاستغلال

تمثل مصاريف الاستغلال في المتوسط 14,4% من رقم المعاملات الموحد خلال أفق مخطط الأعمال، وهو مستوى أقل بشكل طفيف مقارنة بالمستوى المسجل تاريخيا 17,0% خلال الفترة 2025-2023 و 16,7% في سنة 2025. وتتطور هذه المصاريف بمعدل نسبة نمو سنوية متوسطة قدرها 14,2% خلال الفترة 2026^e-2030^p ، بما يتماشى مع التطور المتوقع لرقم المعاملات الموحد خلال نفس الفترة (نسبة نمو سنوية متوسطة قدرها 18,0%) ، وتتكون أساسا من:

▪ مصاريف المستخدمين: تشمل مصاريف المستخدمين أساسا الموظفين الإداريين وموظفي الإدارة، والتقنيين والمهندسين، والمكلفين بالمبيعات. وتمثل في المتوسط 10,2% من رقم المعاملات الموحد خلال أفق مخطط الأعمال، وهو مستوى أقل بشكل طفيف مقارنة بالمستوى المسجل تاريخيا 11,1% خلال الفترة 2025-2023. وتتطور كتلة الأجور هذه بنسبة نمو سنوية متوسطة قدرها 14,0% خلال الفترة 2026^e-2030^p ، بما يتماشى مع التطور المتوقع لرقم المعاملات الموحد خلال نفس الفترة (نسبة نمو سنوية متوسطة قدرها 18,0%)

▪ المصاريف الخارجية: تمثل هذه المصاريف في المتوسط 4,2% من رقم المعاملات الموحد خلال أفق مخطط الأعمال، وهو مستوى أقل بشكل طفيف مقارنة بالمستوى المسجل تاريخيا 5,9% خلال الفترة 2025-2023 و 5,7% في سنة 2025. وتتكون أساسا من:

- مصاريف النقل والتنقل: تمثل في المتوسط 1,6% من رقم المعاملات الموحد خلال فترة مخطط الأعمال؛
- مصاريف التسويق: تمثل في المتوسط 1,4% من رقم المعاملات الموحد خلال فترة مخطط الأعمال؛
- المصاريف الكرائية: يبلغ معدل نموها السنوي المتوسط حوالي 5,2% خلال مدة مخطط الأعمال، وتتكون أساسا من كراء وسائل النقل (كراء قصير وطويل الأمد)؛
- مصاريف تشغيلية أخرى (تتكون أساسا من الخدمات البنكية، والأتعاب، والمصاريف العامة الأخرى، وتسويات التوحيد): تمثل في المتوسط 0,5% من رقم المعاملات الموحد خلال فترة مخطط الأعمال.

كما تعتزم مجموعة T2S، بهدف دعم دينامية نموها، تعزيز فرقها التجارية والتقنية (على مستوى جميع قطاعات النشاط)، وذلك من أجل تحسين تغطية الأسواق المستهدفة وتعزيز سرعة الاستجابة لطلبات الزبناء وطلبات العروض

فرضيات مخصصات الاستغلال

تمثل مخصصات الاستغلال في المتوسط 2,4% من رقم المعاملات الموحد خلال أفق مخطط الأعمال، وهو مستوى أقل بشكل طفيف مقارنة بالمستوى المسجل تاريخياً (3,7% خلال الفترة 2023-2025). وتتطور هذه المخصصات بمعدل نسبة نمو سنوية متوسطة قدرها 15,7% خلال الفترة e-2030p2026، بما يتماشى مع التطور المتوقع لرقم المعاملات الموحد خلال نفس الفترة (نسبة نمو سنوية متوسطة قدرها 18,0%)، وتكون أساساً من:

■ مخصصات الإهلاك: تم إعداد هذه المصاريف بالاعتماد على جداول الإهلاك المحاسبية. ووفقاً للمعايير المحاسبية المعمول بها، فإنها تشمل مجموع الأصول الثابتة المادية وغير المادية. وتمثل في المتوسط 0,8% من رقم المعاملات الموحد خلال أفق مخطط الأعمال؛

■ مخصصات المخاطر والمصاريف ومخصصات انخفاض قيمة ديون الزبناء (الصافية من الاسترجاعات): تم إسقاط هذه المصاريف خلال أفق مخطط الأعمال من خلال تطبيق نسبة متوسطة بين المخصصات ورقم المعاملات الموحد قدرها 1,3% على أرقام المعاملات المتوقعة؛

■ مخصصات انخفاض قيمة المخزون: تمثل في المتوسط 0,2% من رقم المعاملات الموحد خلال فترة مخطط الأعمال.

فرضيات النتيجة المالية

تقدر النتيجة المالية في المتوسط بنسبة -0,7% من رقم المعاملات الموحد خلال الفترة e-2030p2026، مقابل -2,7% في المتوسط خلال الفترة 2023-2025.

ويفسر هذا التطور أساساً بـ (i) استكمال برنامج الاستثمار (ضمن نطاق ما قبل التمويل و (ii) السداد التدريجي للديون المالية التي تم تعبئتها لتمويل مخطط الاستثمار، والمتمثلة في خطوط التمويل (قصيرة ومتوسطة الأجل) والاعتمادات الإيجارية. وتجدر الإشارة إلى ما يلي:

■ تتحسن النتيجة المالية تدريجياً مع سداد الديون؛

■ لم يتم إدراج أرباح الصرف واسترجاعات خسائر الصرف ضمن فرضيات مخطط الأعمال.

فرضيات الضريبة على الشركات والمساهمة الاجتماعية للتضامن

يتم احتساب الضريبة على الشركات وفقاً للمعدلات القانونية العامة المعمول بها في البلدان التي تمارس فيها الشركة أنشطتها.

كما يأخذ مخطط الأعمال بعين الاعتبار المساهمة الاجتماعية للتضامن⁴ المنصوص عليها في المغرب، وفقاً للسلم المحدد في المدونة العامة للضرائب:

⁴ مساهمة أحدثت من طرف السلطات العمومية في إطار مشروع قانون المالية لسنة 2021 بهدف تعزيز تعبئة الموارد (من طرف الأفراد والشركات) لفائدة الفئات الأكثر تضرراً من أزمة كوفيد-19. وقد تم تجديد هذا الإجراء بموجب قوانين المالية لسنتي 2023 و2024، وبظل ساري المفعول إلى غاية سنة 2028، وفقاً لقانون المالية لسنة 2026.

- 0% بالنسبة لربح يقل عن 1.000 ألف درهم؛
- 1,5% بالنسبة لربح يتراوح بين 1.000 ألف درهم و 5.000 ألف درهم؛
- 2,5% بالنسبة لربح يتراوح بين 5.000 ألف درهم و 10.000 ألف درهم؛
- 3,5% بالنسبة لربح يتراوح بين 10.000 ألف درهم و 40.000 ألف درهم؛
- 5,0% بالنسبة لربح يفوق 40.000 ألف درهم .

وتجدر الإشارة إلى أن المساهمة الاجتماعية للتضامن يتم احتسابها على مستوى كل شركة تابعة للمجموعة في المغرب خلال الفترة 2026e-2030p، رغم أن مدة تطبيقها محددة إلى نهاية سنة 2028 (شاملة)، وفقا لقانون المالية لسنة 2026 .

فرضيات الاحتياج من رأس المال العامل

تم إعداد نموذج الاحتياج من رأس المال العامل لمجموعة T2S على مستوى كل قطاع من قطاعات النشاط، بالاعتماد على النسب التاريخية المسجلة، مع تعديلها لتعكس الإجراءات الجديدة التي اعتمدتها المجموعة في مجال التحصيل.

ويقدر الاحتياج من رأس المال العامل في المتوسط بـ 103 أيام من رقم المعاملات دون احتساب الرسوم خلال مدة مخطط الأعمال، بانخفاض مقارنة بالمستوى المسجل خلال الفترة 2023-2025 (127 يوما)، ومنسجما مع المستوى المسجل في سنة 2025 (100 يوم) .

ويفسر هذا التطور أساسا بالانخفاض التدريجي المتوقع في مدة دوران ديون الزبناء خلال أفق مخطط الأعمال، بالتوازي مع استقرار نسبي في مدة دوران المخزون، واتجاه تنازلي في آجال أداء الموردين.

ويستند تقدير الاحتياج من رأس المال العامل، على الخصوص، إلى:

- مدة دوران المخزون⁵ الموحد التي من المتوقع أن تظل مستقرة نسبيا خلال أفق مخطط الأعمال، لتستقر في المتوسط عند 54 يوما من رقم المعاملات دون احتساب الرسوم مقابل مدة متوسطة قدرها 62 يوما مسجلة خلال الفترة 2023-2025؛
- مدة دوران ديون الزبناء⁶ الموحدة التي تبلغ 169 يوما من رقم المعاملات مع احتساب الرسوم في سنة 2026e، مع انخفاض تدريجي إلى أن تبلغ 156 يوما في سنة 2030 p. وتأخذ هذه المستويات، التي تقل عن متوسط مدة الدوران المسجلة تاريخيا 208 أيام في المتوسط خلال الفترة 2023-2025 و 182 يوما في سنة 2025، بعين الاعتبار ما يلي :
 - توسيع نطاق تطبيق القانون⁷ 69.21 المتعلق بآجال الأداء. حيث أصبح هذا القانون مطبقا منذ 1 يناير 2025 على الشركات التي يتجاوز رقم معاملاتها دون احتساب الرسوم 2 مليون درهم؛
 - وضع نظام صارم لتتبع الديون وتسيير عمليات التحصيل .
- آجال أداء الموردين⁸ الموحدة التي تشهد انخفاضا خلال أفق مخطط الأعمال، حيث تستقر في المتوسط عند 143 يوما من الاستهلاك مع احتساب الرسوم خلال أفق مخطط الأعمال مقابل مدة متوسطة قدرها 171 يوما مسجلة خلال الفترة 2023-2025، وذلك أساسا نتيجة لتحسن آجال أداء الموردين عقب تطبيق القانون الجديد المتعلق بآجال الأداء.

⁵ أجل دوران المخزون = (المخزون / رقم المعاملات دون احتساب الرسوم) x 365

⁶ أجل دوران ديون الزبناء = (ديون الزبناء والحسابات المرتبطة / رقم المعاملات) x 365

⁷ دخل القانون 69.21، الذي دخل حيز التنفيذ بتاريخ 1 يوليوز 2023، تعديلات تتعلق بآجال الأداء (القانونية) في المغرب. وبموجب هذا القانون، تم تحديد الحد الأقصى لأجل الأداء في 120 يوما ابتداء من تاريخ إصدار الفاتورة. وقد شمل هذا القانون في البداية الشركات التي تحقق رقم معاملات دون احتساب الرسوم يفوق 50 مليون درهم، قبل أن يتم توسيع نطاق تطبيقه ليشمل الشركات التي تحقق رقم معاملات دون احتساب الرسوم يفوق 10 مليون درهم ابتداء من 1 يناير 2024، ثم الشركات التي تحقق رقم معاملات دون احتساب الرسوم يفوق 2 مليون درهم ابتداء من 1 يناير 2025.

⁸ أجل أداء الموردين (بالأيام من الاستهلاك مع احتساب الرسوم) = (ديون الموردين / تكلفة السلع والخدمات المباعة مع احتساب الرسوم) x 365 يوما

فرضية الاستثمارات

يرتقب إنجاز برنامج استثماري إجمالي بقيمة 336 مليون درهم خلال الفترة 2026e-2030p، أي ما يمثل في المتوسط 2,5% من رقم المعاملات خلال أفق مخطط الأعمال، ويشمل على الخصوص:

■ استثمار بقيمة 102 مليون درهم خلال الفترة 2026p-2027e، مخصص لاقتناء 45,5% من رأسمال الشركة التابعة Cyclopharma (50% من المبلغ في 2026e و 50% في 2027p)⁹ ؛

■ استثمار متوقع بقيمة 72 مليون درهم خلال الفترة 2026p-2028e، يتعلق بتوفير تجهيزات التشخيص المخبري لدى زبناء المجموعة. ويهم هذا الاستثمار تطوير بطاقات جديدة، ولا سيما iGenesis و Lifotronic، إلى جانب الرفع التدريجي من قاعدة التجهيزات المركبة؛

■ استثمار متوقع بقيمة 48 مليون درهم في سنة 2027p، مرتبط ببناء وحدة لإنتاج السيكلوترون بمدينة فاس (دخولها حيز الخدمة سنة 2028)، مما سيتمكن من مضاعفة الطاقة الإنتاجية لمتبعتات التصوير المقطعي بالإصدار البوزيتروني البوزيتروني PET (FDG ، F-Choline ، PSMA ، NAF) . وستستهدف هذه الوحدة أسواق فاس ومكناس وتازة وشمال المغرب، بما يعزز تموقع مجموعة T2S كأول منتج خاص وطني متعدد المواقع؛

■ استثمار متوقع بقيمة 4 مليون درهم خلال الفترة 2026p-2028e مخصص لصيانة وحدة إنتاج السيكلوترون بالدار البيضاء. ويهدف هذا البرنامج إلى ضمان الاستمرارية التشغيلية للمنشأة، والحفاظ على مستوى عالٍ من موثوقية وأداء التجهيزات، وكذا ضمان المطابقة المستمرة للمتطلبات التقنية والصحية والتنظيمية؛

■ استثمارات مخصصة لتطوير وتحديث البنية التحتية المعلوماتية للمجموعة خلال الفترة 2026e-2028p، بمبلغ إجمالي قدره 17 مليون درهم، منها 10 مليون درهم لشركة T2S ، و 4 مليون درهم لشركة IM Alliance ، و 2 مليون درهم لشركة Binarios ، و 1 مليون درهم لشركة Cyclopharma ، وذلك لمواكبة تطور أنظمة المعلومات، وتحسين الأداء التشغيلي، ودعم مشاريع تطوير مختلف الشركات التابعة؛

■ استثمارات بقيمة 5,5 مليون درهم لتجديد المقار الاجتماعية T2S و IM Alliance خلال الفترة 2026e-2028p؛

■ غلاف استثماري بقيمة 39 مليون درهم في سنة 2029p و 46 مليون درهم في سنة 2030p، يمثل 1,1% من رقم المعاملات للفترة 2029p و 2030p بما يتماشى مع المستوى المسجل في سنة 2028p

⁹ وتجدر الإشارة إلى أن نشاط Cyclopharma تم إدماجه بنسبة 100% ضمن مخطط الأعمال ابتداء من سنة 2026e.

يلخص الجدول أدناه الاستثمارات الجارية خلال سنة 2026 :

نوع المشروع	الشركة التابعة	الهدف	الاستثمار الإجمالي المرتقب (بملايين الدراهم)	كيفية التمويل	تاريخ بداية المشروع	التاريخ المتوقع لإتمام المشروع
صيانة سيكلوترون الدار البيضاء	Cyclopharma	صيانة وتأهيل موقع السيكلوترون ببوسكورة، مع ضمان استمرارية الإنتاج	1,1	الأموال الذاتية(100%)	T4 2026	T4 2026
تجهيزات التشخيص المخبري	IM Alliance	اقتناء أجهزة آلية للتشخيص المخبري موجهة للمختبرات، بهدف تطوير قاعدة التجهيزات المركبة التابعة	24	إعادة التمويل عن طريق التأجير(100%)	T3 2026	T4 2026
تجديد	IM Alliance	تجديد	0,6	القرض الإيجاري (100%)	T3 2026	T4 2026
تجديد	T2S	تجديد	1,0	القرض الإيجاري (100%)	T3 2026	T4 2026
البنية التحتية لتكنولوجيا المعلومات	T2S	البنية التحتية لتكنولوجيا المعلومات	3,4	الأموال الذاتية(100%)	T2 2026	T3 2026
البنية التحتية لتكنولوجيا المعلومات	IM Alliance	البنية التحتية لتكنولوجيا المعلومات	1,2	الأموال الذاتية(100%)	T2 2026	T3 2026
البنية التحتية لتكنولوجيا المعلومات	Cyclopharma	البنية التحتية لتكنولوجيا المعلومات	0,4	الأموال الذاتية(100%)	T2 2026	T3 2026
البنية التحتية لتكنولوجيا المعلومات	Binarios	البنية التحتية لتكنولوجيا المعلومات	0,6	الأموال الذاتية(100%)	T2 2026	T3 2026

المصدر: المجموعة القابضة T2S

فرضية الديون متوسطة وطويلة الأجل

تعتزم المجموعة سداد ديون التمويل وفقا للجدول الزمني المحدد لها.

وسيتم تمويل الاستثمارات المبرمجة في إطار مخطط الاستثمار على النحو التالي:

■ الاستثمار بقيمة 102 مليون درهم المخصص لاقتناء 45,5% من رأسمال الشركة التابعة Cyclopharma سيتم تمويله بالكامل من الأموال الذاتية¹⁰؛

■ الاستثمار المبرمج في إطار مخطط الاستثمار المتعلق بوحدة إنتاج السيكلوترون بمدينة فاس سيتم تمويله بنسبة 88% عن طريق قرض بنكي قابل للسداد على مدى 7 سنوات، بمبلغ إجمالي للقرض قدره 42 مليون درهم؛

■ الاستثمارات المتعلقة بتوفير تجهيزات التشخيص المخبري لدى زبناء المجموعة سيتم تمويلها بالكامل عن طريق إعادة التمويل عن طريق التأجير (Lease-back)؛

■ استثمارات تطوير وتحديث البنية التحتية لتكنولوجيا المعلومات سيتم تمويلها بالكامل من الأموال الذاتية؛

■ استثمارات تجديد المقار الاجتماعية T2S و IM Alliance سيتم تمويلها عن طريق الاعتماد الإيجاري.

كما تجدر الإشارة إلى أن قرض Sordo قد تم سداؤه بالكامل خلال النصف الأول من سنة 2026 عن طريق خط تمويل فوري (الخزينة - الخصوم).

كما تجدر الإشارة أيضا إلى أن مخطط الأعمال يتضمن إعادة تمويل الرصيد المتبقي من ديون T2S و T2S Group Holding في نهاية سنة 2028p، بمبلغ إجمالي تراكمي قدره 233 مليون درهم، بسعر فائدة قدره 4,2%، بما يتماشى مع العقود التاريخية للمجموعة.

فرضيات توزيعات الأرباح

يأخذ مخطط الأعمال بعين الاعتبار توزيعًا سنويًا متوسطًا يقارب 70% من النتيجة الصافية الموحدة خلال الفترة 2027p – 2030p

¹⁰ وتجدر الإشارة إلى أنه تم اقتناء 45% من رأسمال Cyclopharma خلال النصف الأول من سنة 2026.

أهم المجاميع المالية لمخطط الأعمال قبل دخول الاستثمارات
يعرض الجدول التالي لأهم المجاميع الموطدة لمخطط الأعمال للمجموعة القابضة T2S قبل دخول الاستثمارات :

بملايين الدراهم	2023	2024	2025	2026e	2027p	2028p	2029p	2030p	TCAM 23-25	TCAM 26e-30p
RADONCO	437	391	501	629	755	840	939	1 125	7,1%	15,7%
ب % من رقم المعاملات الموطد	31,8%	25,9%	28,4%	29,3%	29,1%	27,7%	26,6%	27,0%		
ORAS	200	224	270	279	311	352	387	438	16,1%	11,9%
ب % من رقم المعاملات الموطد	14,6%	14,8%	15,3%	13,0%	12,0%	11,6%	11,0%	10,5%		
التجهيزات الطبية	191	272	317	402	475	573	694	799	28,8%	18,7%
ب % من رقم المعاملات الموطد	13,9%	18,1%	18,0%	18,7%	18,3%	18,9%	19,7%	19,2%		
IVD	194	210	226	315	416	504	597	708	7,8%	22,4%
ب % من رقم المعاملات الموطد	14,2%	13,9%	12,8%	14,7%	16,1%	16,6%	16,9%	17,0%		
Pharma	106	127	143	153	184	205	232	263	16,1%	14,6%
ب % من رقم المعاملات الموطد	7,7%	8,4%	8,1%	7,1%	7,1%	6,8%	6,6%	6,3%		
الأنظمة الرقمية	24	65	91	99	118	140	162	189	94,2%	17,3%
ب % من رقم المعاملات الموطد	1,8%	4,3%	5,2%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,5%		
خدمة ما بعد البيع	231	235	238	260	316	390	486	611	1,7%	23,8%
ب % من رقم المعاملات الموطد	16,8%	15,6%	13,5%	12,1%	12,2%	12,9%	13,8%	14,7%		
المشاريع الجاهزة في إفريقيا	-	-	-	7	15	25	30	35	n.a	49,5%
ب % من رقم المعاملات الموطد	-	-	-	0,3%	0,6%	0,8%	0,9%	0,8%		
تعديلات التوظيف	-10	-16	-23	-	-	-	-	-	52,2%	n.a
رقم المعاملات الموطد	1 374	1 508	1 763	2 144	2 589	3 029	3 526	4 168	13,3%	18,1%
نسبة التعبير	-	9,8%	16,9%	21,6%	20,8%	17,0%	16,4%	18,2%		
الهامش الإجمالي	470	546	683	765	936	1 110	1 312	1 570	20,6%	19,7%
ب % من رقم المعاملات الموطد	34,2%	36,2%	38,7%	35,7%	36,2%	36,6%	37,2%	37,7%		

ملخص المنشور – دعوة المجموعة القابضة T2S للاكتتاب في أسهمها

23,5%	25,7%	1 007	814	675	555	434	388	276	246	الفائز الإجمالي للاستغلال
		24,2%	23,1%	22,3%	21,4%	20,2%	22,0%	18,3%	17,9%	ب % من رقم المعاملات الموطد
26,0%	62,6%	607	481	390	312	241	211	78	80	النتيجة الصافية الموطدة
		14,6%	13,6%	12,9%	12,0%	11,2%	12,0%	5,1%	5,8%	ب % من رقم المعاملات الموطد
-13,9%	-23,3%	46	39	33	134	84	26	35	44	الاستثمارات الصافية ¹¹ (CAPEX)
		1,1%	1,1%	1,1%	5,2%	3,9%	1,5%	2,3%	3,2%	ب % من رقم المعاملات الموطد
13,5%	-2,7%	1 095	956	839	750	659	484	601	511	الاحتياج إلى رأس المال العامل
		96 j	99 j	101 j	106 j	112 j	100 j	145 j	136 j	بالأيام من رقم المعاملات الموطد
10,5%	11,8%	2 507	2 200	1 970	1 800	1 684	1 442	1 225	1 153	الرساميل الذاتية
n.a	-36,2%	-229	-23	125	239	244	222	553	547	الاستدانة المالية الصافية*
		-10,1%	-1,1%	6,0%	11,7%	12,6%	13,4%	31,1%	32,2%	نسبة الاستدانة ((D+E)/D)
		-9,1%	-1,1%	6,3%	13,3%	14,5%	15,4%	45,1%	47,4%	الفارق (D/E)
n.a	n.a	300	250	220	195	-	-	-	-	أرباح السهم
		6,7%	5,5%	4,9%	4,3%	n.a	n.a	n.a	n.a	نسبة المردودية**

المصدر: المجموعة القابضة T2S

* الاستدانة المالية الصافية = الديون المالية + ديون القرض الإيجاري + خزينة الخصوم - خزينة الأصول - أسهم وقيم التوظيف - خزينة الأصول

** محسوب على أساس تقييم قبلي لعملية الزيادة في رأس المال بقيمة 4508 مليون درهم. ويتم احتساب معدل العائد كما يلي:

مردودية توزيعات الأرباح = توزيعات الأرباح / قيمة الأموال الذاتية

¹¹ الاستثمارات الصافية من تفويت الأصول الثابتة، وتغير الأصول المالية، والأصول الأخرى غير المتداولة، بالنسبة للسنوات المالية 2023 إلى 2025. كما أن مخطط الأعمال يعتمد فرضيات محافظة، ويستبعد عمليات سحب الاستثمارات المحتملة مستقبلاً.

تقييم بواسطة طريقة تحيين التدفقات المستقبلية

تقديم الطريقة

تقيس طريقة DCF قدرة الشركة على إحداث القيمة. وينتج هذا الإحداث عن الفرق بين مردودية الرساميل المستثمرة ومتطلبات مردودية المساهمين ومانحي الأموال.

وتمنح هذه الطريقة في التقييم رؤية ديناميكية لقيمة الشركة وتقوم على توقعات تدفقات الخزينة المتاحة التي يديرها الاستغلال، مع الأخذ بعين الاعتبار أهم العوامل التي تؤثر على قيمة الصل الاقتصادي للشركات. ويتم بعد ذلك تحيين هذه التدفقات للخزينة من خلال استعمال نسبة تراعي البنية المالية المستهدفة والمخاطر الضمنية.

تقدر قيمة الشركة (VE) إلى غاية 31 دجنبر 2025 ، التي تسمى أيضا قيمة الأصل الاقتصادي من خلال تحيين تدفقات الخزينة المتاحة التوقعية وتتضمن :

- القيمة المحينة لتدفقات الخزينة المتاحة في أفق صريح (الممتدة من فاتح يناير 2026^e إلى 31 دجنبر 2030^p) ؛ و
- القيمة النهائية التي تمثل قيمة المقابلة برسم أفق صريح. ويتم تحيينها بناء على طريقة Gordon Shapiro عبر تحيين إلى ما لا نهاية لتدفقات الخزينة المتاحة المعيارية :

$$Valeur Terminale = \frac{Flux\ normalif}{CMPC - g}$$

بحيث :

- التدفقات المعيارية : التدفقات المحسوبة بناء على مجاميع آخر تدفق متاح للخزينة في أفق مخطط الأعمال وعلى العناصر التالية :
- ✓ نسبة النمو إلى ما لا نهاية 2,0% مطبقة على رقم المعاملات المتوقع في 2030^p . توافق هذه النسبة مستوى التضخم لأمد طويل المتوقع من طرف صندوق النقد الدولي بالنسبة للمغرب (2,0% في أفق 2030¹²) ؛
- ✓ هامش الفائض الإجمالي للاستغلال يساوي نفس مستوى 2030^p (24,2 %) ؛
- ✓ الحفاظ على متطلبات التشغيل في 96 يوما من رقم المعاملات، أي بنسبة تساوي مستوى 2030^p ؛
- ✓ تقدير الاستثمارات (خارج القرض الإيجاري) المكيفة مع مخصصات الإهلاكات والمقدرة بنسبة 1,1% من رقم المعاملات المعيارية (الموافق للمستوى التوقعي 2030^p)

- بلوغ الكلفة المرجحة لرأس المال الثابت 10,28%
- g : نسبة النمو إلى ما لا نهاية محددة في 2,0% ؛

يتم حساب قيمة الأموال الذاتية حسب الطريقة التالية :

¹² المصدر : International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, أبريل 2026

$$V_{fp} = VE - EFN$$

بحيث :

- VE = قيمة الشركة في 31 دجنبر 2025
- EFN الاستدانة المالية الصافية إلى غاية 31 دجنبر 2025

حساب الكلفة المرجحة لرأس المال

تساوي نسبة التحيين الكلفة المرجحة لرأس المال. والتي تحتسب من خلال الطريقة التالية :

$$CMPC = C_{fp} \times \frac{E}{D + E} + C_d \times (1 - T) \times \frac{D}{D + E}$$

حيث :

- C_{fp} : كلفة الأموال الذاتية
 - E : قيمة الأموال الذاتية
 - D : قيمة الاستدانة الصافية مع gearing مستهدف لربح السهم يوافق $40,0\%^{13}$
 - C_d : كلفة استدانة السوق بنسبة $4,2\%$ قبل الضرائب 14
 - T : نسبة الضريبة على 15 ($30,44\%$) الموافق لنسبة فرض الضرائب الفعلية في أفق مخطط الأعمال.
- وعليه تبلغ كلفة الأموال الذاتية $13,22\%$. ويتم حسابها كما يلي :

$$C_{fp} = r_f + (\beta_e \times r_m) + rs$$

بحيث :

- r_f : نسبة بدون مخاطر (نسبة سندات الخزينة 10 سنوات في السوق الثانوية إلى غاية 29 يونيو 2026، أي $3,22\%$) ؛
- β_e : بيتا الاستدانة (أي $1,65$ على أساس بيتا غير الاستدانة في حدود $1,29^{16}$) ،
- R_m : علاوة مخاطر سوق الأسهم أي ($6,07\%^{17}$)
- rs : علاوة المخاطر الخاصة بنسبة 0%

تجدر الإشارة بأن المرور من بيتا غير الاستدانة إلى بيتا الاستدانة يتم عبر الطريقة التالية

¹³ تبلغ نسبة المديونية (Gearing) للمجموعة 40% ، وهو مستوى ينسجم مع نسبة المديونية المعيارية للمجموعة، ويتمشى مع المستوى التاريخي المسجل، حيث بلغ متوسط نسبة المديونية 36% خلال الفترة 2023-2025.

¹⁴ معدل أسعار الفائدة الجاري بها العمل (المبرمة بين المجموعة القابضة T2S وشركاتها التابعة .

¹⁵ يتم استبعاد مساهمة التضامن من نسبة فرض الضريبة على الرغم من إدراجها بشكل احترازي في توقعات 2026e-2030p ، باعتبار حلول أجل نهاية تطبيقها في 2028 (مع احتساب هذه السنة) ، وتم تجديد هذا التدبير في قانوني المالية 2023 و 2024 ويبقى حيز التنفيذ إلى غاية متم 2028 حسب قانون المالية 2026.

¹⁶ المصدر: معطيات منشورة من طرف Damodaran في يناير 2026 بالنسبة لقطاع «منتجات الرعاية الصحية» (الأسواق الناشئة).

¹⁷ متوسط علاوات المخاطر ل CFG Research (المقدّر ب $5,0\%$) والمحصل عليه بطريقة توقعية (الصادر في يونيو 2026، و BMCE Capital Research (المقدّر ب $6,5\%$) والمحصل عليه بطريقة إحصائية (الصادر في فبراير 2025 و التجاري غلوبال للأبحاث (المقدّر ب $6,7\%$) والمحصل عليه بطريقة إحصائية (الصادر في أكتوبر 2025.

$$\beta_e = \beta_d \times [1 + (1 - T) \times G]$$

بحيث :

- β_e : بيتا الاستدانة
- β_d : بيتا غير الاستدانة
- T : نسبة الضريبة على الشركات
- G : Gearing المستهدف (الاستدانة الصافية / الأموال الذاتية) ، أي 40,0%

وهكذا، على أساس العناصر المبينة أعلاه ، بلغت الكلفة المتوسطة المرجحة للرأسمال المعتمدة بالنسبة للمجموعة القابضة T2S 10,28%.

الكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال للمجموعة القابضة T2S	
نسبة بدون مخاطر – سندات الخزينة لعشر سنوات بتاريخ 29/06/2026	3,22%
علاوة مخاطر السوق	6,07%
نسبة الضريبة على الشركات	30,44%
بيتا غير الاستدانة	1,29
بيتا الاستدانة	1,65
المستهدف (مضاعف الربحية) Gearing	40,00%
علاوة المخاطر الخاصة	-
كلفة الأموال الذاتية	13,22%
كلفة الدين قبل الضريبة على الشركات (%)	4,20%
نسبة الضريبة على الشركات (%)	30,44%
كلفة الدين	2,92%
الكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال	10,28%

نتيجة طريقة DCF

بملايين الدراهم	2026e	2027p	2028p	2029p	2030p	تدفقات معيارية
الفائض الإجمالي للاستغلال	434	555	675	814	1007	1028
الضريبة النظرية على الشركات على نتيجة الاستغلال	-107	-151	-185	-224	-279	-299
تغير متطلبات التشغيل	-175	-91	-89	-117	-139	-22
الاستثمارات	-84	-134	-33	-39	-46	-47
تدفقات الخزينة المتاحة	68	179	368	433	544	660
القيمة النهائية	7979					
FCFF المحينة¹⁸	65	155	288	308	350	5137
مجموع FCFF المحينة	1 165					
2026e - 2030p	5 137					
القيمة النهائية المحينة	6 302					
قيمة الشركة	6 302					
- الدين الصافي التوقعي إلى غاية 31 دجنبر 2025	-222					
قيمة الأموال الذاتية	6 080					
قيمة الأموال الذاتية للدرهم حسب السهم (على أساس القيمة الاسمية البالغة 50 درهم)	301					

التدفقات النقدية الحرة = الفائض الإجمالي للاستغلال + الضريبة النظرية على نتيجة الاستغلال + تغير الاحتياج في رأس المال العامل + الاستثمارات.

¹⁸ تم تحيين تدفقات الخزينة في منتصف السنة لتمثيل التوزيع المستمر لهذه التدفقات طيلة السنة. وتعتبر هذه المقاربة المعروفة باسم مقاربة التحيين "mid-year" اتفاقية دولية معتمدة على نطاق واسع. وتتيح تقدير قيمة تدفقات الخزينة مع مراعاة أنها لا تتم إلا مع نهاية السنة، مما يقلص التحيين.

وبالاعتماد على معدل خصم قدره 10,28% ومعدل نمو نهائي قدره 2,0%، تبلغ قيمة حقوق المساهمين لمجموعة T2S Group Holding ما قدره 6.080 مليون درهم، أي ما يعادل قيمة قدرها 301 درهم للسهم الواحد، وذلك على أساس قيمة اسمية للسهم تبلغ 50 درهما.

يعرض الجدول التالي تحليل حساسية السعر حسب السهم لمجموعة T2S (بملايين الدراهم) حسب الكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال ونسبة النمو إلى ما لا نهاية.

نسبة النمو إلى ما لا نهائية	الكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال					
		9,28%	9,78%	10,28%	10,78%	11,28%
	1,50%	6 691	6 220	5 803	5 432	5 100
	1,75%	6 871	6 375	5 937	5 549	5 203
	2,00%	7 064	6 540	6 080	5 673	5 311
	2,25%	7 270	6 716	6 231	5 805	5 426
	2,50%	7 492	6 904	6 393	5 944	5 547

يعرض الجدول التالي تحليل حساسية السعر حسب السهم لمجموعة T2S (بالدرهم حسب السهم) بناء على قيمة إسيمة قدرها 50 درهم وفق الكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال ونسبة النمو إلى ما لا نهاية.

نسبة النمو إلى ما لا نهائية	الكلفة المتوسطة المرجحة لرأس المال					
		9,28%	9,78%	10,28%	10,78%	11,28%
	1,50%	331	308	287	269	252
	1,75%	340	315	294	275	257
	2,00%	349	324	301	281	263
	2,25%	360	332	308	287	268
	2,50%	371	342	316	294	274

التقييم وفقا لمنهجية المقارنات البورصية (معروض لأغراض إرشادية فقط)

عرض المنهجية

تجدر الإشارة إلى أن منهجية التقييم بالاعتماد على المقارنات في البورصة معروضة لأغراض إرشادية فقط، وذلك بالنظر إلى (i) مستوى نمو المجموعة، (ii) حجمها، و (iii) صعوبة تحديد عينة ذات دلالة من الشركات المدرجة المماثلة.

على المستوى الوطني، تعد **Vicenne** الشركة الوحيدة المدرجة التي تنشط في مجال توزيع التجهيزات والمستلزمات الطبية.

وبالتالي، تم توسيع عينة الشركات «المقارنة» مع T2S Group Holding لتشمل شركات مماثلة دولية. وقد استند اختيار الشركات المدرجة ضمن العينة إلى مجموعة من المعايير، أهمها:

▪ القطاع: توفير التجهيزات الطبية، والمواد الاستهلاكية، والأجهزة الطبية القابلة للزرع، والخدمات المرتبطة بها؛

▪ الحجم: تتراوح القيمة السوقية للشركات المختارة بين 400 مليون دولار أمريكي و 3.200 مليون دولار أمريكي؛

■ النطاق الجغرافي: إفريقيا، وآسيا، وأوروبا؛

■ رقم المعاملات: شركات يتجاوز رقم معاملاتها 100 مليون دولار أمريكي سنة 2025، مع نمو في رقم المعاملات خلال سنة 2025 يتراوح بين 10% و30%، بما يتماشى مع نمو مجموعة T2S البالغ 17%؛

■ توفر المعطيات المستقبلية التي تتيح إجراء تقييم بالاعتماد على المؤشرات المالية المتوقعة لسنتي 2026e و2027p.

وأخيرًا، تم اعتماد مضاعفي التقييم قيمة المؤسسة/الفائض الإجمالي للاستغلال (VE/EBE) و السعر/النتيجة (P/E) لتقييم الشركة.

وتجدر الإشارة إلى أنه باستثناء Vicenne، لم يتم تحديد أي شركة مدرجة مماثلة ضمن منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا.

يقدم الجدول أدناه عينة الشركات المختارة.

الشركة	الدولة	الرسملة في البورصة 3 أشهر إلى غاية 25 يونيو 2026 بملايين الدولار الأمريكي ()	EV (بملايين الدولار الأمريكي)	CA 2025 (بملايين الدولار الأمريكي)	Var. CA 24 - 25 %	EV/EBE		P/E	
						2026e	2027p	2026e	2027p
Vicenne	المغرب	449	409	116	+30%	14,4x	13,0x	28,3x	27,6x
Entero	الهند	552	600	603	+27%	19,9x	11,1x	34,9x	19,6x
Healthcare Solutions									
AddLife AB	السويد	1 978	2 404	1 068	+10%	12,8x	11,7x	24,5x	21,4x
Asker	السويد	3 131	3 668	1 717	+21%	14,3x	12,8x	25,3x	21,8x
Healthcare Group									
Uniphar plc	إيرلندا	1 308	1 694	3 476	+16%	10,0x	9,0x	16,7x	15,4x
المتوسط						14,3x	11,5x	25,9x	21,2x
الوسيط						14,3x	11,7x	25,3x	21,4x

المصدر: Capital IQ

على أساس المعاملات المرجعية المبينة أعلاه، في ما يلي تقييم مجموعة T2S بواسطة طريقة المقارنات في البورصة :

التقييم حسب المضاعف EV/EBE

بملايين الدراهم	2027p	2026e	المتوسط 2026e-2027p
مضاعف VE/EBE	11,5x	14,3x	
EBE الموطد	555	434	
قيمة الشركة	6 398	6 191	
- الدين الصافي إلى غاية 31 دجنبر 2025	-222	-222	
- شراء Cyclopharma (45%)	-102	-102	
قيمة الأموال الذاتية	6 074	5 866	5 970
الدهرم/السهم ¹⁹	300	290	295

التقييم حسب المضاعف P/E

بملايين الدراهم	2027p	2026e	المتوسط 2026e-2027p
متوسط P/E لعينة المقارنات المعتمدة	21,2x	25,9x	
النتيجة الصافية حصة المجموعة الموطدة	312	241	
قيمة الأموال الذاتية	6 591	6 255	6 423
الدهرم/السهم ²⁰	326	309	318

ملخص طرق التقييم المعتمدة

يبين الجدول أدناه مستوى خفض/علاوة سعر اكتتاب الأسهم موضوع هذه العملية (أي 223 درهم للسهم مع احتساب علاوة الإصدار) مقارنة مع القيمة حسب السهم الناتجة عن طريقي التقييم المقدمتين:

¹⁹ القيمة الاسمية 50 درهم

²⁰ القيمة الاسمية 50 درهم

المقارنات في البورصة P/E 2026 ^e - متوسط 2027 ^p (	المقارنات في البورصة EV/EBE (متوسط 2026 ^e -2027 ^p)	DCF	الملخص (بملايين الدراهم، عدا إذا تمت الإشارة على غيرها)
6 423	5 970	6 080	قيمة الأموال الذاتية
318	295	301	بالدرهم / السهم
	223,0		سعر الاكتتاب () الدرهم/السهم)
-29,8%	-24,5%	-25,9%	خفض (-) / علاوة (+) مقارنة مع سعر الاكتتاب

على أساس السعر المعتمد البالغ 223 درهم للسهم، الموافق لتقييم الأموال الذاتية البالغ 4508 مليون درهم، نستنتج مضاعفات التقييم كما يلي:

ملخص عمليات التقييم	2025	2026 e	2027 ^p	المتوسط 2026 ^e -2027 ^p
EV/EBE الناتج	12,4x	11,1x	8,7x	9,9x
P/E الناتج	22,0x	18,7x	14,5x	16,6x

١١١. أهداف العملية

تتيح العملية، بالنظر إلى حجم الشركة وآفاق تطورها، تحقيق الأهداف الرئيسية التالية:

- اغتنام فرص الاستثمار والنمو (الداخلي والخارجي) من أجل (i) تعزيز مكانة الشركة ضمن قطاعات أنشطتها الحالية و (ii) تطوير أنشطة جديدة ومكملة؛
- تعزيز شهرة الشركة وتقوية قريتها من مختلف الأطراف، ولا سيما شركائها والعموم؛
- تسهيل اللجوء إلى التمويلات الخارجية من خلال الولوج المباشر إلى الأسواق المالية؛
- تحسين الهيكلية المالية للشركة؛ و
- تمكين مساهميها من توفير السيولة.

١٧. الجدول الزمني للعملية

في ما يلي الجدول الزمني للعملية :

الترتيب	المراحل	التاريخ
1	تأشيرة الهيئة المغربية لأسواق الرساميل على المنشور	06/07/2026
2	إصدار المنشور على موقع المصدر	06/07/2026
3	نشر بورصة الدار البيضاء للإشعار المتعلق بالعملية	06/07/2026
4	نشر بلاغ صحفي من طرف المصدر في صحيفة للإعلانات القانونية	06/07/2026
5	فتح فترة الاكتتاب	13/07/2026
6	إغلاق فترة الاكتتاب على الساعة الثالثة والنصف	17/07/2026
7	توصل بورصة الدار البيضاء بالاكتتابات قبل السادسة والنصف	17/07/2026
8	مركزة وتجميع الاكتتابات من طرف بورصة الدار البيضاء	20/07/2026
9	معالجة المرفوضات من طرف بورصة الدار البيضاء	21/07/2026
10	تخصيص الاكتتابات وتسليم بورصة الدار البيضاء لقائمة الاكتتابات لفائدة المصدر تسليم بورصة الدار البيضاء للتخصيصات حسب ماسكي الحسابات لفائدة CFG Marchés قبل الثانية عشرة زوالا. تسليم بورصة الدار البيضاء لتخصيصات السندات لفائدة أعضاء نقابة التوظيف قبل الثانية عشرة زوالا.	22/07/2026
11	انعقاد اجتماع هيئة المصدر التي من شأنها معاينة الإنجاز النهائي للعملية	23/07/2026
12	توصل بورصة الدار البيضاء بمحضر المصدر الذي عاين إنجاز العملية قبل الثانية عشرة زوالا.	23/07/2026
13	أول إدراج وتسجيل العملية في البورصة نشر بورصة الدار البيضاء لنتائج العملية	27/07/2026
14	نشر نتائج العملية في صحيفة للإعلانات القانونية وعلى الموقع الإلكتروني للمصدر.	29/07/2026
15	التسديد/التسليم	31/07/2026

القسم الثاني : تقديم المجموعة القابضة T2S

١. معلومات عامة

اسم الشركة	المجموعة القابضة T2S ²¹
المقر الرئيسي	84، المنطقة الصناعية أولاد صالح، 20180، الدار البيضاء، المغرب
الهاتف	+212 5 22 59 28 28
الموقع الإلكتروني	https://t2s.group/
الشكل القانوني	شركة مساهمة
تاريخ التأسيس	22/09/2021
مدة الحياة	99 سنة
رقم ومكان السجل التجاري	518 735 الدار البيضاء
السنة المالية للشركة	من فاتح يناير إلى 31 دجنبر
غرض الشركة	وفقا للمادة 3 من النظام الأساسي لشركة T2S Group Holding ، يتمثل غرض الشركة فيما يلي: ■ جميع العمليات المرتبطة بشكل مباشر أو غير مباشر باقتناء حصص مساهمة، أو الاكتتاب، أو شراء أو مبادلة، بأي شكل من الأشكال، لسندات رأس المال، أو الأصول التجارية، أو الأصول المادية أو غير المادية، أو غيرها من الأموال المنقولة أو العقارات، مهما كانت طبيعتها، أو السندات كيفما كان شكلها، في أي شركة أو مؤسسة، وذلك في أي مجال أو قطاع نشاط كان؛ ■ جميع العمليات المرتبطة بشكل مباشر أو غير مباشر بإدارة، وتسيير، ومراقبة، والإشراف على و/أو تطوير المساهمات والشركات والمؤسسات والأصول التجارية والأصول المادية أو غير المادية أو غيرها من الأموال المنقولة أو العقارات المشار إليها أعلاه، وكذا عمليات التفويت أو المساهمة أو النقل، بأي طريقة كانت، لكل أو جزء من هذه الأسهم أو المساهمات أو الشركات أو المؤسسات أو الأصول التجارية أو الأصول المادية أو غير المادية أو غيرها من الأموال المنقولة أو العقارات المشار إليها أعلاه؛ ■ توفير التمويلات الضرورية لإنجاز العمليات المشار إليها أعلاه؛ ■ الاكتتاب في جميع القروض ومنح جميع الضمانات اللازمة لتأمين سداد هذه القروض؛ ■ جميع العمليات المرتبطة بشكل مباشر أو غير مباشر بالاستشارة، والمساعدة، وتنفيذ مختلف الخدمات، مهما كانت طبيعتها، لفائدة أي مساهمات أو شركات أو مؤسسات أو أصول تجارية أو أي كيانات أو هياكل أخرى المشار إليها أعلاه، أو في أي مجال أو قطاع نشاط كان. ويمكن للشركة، بصفة خاصة، استخدام أموالها في جميع العمليات المرتبطة بشكل مباشر أو غير مباشر بالعمليات المشار إليها أعلاه، وفي هذا الإطار، منح مختلف أشكال المساهمات أو القروض أو التسبيقات أو الضمانات.

²¹ تأسست الشركة تحت تسمية SPV Rayon Holdings. وقد قررت الجمعية العامة غير العادية المنعقدة بتاريخ 23 شتنبر 2024 تغيير التسمية الاجتماعية للشركة، حيث أصبحت، ابتداء من هذا التاريخ، تحمل اسم T2S Group Holding

كما يمكنها القيام بجميع العمليات المتعلقة بالأموال المنقولة أو العقارات، التجارية أو الصناعية أو المالية، المرتبطة بشكل مباشر أو غير مباشر بهذا الغرض أو التي من شأنها تسهيل إنجازه.

ويجوز للشركة أن تمارس هذه الأنشطة بشكل مباشر أو غير مباشر، وأن تنجز جميع هذه العمليات لحسابها الخاص أو لحساب الغير، سواء بشكل منفرد أو في إطار مساهمة أو شراكة أو تجمع أو شركة مع أي أشخاص أو شركات أخرى، وأن تقوم بتنفيذها وإنجازها بأي شكل من الأشكال.

400 1 010 783 400 درهم، مقسم على 10 107 834 سهما بقيمة اسمية قدرها 100 درهم للسهم الواحد.

يمكن الاطلاع على وثائق الشركة لا سيما النظام الأساسي ومحاضر الجمعيات العامة وتقارير مراقبي الحسابات بالمقر الرئيسي للشركة.

رأسمال الشركة إلى غاية 30 يونيو 2026

الوثائق القانونية

تخضع الشركة بحكم شكلها القانوني لمقتضيات القانون رقم 95-17 بتنفيذ ظهير شريف رقم 124-96-1 صادر في 30 غشت 1996 المتعلق بشركات المساهمة، كما تم تعديله وتتميمه

وبحكم إدراجها المستقبلي في البورصة، تخضع الشركة لما يلي :

- القانون رقم 12-44 المتعلق بدعوة الجمهور إلى الاكتتاب و بالمعلومات المطلوبة إلى الأشخاص المعنوية والهيئات التي تدعو الجمهور إلى الاكتتاب في أسهمها أو سنداتها ؛
 - القانون رقم 43/12 المتعلق بالهيئة المغربية لسوق الرساميل ؛
 - النظام العام للهيئة المغربية لسوق الرساميل كما تم اعتماده بقرار من وزير الاقتصاد والمالية رقم 16-2169 بتاريخ 14 يوليوز 2016؛
 - دوريات الهيئة المغربية لسوق الرساميل ؛
 - القانون رقم 35.96 المتعلق بإحداث وديع مركزي وتأسيس نظام عام لقيد بعض القيم في الحساب، كما وقع تعديله وتتميمه بالقانون رقم 02-43 ؛
 - النظام العام للوديع المركزي المصدق عليه بواسطة قرار وزير الاقتصاد والمالية رقم 98-932 صادر في 16 أبريل 1998 ومعدل بواسطة قرار وزير الخوصصة والسياحة رقم 01-1961 صادر في 30 أكتوبر 2001 والقرار رقم 05-77 بتاريخ 17 مارس 2005؛
 - القانون رقم 14-19 المتعلق ببورصة القيم بالدار البيضاء وبشركات البورصة والمرشدين في الاستثمار المالي ؛
 - النظام العام لبورصة القيم المصادق عليه بقرار وزير الاقتصاد والمالية رقم 19-2208 الصادر في 3 يوليوز 2019 ؛
 - القانون رقم 03-26 المتعلق بالعروض العمومية في سوق البورصة المغربية كما تم تعديله وتتميمه بموجب القانون رقم 06-46.
- بحكم نشاطها، تخضع المجموعة القابضة T2S للقانون المغربي. وتعتبر م شركة قابضة للمساهمة على شكل شركة مساهمة. وتخضع الشركة للنصوص القانونية والتنظيمية لشركة المساهمة. وتخضع الشركات التشغيلية التابعة للمجموعة في بعض الحالات لقوانين تشريعية وتنظيمية خاصة ببعض أنشطتها (بعده) .

النصوص التشريعية والقانونية المطبقة على الشركة

وبالنسبة لنشاط توزيع التجهيزات والتدابير الطبية الذي يهيم الشركات التابعة T2S و IM Alliance :

- القانون رقم 12-84 المتعلق بالمستلزمات الطبية
- القانون رقم 08-11 المتعلق بالكواشف المستعملة لأغراض التشخيص في المختبر
- القانون رقم 09-24 المتعلق بسلامة المنتجات والخدمات
- القانون رقم 12-142 المتعلق بالأمن والسلامة في المجالين النووي والإشعاعي
- القانون الإطار رقم 22-06 المتعلق بالنظام الوطني للصحة
-
- المرسوم رقم 607-14-2 بتطبيق القانون رقم 12-84 المتعلق بالمستلزمات الطبية
- المرسوم رقم 562-14-2 المتعلق بالتجهيزات الصحية الخاضعة لترخيص
- المرسوم رقم 30-97-2 المتعلق بالحماية من الإشعاعات المؤينة
- القرار رقم 15-2853 الصادر في 4 غشت 2015 الذي يحدد نموذج تصريح مؤسسات صنع واستيراد وتصدير وتوزيع وصيانة المستلزمات الطبية و الملف المرافق
- القرار رقم 15-2855 الصادر في 4 غشت 2015 المتعلق بتسجيل وإشهار المستلزمات الطبية والذي يحدد شروط ومسطرة منح الترخيص الخاص للمستلزمات الطبية غير الخاضعة لواجب التسجيل
- القرار رقم 15-2856 الصادر في 4 غشت 2015 الذي يحدد قواعد تصنيف المستلزمات الطبية والمقتضيات الأساسية لجودة وأمان وأداء المستلزمات الطبية وقواعد الممارسات الجيدة لصنع ونقل وتخزين وتوزيع وتقييم أداء المستلزمات الطبية ونماذج تقرير التفتيش ومحضر عقد المخالفات.
- الدورية رقم 7 الصادرة بتاريخ 19 فبراير 1997 حول اللجنة الاستشارية لتسجيل المستلزمات الطبية
- الدورية رقم DMP 196 المتعلقة بإيقاف تسويق ومنع بيع موازين الحرارة بالزئبق
- دوريات وزارة الصحة المتعلقة باستيراد وطرح المنتجات الطبية في السوق
- نظام AMSSNuR
- معايير الصيانة (تعليمات وزارة الصحة)
- التزامات اليقظة الخاصة بالأجهزة الطبية (القانون رقم 12-84)
- وبالنسبة لنشاط تصميم وتنفيذ حلول وأنظمة للرقمنة خاصة بالقطاع الصحي والتي تهيم الشركة التابعة Binarios :
- القانون رقم 08-09 المتعلق بحماية الأشخاص الذاتيين تجاه معالجة المعطيات ذات الطابع الشخصي ؛
- القانون رقم 20-05 المتعلق بالأمن السيبراني.

فيما يتعلق بنشاط إنتاج وتوزيع مواد التباين المحتوية على اليود والغادولينيوم، الذي تزاوله شركة Cyclopharma التابعة للمجموعة، يخضع هذا النشاط، على الخصوص، للنصوص القانونية والتنظيمية التالية:

- القانون رقم 12-142 المتعلق بالأمن والسلامة النووية والإشعاعية؛ - القانون رقم 04-17 بمثابة مدونة الدواء الصيدلة؛ - المرسوم رقم 1064-07-2 المتعلق بمزاولة مهنة الصيدلة؛ - المرسوم رقم 1064-07-2 المحدد لشروط تشغيل المؤسسات الصيدلانية، بما في ذلك الامتثال لممارسات التصنيع الجيدة .	
تخضع شركة T2S Group Holding لأحكام النظام الضريبي العام. وهي خاضعة للضريبة على الشركات وفق المعدلات المعمول بها. ويخضع صافي الربح الضريبي للضريبة بنسبة 20% بالنسبة للشريحة التي تقل عن أو تساوي 100 مليون درهم، وبنسبة 35% بالنسبة للجزء الذي يتجاوز 100 مليون درهم. كما تخضع عملياتها للضريبة على القيمة المضافة بنسبة 20%.	النظام الجبائي
المحكمة التجارية للدار البيضاء	المحكمة المختصة في حالة نزاع

المصدر: المجموعة القابضة T2S

١١. وصف نشاط المجموعة القابضة T2S

تعد مجموعة T2S فاعلا مرجعيا مغربيا في مجال التكنولوجيا الطبية المتكاملة. واستنادا إلى خبرة تمتد لأكثر من 30 سنة عبر شركاتها التابعة، ولا سيما شركة Techniques Sciences Santé التي تأسست سنة 1992، تخصص المجموعة في توزيع وتركيب وصيانة التجهيزات والحلول والخدمات ذات المحتوى التكنولوجي العالي الموجهة لمهنيي قطاع الصحة بالمغرب وإفريقيا. ويتمثل هدفها في مواكبة مختلف مراحل المسار العلاجي المعتمد على التكنولوجيا، بدءا من التشخيص الأولي وصولا إلى العلاج، ومن توفير التجهيزات الجديدة إلى صيانتها طوال دورة حياتها.

وتعد المجموعة من بين أبرز مزودي مؤسسات الرعاية الصحية بالمغرب، سواء لفائدة المؤسسات الخاصة (المجموعات الاستشفائية الخاصة المنظمة، والعيادات الطبية، ومختبرات التحاليل البيولوجية، والممارسين المستقلين)، أو المؤسسات العمومية (لا سيما المستشفيات العمومية، والمراكز الاستشفائية الجامعية، والمستشفيات العسكرية)، بالإضافة إلى فاعلين آخرين، من بينهم الموزعون الناشطون أساسا بإفريقيا جنوب الصحراء، والمؤسسات العمومية، ولا سيما وزارات الصحة بعدد من البلدان الإفريقية والمستشفيات العسكرية وغيرها.

وتتميز المجموعة بتموقع قوي في قطاعات ذات قيمة مضافة مرتفعة، وتزاول أنشطتها من خلال سبعة قطاعات موزعة على خمس شركات قانونية، تتكامل فيما بينها بشكل كامل، وتشمل مجالات المنتجات الصحية التالية:

- **الأشعة والأورام (قطاع RADONCO) :** تجهيزات متطورة للتصوير الطبي والعلاج الإشعاعي، تشمل أجهزة التصوير المقطعي، والتصوير بالرنين المغناطيسي، والأشعة التقليدية، وتصوير الثدي، والطب النووي، ومسرعات العلاج الإشعاعي، وروبوتات العلاج الإشعاعي، وغيرها؛
- **حلول غرف العمليات والرعاية الاستشفائية (قطاع ORAS) :** تجهيزات غرف العمليات، ووحدات العناية المركزة، وأنظمة التخدير، والتعقيم، والملاحة الجراحية، والتصوير بالموجات فوق الصوتية، وغيرها؛
- **الأجهزة الطبية (قطاع MD) :** روبوتات الجراحة، وتجهيزات الجراحة طفيفة التوغل والمنظار، والأجهزة القابلة للزرع، والمواد الاستهلاكية المخصصة للإجراءات التشخيصية والعلاجية في مجالات أمراض القلب، والأشعة، والأورام، والتنظير الهضمي، والمسالك البولية، وغيرها؛
- **أجهزة المختبرات (قطاع IVD و PHARMA) :** أجهزة التشخيص المخبري خارج الجسم، بما في ذلك التجهيزات والكواشف المخبرية، إضافة إلى حلول البيولوجيا الجزيئية؛
- **كواشف المختبرات (قطاع PHARMA) :** المنتجات الصيدلانية الإشعاعية، بما في ذلك المتتبعات الإشعاعية الخاصة بتصوير PET، ومواد التباين، ومنتجات الطب النووي؛
- **الأنظمة الرقمية (قطاع DS) :** الحلول المعلوماتية الموجهة للمؤسسات الاستشفائية والصيدلية، مثل أنظمة معلومات المستشفيات (HIS)، وأنظمة معلومات المختبرات (LIS)، وأنظمة أرشفة الصور الطبية والاتصال بها (PACS)، وغيرها؛
- **خدمات ما بعد البيع (قطاع SAV) :** خدمات تركيب وصيانة ودعم التجهيزات الطبية الحساسة.

ولتلبية احتياجات السوق، ترتبط المجموعة بعقود وشراكات متعددة السنوات مع عدد من أبرز المصنعين العالميين (Tier 1²²) في مجال التكنولوجيا الطبية، من بينهم GE HealthCare و BioMérieux و Accuray و BrainLab و LivaNova و Boston Scientific وغيرها. وتستفيد بعض هذه العلاقات من اتفاقيات توزيع حصرية أو شبه حصرية لفائدة شركات المجموعة بالمغرب. وترد الخصائص الرئيسية لهذه الشراكات في القسم IX.4 سياسة الشراكات.

ومن أجل ضمان المواكبة التقنية لزيائها، تتوفر المجموعة على أقسام متخصصة تضم مهندسين وتقنيين مؤهلين، يتولون تصميم المشاريع، وتركيب التجهيزات، ووضعها حيز الخدمة، وصيانتها، فضلاً عن تكوين المستخدمين ومواكبتهم. كما تساهم هذه الفرق في تتبع التطورات التكنولوجية في مختلف مجالات نشاط المجموعة.

وعلاوة على ذلك، تواصل المجموعة تطوير أنشطتها تدريجياً بإفريقيا جنوب الصحراء، من خلال اتفاقيات توزيع وشركات تغطي عدة بلدان بغرب ووسط إفريقيا.

وإلى غاية 30 يونيو 2026، كانت مجموعة T2S تضم:

- أكثر من 400 متعاون، من بينهم أكثر من 100 مهندس وتقني؛
- محفظة متنوعة تضم أكثر من 8.000 منتج وخدمة؛
- أكثر من 1.500 زبون تمت خدمتهم منذ تأسيس المجموعة؛
- قدرة تخزين تفوق 3.000 متر مربع بالمغرب؛
- وحدة لإنتاج السيكلوترون بمدينة الدار البيضاء.

قطاعات نشاط المجموعة

تنشط مجموعة T2S في عدة قطاعات ضمن أسواق التجهيزات الطبية والمواد الاستهلاكية الطبية.

Business Unit	RADONCO <i>Solutions de Radiologie et d'Oncologie</i>	ORAS <i>Solutions pour bloc opératoire et soins ambulatoires</i>	Dispositifs médicaux	IVD <i>Diagnostic In vitro</i>	Pharma	Systèmes digitaux	SAV
Offre de produits et de services	- Scanner - IRM - Radiologie conventionnelle - Mammographie - Cardiologie - Médecine nucléaire - Oncologie	- Echographie - Optique - Chirurgie	- Cardiologie - Consommables de radiologie - Instrument & réactifs - Endoscopie - Chirurgie MIS - Chirurgie robotique	- Équipements IVD - Instruments de diagnostic IVD - Réactifs IVD - Biologie moléculaire	- Produits de contraste - Médecine nucléaire	- Solutions numériques pour pharmacie - Système d'information pour hôpitaux et laboratoires - Système d'archivage et de communication d'images	- Installation - Maintenance - Upgrade - Formation
	 	   	   	 	 	  	    
Chiffre d'affaires 2025 ¹	501 mMAD	270 mMAD	317 mMAD	226 mMAD	143 mMAD	91 mMAD	238 mMAD



المصدر: المجموعة القابضة T2S

*لا تشمل التعديلات المرتبطة بالحسابات المالية المجمعة لسنة 2025.

**تمثل نسبة الإيرادات المتولدة بصفة منتظمة ومتوقعة على مدى الزمن.

تتولى الشركة التابعة T2S مزاولة قطاعات الأنشطة RADONCO و ORAS و MD و SAV.

وتتولى الشركة التابعة IM Alliance مزاولة قطاعي الأنشطة MD و IVD.

في حين تتولى الشركة التابعة Cyclopharma مزاولة قطاع النشاط PHARMA.

ملخص المنشور – دعوة المجموعة القابضة T2S للاكتتاب في أسهمها

II.1 تقديم نشاط المجموعة حسب قطاعات النشاط

II.1.1 RADONCO (الأشعة وعلاج الأورام والتجهيزات الطبية عالية التقنية)

تقديم

من خلال شركتها التابعة T2S، تنشط المجموعة في مجال توفير حلول الأشعة وعلاج الأورام الموجهة لمهنيي قطاع الصحة.

ويشمل قطاع RADONCO عدة فئات من التجهيزات، من بينها:

- التصوير التشخيصي: تجهيزات تتيح إنتاج صور لجسم الإنسان لأغراض التشخيص أو المتابعة الطبية، مثل أجهزة التصوير بالرنين المغناطيسي، والتصوير المقطعي، والطب النووي، وغيرها؛
- الأشعة التشخيصية: حلول للتصوير الطبي تستعمل في الفحص والكشف عن الأمراض؛
- العلاج الإشعاعي: تجهيزات مخصصة لعلاج السرطان بواسطة الإشعاع الموجه.

ويستهدف قطاع RADONCO المستشفيات، والمصحات، ومراكز التصوير الطبي، ومراكز علاج الأورام، ومراكز الطب النووي، من خلال تقديم خدمات تشمل تصميم المشاريع، وتركيب التجهيزات، ووضعها حيز الخدمة، وصيانتها، إلى جانب تكوين المستخدمين.

وترتكز هذه الأنشطة أساسًا على تسويق الأنظمة الطبية في إطار مشاريع منفردة تتميز بدورات استغلال طويلة الأمد، تتراوح عادة بين ثماني وعشر سنوات، وتستكمل بإيرادات خدمات، ولا سيما تلك الناتجة عن عقود الصيانة وتوريد قطع الغيار.

وتستند المجموعة في هذا النشاط إلى تنوع محفظة تجهيزاتها، وخبرتها التقنية الداخلية المعترف بها، وجودة خدمات ما بعد البيع، مع تسويق هذه التجهيزات في إطار شراكات استراتيجية مع كبار المصنعين العالميين، من بينهم GE و HealthCare و Accuray.

توزيع رقم معاملات «RADONCO» حسب السوق خلال الفترة 2023-2025

بملايين الدراهم	2023	2024	2025	TCAM 23-25
خاص	349	285	355	1,0%
ب% من رقم المعاملات	79,8%	72,9%	70,9%	
عمومي	73	71	71	-1,8%
ب% من رقم المعاملات	16,8%	18,1%	14,1%	
إفريقيا	15	35	75	>100%
ب% من رقم المعاملات	3,4%	9,0%	15,0%	
رقم معاملات RADONCO	437	391	501	7,1%

المصدر: المجموعة القابضة T2S

تقديم

من خلال شركتها التابعة T2S، تنشط المجموعة في توزيع حلول غرف العمليات والجراحة المتنقلة الموجهة لمهنيي قطاع الصحة، ولا سيما المؤسسات الاستشفائية، وأقسام غرف العمليات، ووحدات العناية المركزة.

ويشمل قطاع ORAS عدة فئات من التجهيزات، من بينها:

- التصوير بالموجات فوق الصوتية: حلول للتصوير الطبي تستخدم لأغراض التشخيص والمساعدة في توجيه الإجراءات الطبية؛
- البصرات الطبية: تجهيزات مخصصة للمراقبة البصرية أثناء التدخلات الجراحية؛
- الملاحظة العصبية: حلول تكنولوجية تساعد خلال العمليات الجراحية؛
- تجهيزات غرف العمليات والعناية المركزة: تجهيزات موجهة لقاعات العمليات، ووحدات العناية المركزة، والمصالح الاستشفائية المتخصصة.

ويقدم قطاع ORAS حلولاً متكاملة تشمل اختيار التكنولوجيا المناسبة، ودمج التجهيزات، وتركيبها وتأهيلها، إضافة إلى صيانتها وتكوين المستخدمين. وتتميز التجهيزات المسوقة بدورة حياة متوسطة تناهز خمس سنوات، مع توفر سوق مهم لتجديد هذه التجهيزات.

وتقوم المجموعة بتوزيع هذه التجهيزات في إطار شراكات مع عدد من المصنعين الدوليين، من بينهم GE HealthCare وBrainlab وZEISS، مستندة إلى قدرتها على دمج حلول متعددة العلامات التجارية، ودعمها التقني، وحضورها الميداني القوي، وسرعة استجابة خدمات ما بعد البيع.

توزيع رقم معاملات «ORAS» حسب السوق خلال الفترة 2023-2025

TCAM 23-25	2025	2024	2023	بملايين الدراهم
6,1%	180	160	160	خاص
	66,9%	71,3%	80,0%	ب% من رقم المعاملات
50,3%	75	61	33	عمومي
	27,9%	27,4%	16,7%	ب% من رقم المعاملات
45,7%	14	3	7	إفريقيا
	5,2%	1,3%	3,3%	ب% من رقم المعاملات
16,1%	270	224	200	رقم معاملات ORAS

المصدر: المجموعة القابضة T2S

II.1.3 المستلزمات الطبية

تقديم

من خلال شركتيها التابعتين T2S وIM Alliance، تنشط مجموعة T2S في توزيع الأجهزة الطبية الموجهة لمؤسسات الرعاية الصحية.

ويشمل قطاع الأجهزة الطبية عدة فئات من التجهيزات، من بينها:

- الأدوات الجراحية، والروبوتات الجراحية، والجراحة طفيفة التوغل: تجهيزات تهدف إلى دعم ومساعدة الإجراءات الجراحية؛
- أجهزة أمراض القلب: تجهيزات وأجهزة مخصصة لتشخيص وعلاج أمراض القلب والشرابين؛
- أجهزة الأشعة: تجهيزات وملحقات موجهة لمصالح التصوير الطبي؛
- التنظير الداخلي: تجهيزات مخصصة لاستكشاف الأعضاء الداخلية لجسم الإنسان لأغراض تشخيصية أو علاجية.

ويستهدف هذا القطاع أساسا المستشفيات والمصحات والفرق الطبية المتخصصة، وفق نموذج يعتمد على قاعدة تجهيزات مركبة تساهم في ضمان تكرار الاستخدام وتعزيز ولاء الزبناء من خلال بروتوكولات الرعاية الصحية. ويرتكز النشاط على عرض يجمع بين أجهزة ذات استعمال متكرر، مثل المواد الاستهلاكية والأجهزة القابلة للزرع التي يرتبط تجديدها مباشرة بمستوى النشاط الطبي، إضافة إلى تجهيزات وأدوات متخصصة ذات طابع أكثر ظرفية.

ونقوم المجموعة بتوزيع هذه الأجهزة الطبية في إطار شراكات مع عدد من المصنعين الدوليين، من بينهم LivaNova و B. Braun و Bayer، مستفيدة من اتساع تشكيلة منتجاتها، وحضورها التجاري والسريري القوي، ومواكبتها داخل غرف العمليات، بما يشمل التكوين والدعم التطبيقي، إضافة إلى التحكم اللوجستي الذي يضمن توفر الأجهزة الطبية.

توزيع رقم معاملات «المستلزمات الطبية» حسب السوق خلال الفترة 2023-2025

بملايين الدراهم	2023	2024	2025	TCAM 23-25
خاص	131	194	226	31,2%
ب% من رقم المعاملات	68,6%	71,3%	71,2%	
عمومي	56	74	83	22,3%
ب% من رقم المعاملات	29,2%	27,1%	26,3%	
إفريقيا	4	4	8	35,7%
ب% من رقم المعاملات	2,3%	1,6%	2,5%	
رقم معاملات المستلزمات الطبية	191	272	317	28,8%

المصدر: المجموعة القابضة T2S

II.1.4 IVD (التشخيص المخبري خارج الجسم)

تقديم

من خلال شركتها التابعة IM Alliance، تنشط مجموعة T2S في توفير تجهيزات وكواشف وحلول التشخيص المخبري خارج الجسم، الموجهة لمختبرات التحاليل الطبية والمراكز المتخصصة.

ويشمل قطاع IVD عدة فئات من المنتجات، من بينها:

- الكواشف المخبرية: منتجات تستخدم لإنجاز التحاليل البيولوجية داخل المختبرات؛
- البيولوجيا الجزيئية: حلول مخصصة لتحليل المعطيات الجينية والجزيئية؛

- أجهزة التشخيص المخبري خارج الجسم: تجهيزات تتيح إجراء التحاليل البيولوجية بشكل آلي.

ويستهدف هذا النشاط المختبرات الخاصة، والمؤسسات الاستشفائية، ومراكز التشخيص، إضافة إلى برامج الصحة العمومية. ويرتكز على تركيب تجهيزات التشخيص بشكل ظرفي، مرفق بتوفير منتظم للكواشف والمواد الاستهلاكية، كما يستكمل بخدمات الصيانة وعقود الخدمات.

وتقوم المجموعة بتوزيع هذه التجهيزات في إطار شركات، ولا سيما مع BioMérieux، مستندة إلى ضمان استمرارية التوريد، وجودة وموثوقية التحاليل، وتوفير دعم تطبيقي متخصص، إضافة إلى الالتزام الصارم بمتطلبات الجودة، بما يشمل المساطر وإمكانية التتبع.

توزيع رقم معاملات « IVD » حسب السوق خلال الفترة 2023-2025

TCAM 23-25	2025	2024	2023	بملايين الدراهم
5,7%	200	187	179	خاص
	88,5%	89,1%	92,1%	ب% من رقم المعاملات
30,7%	26	23	15	عمومي
	11,5%	10,9%	7,8%	ب% من رقم المعاملات
-100,0%	-	-	0	إفريقيا
	0,0%	0,0%	0,1%	ب% من رقم المعاملات
7,8%	226	210	194	رقم معاملات ORAS

المصدر: المجموعة القابضة T2S

تقديم

من خلال شركتها التابعة Cyclopharma، تنشط مجموعة T2S في توفير المنتجات الصيدلانية الموجهة لمؤسسات الرعاية الصحية.

ويشمل قطاع « Pharma » عدة فئات من المنتجات، من بينها:

- إنتاج المنتجات الصيدلانية الإشعاعية: إنتاج المتتبعات الإشعاعية (FDG ، F-Choline ، FPSMA و NAF) المخصصة للتشخيص والطب النووي، والمستخدم في فحوصات التصوير المقطعي بالإصدار البوزيتروني (PET Scan) والتصوير بالرنين المغناطيسي المدمج (PET-MR) ؛
- مواد التباين المحتوية على اليود والغادولينيوم: وهي منتجات أساسية لفحوصات الأشعة السينية والتصوير بالرنين المغناطيسي.

وتقوم المجموعة بتوزيع هذه المنتجات الصيدلانية في إطار شراكات، لا سيما مع GE HealthCare بالنسبة لمجموعة مواد التباين، و Polatom، مستندة إلى تأمين استمرارية التوريد، والالتزام الصارم بمتطلبات المطابقة، والتحكم في العمليات اللوجستية، إضافة إلى قدرتها على خدمة قاعدة واسعة من التجهيزات المركبة.

توزيع رقم معاملات « Pharma » حسب السوق خلال الفترة 2023-2025

بملايين الدراهم	2023	2024	2025	TCAM 23-25
خاص	89	107	122	17,3%
ب % من رقم المعاملات	84,0%	84,9%	85,8%	
عمومي	17	19	20	9,4%
ب % من رقم المعاملات	16,0%	15,1%	14,2%	
إفريقيا	-	-	-	n.a
ب % من رقم المعاملات	0,0%	0,0%	0,0%	
رقم معاملات ORAS	106	127	143	16,1%

المصدر: المجموعة القابضة T2S

II.1.6 الأنظمة الرقمية

تقديم

من خلال شركتها التابعة Binarios، تنشط مجموعة T2S في توفير الحلول الرقمية الموجهة لمؤسسات الرعاية الصحية.

ويشمل قطاع الأنظمة الرقمية عدة فئات من الحلول، من بينها:

- HIS : أنظمة تدبير المعلومات الاستشفائية؛
- LIS : حلول تدبير معلومات مختبرات التحاليل؛
- PACS : أنظمة أرشفة وتدبير الصور الطبية؛
- حلول الصيدلة الرقمية : أنظمة معلوماتية مخصصة لتدبير الأدوية داخل المؤسسات الصيدلانية.

ويواكب قطاع الأنظمة الرقمية زبناه عبر مختلف مراحل إنجاز المشاريع، بدءاً من تحديد الاحتياجات وصولاً إلى نشر الحلول، مروراً بدمج الأنظمة والواجهات، والصيانة، إضافة إلى الدعم التشغيلي.

ويتم نشر هذه الحلول في إطار مشاريع تنفيذ، مع استكمالها بخدمات متكررة، لا سيما تراخيص البرمجيات، والصيانة، والتدبير المعلوماتي المفوض، وخدمات الدعم، مع إمكانية توسيع نطاق الاستخدام حسب الوحدات الوظيفية، وعدد المستخدمين أو المواقع المستفيدة.

وتقوم المجموعة بتوزيع هذه الحلول الرقمية في إطار شراكات مع عدد من المصنعين الدوليين، من بينهم Omnicell و Pharmathek و Alphonat Medical، مستندة إلى خبرة قوية في مجال التكامل، ومواكبة المستخدمين في تدبير التغيير، وضمان توفر الحلول واستمرارية خدماتها، إضافة إلى اعتماد معايير مرتفعة في مجال الأمن السيبراني والامتثال.

توزيع رقم معاملات «الأنظمة الرقمية» حسب السوق خلال الفترة 2023-2025

بملايين الدراهم	2023	2024	2025	TCAM 23-25
خاص	24	54	34	20,9%
ب% من رقم المعاملات	97,5%	82,0%	37,8%	
عمومي	1	11	55	>100%
ب% من رقم المعاملات	2,5%	16,6%	60,6%	
إفريقيا	-	1	2	n.a
ب% من رقم المعاملات	0,0%	1,4%	1,6%	
رقم معاملات ORAS	24	65	91	94,2%

المصدر: المجموعة القابضة T2S

II.1.7 SAV (خدمات ما بعد البيع)

تقديم

من خلال شركتها التابعة T2S، تقدم المجموعة لزبائها خدمات التركيب والصيانة والتكوين المرتبطة بالتجهيزات التي توفرها.

ويشمل قطاع خدمات ما بعد البيع عدة فئات من الخدمات، من بينها:

- التركيب ووضع التجهيزات حيز الخدمة: نشر وضبط إعدادات التجهيزات من طرف فريق متخصص؛
- تحديث وتأهيل التجهيزات والأنظمة: تدخلات تهدف إلى مواكبة التطورات التكنولوجية أو الوظيفية أو البرمجية للتجهيزات القائمة؛
- الصيانة والدعم التقني: عقود صيانة وقائية وتصحيحية تشمل مجموع قاعدة التجهيزات المركبة؛
- التكوين: برامج تكوينية ميدانية موجهة لمهنيي قطاع الصحة.

ويرتكز قطاع خدمات ما بعد البيع على فرق تقنية متخصصة تتوفر على كفاءات معتمدة، إضافة إلى مساطر منظمة لتدبير قاعدة التجهيزات المركبة، بما يضمن سرعة الاستجابة، وتوفر قطع الغيار، والحفاظ على مستوى عالٍ من جودة الخدمات.

توزيع رقم معاملات « SAV » حسب السوق خلال الفترة 2023-2025

TCAM 23-25	2025	2024	2023	بملايين الدراهم
-2,8%	123	138	130	خاص
	51,7%	58,6%	56,5%	ب % من رقم المعاملات
14,8%	99	74	75	عمومي
	41,4%	31,4%	32,5%	ب % من رقم المعاملات
-19,4%	16	23	25	إفريقيا
	6,9%	9,9%	10,9%	ب % من رقم المعاملات
1,7%	238	235	231	رقم معاملات ORAS

المصدر: المجموعة القابضة T2S

١١١. بنية مساهمة المجموعة القابضة T2S

تطورت بنية مساهمي شركة T2S Group Holding خلال السنوات الخمس الأخيرة كما يلي:

31/12/2023					31/12/2022					31/12/2021					
من % رأس المال وحقوق التصويت	عدد الأسهم وحقوق التصويت	ADP B	ADP A	AO	من % رأس المال وحقوق التصويت	عدد الأسهم وحقوق التصويت	ADP B	ADP A	AO	من % رأس المال وحقوق التصويت	عدد الأسهم وحقوق التصويت	ADP B	ADP A	AO	
66,7%	6 183 005	425	425	6 182 155	66,7%	6 183 005	425	425	6 182 155	66,7%	6 183 005	425	425	6 182 155	Trone Investment Holdings Limited
20,9%	1 937 054	205	205	1 936 644	20,9%	1 937 054	205	205	1 936 644	20,9%	1 937 054	205	205	1 936 644	عبد الرؤوف السوردو
6,8%	626 852	160	160	626 532	6,8%	626 852	160	160	626 532	6,8%	626 852	160	160	626 532	أحمد عشعاش
3,1%	287 470	35	35	287 400	3,1%	287 470	35	35	287 400	3,1%	287 470	35	35	287 400	إسماعيل بويه
1,4%	133 961	160	160	133 641	1,4%	133 961	160	160	133 641	1,4%	133 961	160	160	133 641	محمد بوزيد
1,1%	101 446	15	15	101 416	1,1%	101 446	15	15	101 416	1,1%	101 446	15	15	101 416	يوسف بنعبود
0,0%	4	-	-	4	0,0%	4	-	-	4	0,0%	4	-	-	4	مساهمون آخرون
0,0%	1	-	-	1	0,0%	1	-	-	1	0,0%	1	-	-	1	ريشارد دي بينديتو
0,0%	-	-	-	-	0,0%	-	-	-	-	0,0%	-	-	-	-	عبد الرحيم الغيور
0,0%	-	-	-	-	0,0%	-	-	-	-	0,0%	-	-	-	-	حنان العميل
0,0%	-	-	-	-	0,0%	-	-	-	-	0,0%	-	-	-	-	زهرة الكوهن
0,0%	-	-	-	-	0,0%	-	-	-	-	0,0%	-	-	-	-	أحمد خاي
0,0%	-	-	-	-	0,0%	-	-	-	-	0,0%	-	-	-	-	كريم باباب
0,0%	1	-	-	1	0,0%	1	-	-	1	0,0%	1	-	-	1	زينب صونيا عباد الأندلسي
0,0%	1	-	-	1	0,0%	1	-	-	1	0,0%	1	-	-	1	رائد برقطيس
0,0%	1	-	-	1	0,0%	1	-	-	1	0,0%	1	-	-	1	نيتين كارل
100%	9 269 792	1 000	1 000	9 267 792	100%	9 269 792	1 000	1 000	9 267 792	100%	9 269 792	1 000	1 000	9 267 792	المجموع

المصدر: المجموعة القابضة T2S

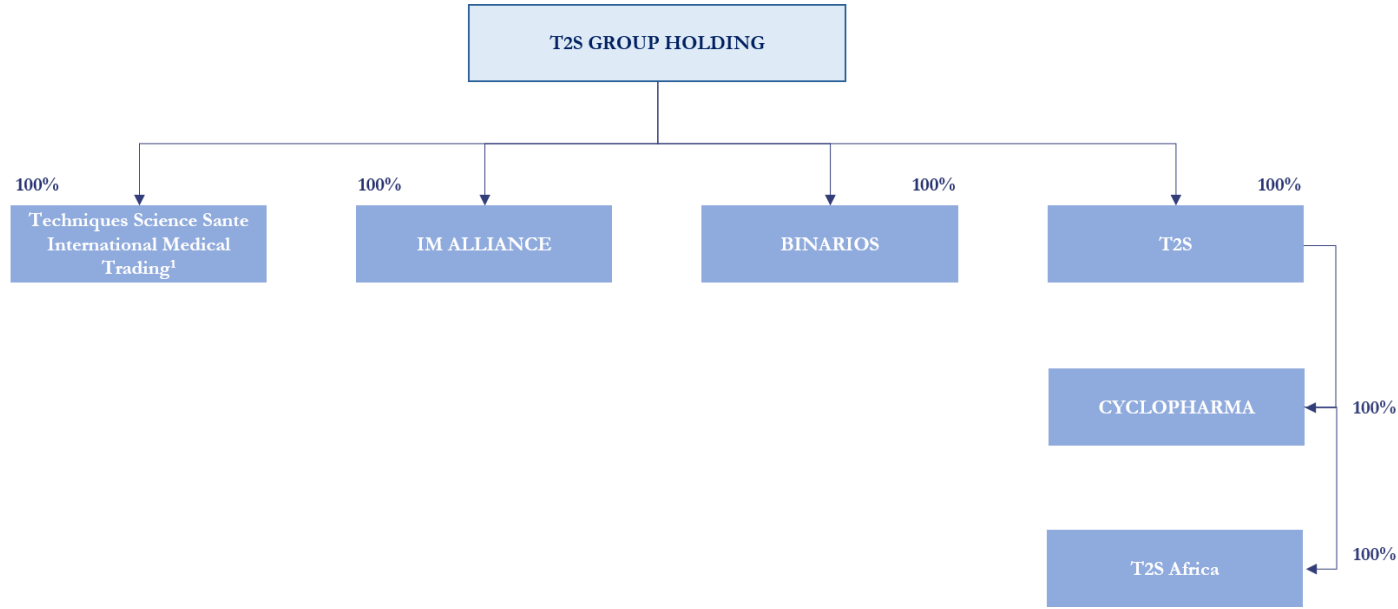
ملخص المنشور – دعوة المجموعة القابضة T2S للاكتتاب في أسهمها

31/12/2025					31/12/2024					
من % رأس المال وحقوق التصويت	عدد الأصص وحقوق التصويت	ADP B	ADP A	AO	من % رأس المال وحقوق التصويت	عدد الأصص وحقوق التصويت	ADP B	ADP A	AO	
66,7%	6 183 005	425	425	6 182 155	66,7%	6 183 005	425	425	6 182 155	Trone Investment Holdings Limited
20,9%	1 937 054	205	205	1 936 644	20,9%	1 937 054	205	205	1 936 644	عبد الرؤوف السوردو
6,8%	626 852	160	160	626 532	6,8%	626 852	160	160	626 532	أحمد عشعاش
3,1%	287 532	66	66	287 400	3,1%	287 470	35	35	287 400	إسماعيل بويه
1,4%	133 961	160	160	133 641	1,4%	133 961	160	160	133 641	محمد بوزيد
1,1%	101 446	15	15	101 416	1,1%	101 446	15	15	101 416	يوسف بنعبود
0,0%	420	208	208	4	0,0%	4	-	-	4	مساهمون آخرون
0,0%	79	39	39	1	0,0%	1	-	-	1	ريشارد دي بينديتو
0,0%	76	38	38	-	0,0%	-	-	-	-	عبد الرحيم الغيور
0,0%	76	38	38	-	0,0%	-	-	-	-	حنان العميل
0,0%	62	31	31	-	0,0%	-	-	-	-	زهرة الكوهن
0,0%	62	31	31	-	0,0%	-	-	-	-	أحمد خاي
0,0%	62	31	31	-	0,0%	-	-	-	-	كريم باباب
0,0%	1	-	-	1	0,0%	1	-	-	1	زينب صونيا عباد الأندلسي
0,0%	1	-	-	1	0,0%	1	-	-	1	رائد برقطيس
0,0%	1	-	-	1	0,0%	1	-	-	1	نبتين كارل
100%	9 270 270 ²³	1 239	1 239	9 267 792	100%	9 269 792	1 000	1 000	9 267 792	المجموع

²³ اعتبرت الشركة، بحسن نية، أن إنجاز عملية زيادة رأس المال لسنة 2024 يمكن إثباته بشكل صحيح، بمجرد استيفاء جميع استمارات الاكتتاب والتنازلات عن حق الاكتتاب، وهي الإجراءات التي تم استكمالها بتاريخ 24 دجنبر 2024. وفي هذا السياق، لم تطلب الشركة في الوقت المناسب شهادة إيداع الأموال من المؤسسة البنكية المودعة لديها. وقد تم إصدار هذه الشهادة من طرف البنك في فبراير 2025. ونتيجة لهذا التأخر، لم يتمكن مراقب الحسابات من إثبات عملية زيادة رأس المال ضمن الحسابات الاجتماعية إلا برسم السنة المالية 2025.

١٧. الشركات التابعة للمجموعة القابضة T2S

إلى غاية 30 يونيو 2026، يعرض الهيكل التنظيمي القانوني لمجموعة T2S Group Holding كما يلي:



المصدر: المجموعة القابضة T2S

تتطابق نسب الملكية مع نسب السيطرة بالنسبة إلى جميع الشركات التابعة.

- تعمل مختلف الشركات التابعة للمجموعة بشكل وثيق فيما بينها لتبادل المعارف والخبرات والموارد، مما يساهم في تعزيز الابتكار وتقوية الثقة التي يوليها الزبناء للمجموعة. وتجدر الإشارة إلى ما يلي:
- (i) أن شركة T2S Africa توجد في حالة توقف عن النشاط منذ نونبر 2022؛
 - (ii) أن شركة Techniques Science Sante International Medical Trading تم تأسيسها في دجنبر 2025، وسيتم إدماجها ضمن الحسابات المجمعة برسم السنة المالية 2026؛
 - (iii) أن مساهمة شركة T2S في شركة Cyclopharma أصبحت تمثل 100% من رأسمال هذه الشركة التابعة، عقب اقتناء 45,5% من رأسمالها في يونيو 2026.

¹ بتاريخ 31 دجنبر 2025، لا تدخل شركة Techniques Science Sante International Medical Trading ضمن نطاق التوطيد.

القسم الثالث : البيانات المالية

١. تحليل الحسابات السنوية

١.١ تحليل حسابات الشركة السنوية

١.١.١ تحليل بيان أرصدة التدبير

يعرض الجدول التالي أهم المؤشرات لبيان أرصدة تدبير المجموعة القابضة T2S في الفترة 2023 – 2025 :

بآلاف الدراهم	2023	2024	2025	التطور 24-23	التطور 25-24
رقم المعاملات	-	12 188	64 043	n.a	>100%
مشتريات مستهلكة	-75	-679	-703	>100%	3,6%
تكاليف خارجية أخرى	-4 256	-5 369	-11 833	26,2%	>100%
القيمة المضافة	-4 331	6 140	51 507	>100%	>100%
ب% من رقم المعاملات	n.a	50,4%	80,4%	n.a	30,0 pts
تكاليف المستخدمين	-2 166	-5 622	-50 334	>100%	>100%
ضرائب ورسوم	-	-3	-25	n.a	>100%
الفائض الإجمالي للاستغلال	-6 497	515	1 148	>100%	>100%
من رقم المعاملات %	n.a	4,2%	1,8%	n.a	-2,4 pts
مخصصات الاستغلال	-2 739	-2 798	-4 024	2,2%	43,8%
مسترجعات الاستغلال، تحويل التكاليف	-	-	6 008	n.a	n.a
نتيجة الاستغلال	-9 236	-2 283	3 131	-75,3%	>100%
من رقم المعاملات %	n.a	-18,7%	4,9%	n.a	23,6 pts
عائدات مالية	60 000	435	83 147	-99,3%	>100%
تكاليف مالية	-18 955	-18 556	-16 740	-2,1%	-9,8%
النتيجة المالية	41 045	-18 121	66 407	<-100%	>100%
النتيجة الجارية	31 809	-20 405	69 538	<-100%	>100%
النتيجة غير الجارية	-1 377	-2 850	-2 048	>100%	-28,1%
النتيجة قبل الضريبة	30 432	-23 255	67 490	<-100%	>100%
ضرائب على الأرباح	-	-32	-368	n.a	>100%
النتيجة الصافية	30 432	-23 286	67 122	<-100%	>100%

المصدر: المجموعة القابضة T2S

١.١.٢ تحليل الحصيلة

يعرض الجدول التالي أهم المؤشرات لحصيلة الشركة للمجموعة القابضة T2S في الفترة 2023 – 2025 :

بآلاف الدراهم	2023	2024	2025	التطور 24-23	التطور 25-24
أصول ثابتة منعدمة القيمة	5 456	2 728	4 806	-50,0%	76,2%
أصول ثابتة غير ملموسة	81	346	314	>100%	-9,4%
أصول ثابتة ملموسة	-	114	181	n.a	58,7%
أصول ثابتة مالية	1 518 168	1 518 197	1 518 416	0,0%	0,0%
أصول ثابتة	1 523 705	1 521 386	1 523 718	-0,2%	0,2%
الحصة من مجموع الحصيلة	97,9%	97,2%	96,2%	-0,7 pts	-1,0 pts
موردون، مدينون، تسبيقات ودفعات	-	-	70	n.a	n.a
زياء وحسابات مرتبطة	-	12 188	50 078	n.a	>100%

>100%	n.a	12	2	-	المستخدمون
-59,8%	0,8%	990	2 463	2 445	الدولة
n.a	n.a	-	-	-	حسابات الشركاء أصول
-68,0%	25,0%	8 000	25 000	20 000	مدينون آخرون
-98,0%	>100%	9	435	10	حساب التسوية أصول
47,6%	78,5%	59 158	40 088	22 455	أصول متداولة
1,2 pts	1,1 pts	3,7%	2,6%	1,4%	الحصة من مجموع الحصيلة
-67,9%	-65,7%	1 182	3 686	10 746	الخزينة - أصول
1,2%	0,5%	1 584 058	1 565 160	1 556 906	مجموع الأصول
0,0%	0,0%	927 027	926 979	926 979	الرأسمال
0,0%	0,0%	7 352	7 352	7 352	علاوة الإصدار
0,0%	9,6%	17 400	17 400	15 879	احتياطي قانوني
-7,0%	9,6%	307 317	330 603	301 692	مرحل من جديد
>100%	<-100%	67 122	-23 286	30 432	نتيجة السنة المالية
5,3%	-1,8%	1 326 218	1 259 048	1 282 334	مجموع الرساميل الذاتية
3,3 pts	-1,9 pts	83,7%	80,4%	82,4%	الحصة من مجموع الحصيلة
-19,3%	3,5%	191 445	237 271	229 264	ديون التمويل الأخرى
-19,3%	3,5%	191 445	237 271	229 264	ديون التمويل
-3,1 pts	0,4 pts	12,1%	15,2%	14,7%	الحصة من مجموع الحصيلة
>100%	21,7%	8 652	1 635	1 343	موردون وحسابات مرتبطة
>100%	-55,0%	17 007	204	453	المستخدمون
>100%	85,6%	3 229	337	181	الهيئات الاجتماعية
>100%	50,3%	27 251	13 536	9 003	الدولة
-100%	35,7%	1	38 001	28 001	حسابات جارية للشركاء
n.a	-100%	307	-	16	دائنون آخرون
-75,1%	>100%	2 379	9 554	3 601	حسابات التسوية خصوم
35,8%	>100%	7 569	5 575	2 709	مخصصات احتياطية أخرى للمخاطر والتكاليف
-3,6%	51,9%	66 395	68 841	45 308	خصوم متداولة
-0,2 pts	1,5 pts	4,2%	4,4%	2,9%	الحصة من مجموع الحصيلة
n.a	n.a	-	-	-	الخزينة - خصوم
1,2%	0,5%	1 584 058	1 565 160	1 556 906	مجموع الخصوم

المصدر: المجموعة القابضة T2S

I.2 تحليل الحسابات الموطدة السنوية

I.2.1 تحليل حساب النتيجة

يعرض الجدول التالي حساب النتيجة الموطد للمجموعة القابضة T2S في الفترة 2023 – 2025 :

بآلاف الدراهم	2023	2024	2025	التطور 24-23	التطور 25-24
رقم المعاملات	1 373 642	1 507 945	1 763 333	9,8%	16,9%
عائدات النشاط الأخرى	56 898	50 587	722	-11,1%	-98,6%
تكاليف السلع والخدمات المباعة	-903 924	-962 059	-1 080 188	6,4%	12,3%
تكاليف المستخدمين	-146 532	-173 847	-193 682	18,6%	11,4%
تكاليف وعائدات التشغيل الأخرى	-94 488	-113 802	-101 782	20,4%	-10,6%
عناصر التشغيل غير المتكررة	-	-	65 278	n.a	n.a
نتيجة التشغيل قبل مخصصات الاستغلال	285 595	308 824	453 680	8,1%	46,9%
ب% من رقم المعاملات	20,8%	20,5%	25,7%	-0,3 pts	5,2 pts
مخصصات الاستغلال	-98 683	-109 762	-72 468	11,2%	-34,0%
نتيجة التشغيل	186 912	199 062	381 212	6,5%	91,5%
ب% من رقم المعاملات	13,6%	13,2%	21,6%	-0,4 pts	8,4 pts
كلفة الاستدانة المالية الصافية	-41 271	-46 982	-39 900	13,8%	-15,1%
تكاليف وعائدات الاستغلال الأخرى	-208	7 673	-3 941	>100%	<-100%
النتيجة المالية	-41 479	-39 309	-43 841	-5,2%	11,5%
النتيجة قبل الضريبة للشركات المدمجة	145 433	159 753	337 371	9,8%	>100%
ضرائب على الأرباح	-65 497	-82 160	-126 101	25,4%	53,5%
النتيجة الصافية الموطدة	79 936	77 593	211 269	-2,9%	>100%
ب% من رقم المعاملات	5,8%	5,1%	12,0%	-0,7 pts	6,8 pts
من ضمنها النتيجة الصافية حصة المجموعة	74 937	67 311	204 576	-10,2%	>100%
من ضمنها فوائد الأقلية	4 999	10 282	6 693	>100%	-34,9%

المصدر: المجموعة القابضة T2S

I.2.2 تحليل الحصيلة

يعرض الجدول التالي الحصيلة الموطدة للمجموعة القابضة T2S في الفترة 2023 – 2025 :

بآلاف الدراهم	2023	2024	2025	التطور 24-23	التطور 25-24
فارق الاقتناء	1 051 474	1 051 474	1 051 474	0,0%	0,0%
أصول ثابتة غير ملموسة	624	1 784	1 543	>100%	-13,5%
أصول ثابتة ملموسة	154 027	149 972	153 191	-2,6%	2,1%
أصول ثابتة مالية	1 904	4 082	7 722	>100%	89,2%
أصول أخرى غير جارية	57	5 057	-	>100%	-100%
ضرائب مؤجلة أصول	17 906	14 989	20 245	-16,3%	35,1%
أصول غير جارية	1 225 992	1 227 358	1 234 176	0,1%	0,6%
الحصة من مجموع الحصيلة	45,1%	43,7%	37,7%	-3,2%	-13,6%
المخزونات	205 678	197 772	408 173	-3,8%	>100%
الزبناء	1 026 243	1 063 800	1 054 689	3,7%	-0,9%

18,2%	18,4%	94 652	80 087	67 637	حقوق أخرى وحسابات التسوية
n.a	n.a	119 892	-	-	سندات التوظيف وأدوات أخرى
25,0%	3,2%	1 677 405	1 341 658	1 299 558	أصول جارية
7,4%	-0,2%	51,3%	47,8%	47,9%	الحصة من مجموع الحصيلة
49,6%	26,6%	359 641	240 368	189 933	خزينة أصول
16,4%	3,5%	3 271 222	2 809 384	2 715 482	مجموع الأصول
0,0%	0,0%	927 027	926 979	926 979	رأسمال الشركة
0,0%	0,0%	7 352	7 352	7 352	علاوة الإصدار
36,8%	53,6%	271 450	198 377	129 190	احتياطات موطدة
>100%	-10,2%	204 576	67 311	74 937	النتيجة الموطدة
17,5%	5,4%	1 410 404	1 200 019	1 138 458	الرساميل الذاتية حصة المجموعة
26,5%	68,6%	31 941	25 248	14 977	الأقليات
17,7%	6,2%	1 442 346	1 225 267	1 153 435	مجموع الرساميل الذاتية
1,1%	2,7%	44,1%	43,6%	42,5%	الحصة من مجموع الحصيلة
5,7%	-7,7%	481 452	455 473	493 321	ديون التمويل أزيد من سنة
-72,0%	5,8%	40 430	144 417	136 538	خصوم غير جارية أخرى
35,7%	-15,1%	11 291	8 319	9 801	مؤونات غير جارية
-2,8%	44,3%	34 565	35 575	24 659	ضرائب مؤجلة - خصوم
-11,8%	-3,1%	567 738	643 784	664 319	خصوم غير جارية
-24,3%	-6,3%	17,4%	22,9%	24,5%	الحصة من مجموع الحصيلة
57,0%	-15,8%	697 511	444 245	527 362	موردون وحسابات مرتبطة
-67,5%	18,1%	17 081	52 615	44 545	ديون التمويل أقل من سنة
28,7%	13,8%	382 110	296 829	260 758	ديون أخرى وحسابات التسوية
36,4%	>100%	7 616	5 582	2 680	مؤونات جارية
38,2%	-4,3%	1 104 318	799 271	835 345	خصوم جارية
18,7%	-7,5%	33,8%	28,5%	30,8%	الحصة من مجموع الحصيلة
11,2%	>100%	156 820	141 062	62 383	الخزينة خصوم
16,4%	3,5%	3 271 222	2 809 384	2 715 482	مجموع الخصوم

المصدر: المجموعة القابضة T2S

القسم الرابع : عوامل المخاطر

1. المخاطر المتعلقة بالمصدر

1.1 المخاطر التنافسية

تغطي المخاطر التنافسية كلا من احتمال ظهور منافس جديد منظم، واحتمال فقدان حصص سوقية لفائدة المنافسين الحاليين. وبالتالي، قد تواجه مجموعة T2S تصاعدا في حدة المنافسة داخل الأسواق المغربية أو الإفريقية الخاصة بتوزيع المعدات والتجهيزات الطبية، مما قد يؤدي إلى تراجع حصصها السوقية.

وللحد من هذا المخاطر، تعمل المجموعة على التفاوض بشأن بنود التوزيع الحصري أو الموزع الوحيد في جل العقود المبرمة مع شركائها، كما تولي أهمية كبيرة لاحترام الالتزامات التعاقدية، بما يمكنها من تلبية انتظارات شركائها وتعزيز ولائهم. بالإضافة إلى ذلك، توفر مجموعة T2S لزبائناتها منتجات تعتمد أحدث التكنولوجيات ومن علامات تجارية رائدة عالميا، إلى جانب مواكبة وخدمات تستجيب لأعلى المعايير، مما يمنحها ميزة تنافسية مهمة. كما يشكل تنوع عرض المجموعة عامل تميز إضافي، إذ يتيح لها التفاوض حول عقود موسعة، وتعزيز تموقعها باعتبارها «حلا متكاملًا» لفائدة زبائناتها.

ومن جهة أخرى، يواكب الخبراء التقنيون والمهندسون الطبيون الحيويون بالمجموعة عن كثب تطورات القطاع، ويظلون على اطلاع دائم بأحدث الابتكارات التكنولوجية، بهدف اقتراح تجهيزات وخدمات ملائمة لاحتياجات السوق وتمكين زبناء المجموعة من الاستفادة منها.

ويتميز قطاع توزيع المعدات الطبية بوجود حواجز دخول مرتفعة نسبيا، مما يشكل عامل حماية للفاعلين الراسخين في السوق. وتشمل هذه الحواجز ضرورة التوفر على شبكة قوية من الشركاء مع موردين دوليين معترف بهم، إضافة إلى أهمية امتلاك خبرة تقنية متقدمة لتركيب التجهيزات وصيانتها وتقديم خدمات ما بعد البيع. كما تتطلب ممارسة هذا النشاط استثمارات أولية مهمة لتطوير قوة تجارية مؤهلة، وإرساء منظومة لوجستية ملائمة، وبناء سمعة قائمة على الموثوقية لدى مؤسسات الرعاية الصحية. وتساهم مجمل هذه العوامل في الحد من دخول منافسين جدد وتعزيز موقع المجموعة داخل أسواقها.

1.2 المخاطر المتعلقة بخسارة عقد شريك

تمثل العلاقة مع الشركاء والموردين تحديا استراتيجيا بالنسبة لمجموعة T2S. فالتغيرات غير المتوقعة في سياسات أو تفضيلات أو الظروف الاقتصادية لهؤلاء الفاعلين الرئيسيين قد تؤثر على عمليات المجموعة، وتعطل عملية التوريد، وتنعكس بشكل مباشر على نتائجها المالية. كما أن فقدان عقد حصري أو عدم تجديده قد يشكل بدوره خطرا قد يضعف الوضعية التنافسية للمجموعة ويحد من ولوجها إلى بعض الأسواق الاستراتيجية.

ويتم الحد من هذا الخطر من خلال:

- مصداقية المجموعة لدى زبائنها وشركائها، والتي تقوم خصوصا على المعرفة الدقيقة بالسوق واحتياجاته، وعلى خبرة متراكمة تمتد لعقود من العمل الميداني، مما يضمن للشركاء تحقيق مداخيل مهمة ومتنامية على مر السنوات؛
- متانة الوضعية المالية للمجموعة وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها، والتي تتجسد خصوصا من خلال الضمانات المهمة المقدمة لشركائها؛
- التطوير المستمر لشراكات جديدة مع موردي المجموعة؛
- تأمين الشراكات من خلال إبرام عقود حصرية؛
- تعزيز ولاء الموردين وبناء علاقات طويلة الأمد معهم، من خلال احترام المجموعة لالتزاماتها التعاقدية؛
- تنويع مصادر التوريد والموردين، إضافة إلى تنويع الصيغ التعاقدية والمنتجات والخدمات ومجالات النشاط.

1.3 المخاطر المرتبطة بالتموين وانقطاع المخزون

نظرا لطبيعة نموذجها التشغيلي، تقوم مجموعة T2S باستيراد التجهيزات والأجهزة الطبية من مصنعين أجانب. وبالتالي، فإن المجموعة تظل عرضة لبعض مخاطر التوريد واللوجستيك التي قد تؤثر بشكل مباشر على عملياتها.

وتتمثل المخاطر المرتبطة بالتزويد/انقطاع المخزون فيما يلي:

- عدم مطابقة المنتجات الموردة للمعايير المطلوبة؛
- تأخر عمليات التسليم؛
- نقص أو انقطاع المخزون.

وللتخفيف من هذه المخاطر، تعتمد المجموعة الإجراءات التالية:

- تأهيل الموردين وفق مقارنة تركز على معايير الجودة والآجال والتكاليف؛
- وضع مساطر تشغيلية صارمة مع الشركاء، إضافة إلى اعتماد سياسات للمخزون الاحتياطي؛
- إجراء تحليلات إحصائية لأداء الموردين ومعايير طلبات التوريد الخاصة بهم؛
- الاستباق في تدبير المخزون، ووضع خطط للتعامل مع مشاكل التوريد المحتملة (تدبير حالات الطوارئ والأزمات).

وعلاوة على ذلك، تظل المجموعة معرضة للمخاطر المرتبطة بالتوترات الجيوسياسية، لا سيما في منطقة الشرق الأوسط، والتي قد تؤثر على سلاسل التوريد الدولية. فقد تؤدي هذه التوترات إلى اضطرابات لوجستية (تمديد آجال النقل، ارتفاع تكاليف الشحن، أو عدم توفر بعض المسارات البحرية أو الجوية)، إضافة إلى تقلبات أسعار الصرف، خصوصا بالنسبة للعملات التي يتم بها إصدار فواتير الموردين. وقد تؤثر هذه العوامل على تكاليف اقتناء المجموعة، وهوامشها، وكذلك على توفر المنتجات.

وللحد من تأثير هذه المخاطر، تعمل المجموعة على تنويع مصادر التوريد، وتعتمد على شركاء موثوقين يتوفرون على سلاسل لوجستية مرنة، كما تتابع عن كثب تطورات أسواق الصرف، وتدمج هذه المعطيات ضمن سياستها التسعيرية.

1.4 المخاطر المتعلقة بظروف التخزين

قد يكون للمخاطر المرتبطة بظروف التخزين تأثير مهم على جودة المنتجات، ورضا الزبناء، والتكاليف التشغيلية. إذ يمكن لظروف التخزين غير الملائمة أن تؤدي إلى تدهور المنتجات المخزنة، وفقدان قيمتها التجارية، بل وحتى إلى مشاكل مرتبطة بالامتثال للمتطلبات التنظيمية والصحية.

وعلاوة على ذلك، تتعرض المجموعة للمخاطر المرتبطة بتخزين ومناولة المنتجات الصيدلانية الإشعاعية، التي تتميز بفترة صلاحية قصيرة وتخضع لمتطلبات خاصة فيما يتعلق بظروف الحفظ. كما تظل المجموعة معرضة لخطر تقادم التجهيزات والتكنولوجيات المخصصة لتدبير هذه المنتجات.

وللتخفيف من هذه المخاطر، تعتمد المجموعة التدابير التالية:

- تتوفر المجموعة على منصة لوجستية تمكنها من تدبير قواعد التخزين بشكل موثوق ومعلوماتي، من خلال تطبيق بروتوكولات صارمة للتخزين وإجراء عمليات مراقبة مستمرة؛

- تتوفر المجموعة على بنية تحتية مصممة خصيصًا لتخزين ومناولة المنتجات الصيدلانية الإشعاعية، بما في ذلك محلات مجهزة تحت مستوى سطح الأرض تستجيب لمعايير الحماية من الإشعاعات؛
- توظف المجموعة العمليات المرتبطة بالمنتجات الصيدلانية الإشعاعية من خلال إجراءات مخصصة للمراقبة التشغيلية، كما تضمن متابعة التطورات التكنولوجية والتنظيمية بهدف استباق تحولات القطاع والحد من مخاطر تقادم تجهيزاتها وتقنياتها المتخصصة؛
- تتوفر المجموعة على شهادتي ISO 9001 و ISO 13485 ممنوحتين من طرف IMANOR ، والمتعلقتين بأنظمة تدبير الجودة، بما يساهم في التحكم في الأنشطة التشغيلية وتنظيمها، بما في ذلك الأنشطة المرتبطة بتدبير التدفقات وحفظ المنتجات؛
- تقوم المجموعة بتكوين وتحسيس المسؤولين عن تدبير المخزون بأهمية احترام قواعد التخزين، من خلال فرض تتبع صارم للمخزونات واعتماد مستوى عالٍ من النظافة بضمن التخزين داخل مناطق نظيفة. كما يتم تعزيز هذا الوعي عبر تطبيق ممارسات التخزين والتسليم الجيدة المعتمدة من طرف المصنعين الأصليين للتجهيزات (OEM).

1.5 المخاطر المتعلقة بالأنظمة والمطابقة

تخضع مجموعة T2S للأنظمة التنظيمية المعمول بها في قطاع الصحة (المعايير والأنظمة المتعلقة باستيراد واعتماد التجهيزات والأجهزة الطبية، وغيرها). كما يتعين على المجموعة التعامل مع أي متطلبات محتملة لتوفيق وضعيتها في حال تطور أو تشديد تطبيق واحد أو أكثر من المقتضيات التنظيمية المتعلقة بالمنتجات المستوردة والموزعة.

وللتخفيف من هذه المخاطر، تعتمد مجموعة T2S التدابير التالية:

- إجراء متابعة تنظيمية مستمرة بهدف استباق التطورات التشريعية؛
- ضمان مطابقة عملياتها من خلال عمليات افتحاص داخلية وخارجية؛
- التعاون الوثيق مع السلطات والهيئات التنظيمية من أجل تكييف ممارساتها مع المتطلبات المعمول بها؛
- تنظيم دورات تكوينية منتظمة لتحسيس فرقها بالمتطلبات التنظيمية الجديدة؛
- الاعتماد، بالنسبة لبعض أنشطتها، على مسارات اعتماد وتقييم معترف بها، ولا سيما الشهادات الممنوحة من طرف IMANOR ، إضافة إلى التصنيف البيئي والاجتماعي والمتعلق بالحكمة الصادر عن EcoVadis ، مما يساهم في تعزيز التحكم في المساطر، وجودة العمليات، وموثوقية التنفيذ.

1.6 المخاطر المتعلقة بآجال أداء الأطراف المقابلة

باعتبارها موزعا للتجهيزات والأجهزة الطبية، تخضع مجموعة T2S لآجال أداء تختلف حسب طبيعة التجهيزات المقدمة. فبعض المنتجات، لا سيما التجهيزات الثقيلة، تتطلب عمليات تركيب ووضع حيز الخدمة، بل وأحيانًا تكوين المستخدمين، قبل أن تصبح مستحقة الأداء. كما أن التأخر في افتتاح المؤسسات الصحية الجديدة قد يؤدي بدوره إلى تمديد طفيف في آجال الأداء. ويؤدي ارتفاع معدل النزاعات إلى زيادة التعرض لخطر عدم تحصيل الديون، مما قد يتسبب في ضغوط على السيولة وتدهور العلاقات التجارية.

وللتخفيف من هذه المخاطر، تعتمد المجموعة الإجراءات التالية:

- اعتماد تدبير استباقي لتدفقاتها النقدية من خلال تحسين تحصيل المستحقات؛
- تعزيز شروطها التعاقدية بهدف تقليص آجال الأداء؛
- وضع مسطرة صارمة لتتبع الديون، تركز على تحليل معمق للوضعية المالية للزبناء؛

- إحداث فريق متخصص في تحصيل الديون، مع تحديد أهداف شهرية للتحصيل، يسهر على ضمان التحصيل الكامل للمستحقات القابلة للاستخلاص.

1.7 المخاطر المتعلقة بالدول

شمل مخاطر الدول مجموعة من المخاطر ذات الطابع الاقتصادي الكلي، والاقتصادي الجزئي، والمالي، والسياسي، والمؤسسي، والقانوني، والاجتماعي، والصحي، والتكنولوجي والمناخي، والتي قد تؤثر على أنشطة المجموعة في مختلف الدول التي تنشط فيها.

غير أن هذه المخاطر يتم الحد منها من خلال مقارنة حذرة تعتمد خصوصا على:

- إجراء دراسات معمقة قبل الولوج إلى أي بلد جديد؛
- بدء تنفيذ الأنشطة في الدول الجديدة من خلال مواكبة أحد الموردين في مرحلة أولى، قبل توسيع العرض المقترح من طرف المجموعة بشكل تدريجي عند الاقتضاء؛
- اختيار دول تتميز بمستوى منخفض نسبيا من المخاطر فيما يتعلق بظروف التنفيذ.

وتضاف إلى هذه الأبعاد مجموعة من القيود التشغيلية الخاصة، من بينها:

- القيود اللوجستية: قد يؤدي بعد بعض الدول أو صعوبة الولوج إليها إلى تعقيدات في عمليات نقل المنتجات. وتتكيف المجموعة مع هذه التحديات من خلال تنويع وسائل النقل المعتمدة (البحري، والجوي أو البري). غير أن هذه المرونة تستلزم يقظة خاصة فيما يتعلق بالتحكم في الآجال، مما يفرض استباق عمليات الشحن والنقل؛
- القيود الجمركية: توجد حالتان محتملتان، إما أن يتولى الزبون النهائي إجراءات التخليص الجمركي، أو أن يتكفل بها الموزع.

1.8 مخاطر الصرف

تتعرض المجموعة لخطر تقلبات أسعار الصرف الناتج عن التدفقات المالية والمعاملات المرتبطة بالمشتريات المنجزة على الصعيد الدولي.

كما أن جزءا مهما من المدخلات (التجهيزات، والمواد الاستهلاكية، والكواشف، وغيرها) يتم استيراده بالعملات الأجنبية، ولا سيما باليورو والدولار. وبالتالي، فإن أي تغير غير ملائم في سعر صرف هذه العملات مقابل الدرهم المغربي قد يؤدي إلى ارتفاع تكاليف التوريد.

ويتم التخفيف من هذه المخاطر بشكل جزئي من خلال:

- استقرار نسبي للدرهم المغربي مقابل العملات المرجعية (اليورو، الدولار، وغيرها)؛
- التتبع المنتظم لتطورات أسعار الصرف؛
- الاعتماد على منتجات التحوط من مخاطر الصرف بالنسبة لعمليات الاستيراد الأكثر أهمية؛
- وجود تعديلات منصوح عليها في بعض العقود المبرمة مع زبناء المجموعة، تتيح عكس تطورات أسعار الصرف والحفاظ على التوازن الاقتصادي للمجموعة.

كما تجدر الإشارة إلى أن نشاط التصدير نحو إفريقيا يتم إنجازه وفق نظام التجارة المعتمد من طرف مكتب الصرف، مما يساهم بشكل كبير في تحييد أثر تقلبات أسعار الصرف على هذه المعاملات.

1.9 المخاطر المتعلقة بالولوج للتمويل

من أجل تمويل أنشطتها ودعم نموها، تعتمد المجموعة على مواردها الذاتية، إلى جانب اللجوء إلى التمويلات البنكية، بما في ذلك خطوط الائتمان، وتسهيلات السحب على المكشوف، وخطوط خصم الأوراق التجارية، والضمانات البنكية، وغيرها. بيد أنه في حال تدهور الأوضاع الاقتصادية أو التشغيلية، قد يصبح الولوج إلى مصادر التمويل أكثر محدودية.

ويتم التخفيف من هذه المخاطر من خلال:

- اعتماد المجموعة سياسة صارمة في التدبير المالي؛
- استنادها إلى مساهمين يتوفرون على موارد مالية وبشرية مهمة، ويتبنون رؤية طويلة الأمد تجاه المجموعة والسوق المغربية، مما يسهل ولوجها إلى التمويلات البنكية والبديلة.

وعلاوة على ذلك، فقد أثبتت المجموعة، في إطار ممارستها لأنشطتها، قدرتها على تغطية احتياجاتها التمويلية والوفاء بالتزاماتها المالية بصورة منتظمة.

1.10 المخاطر المتعلقة بالاستدانة

يعد اللجوء إلى الاستدانة جزءاً لا يتجزأ من نشاط المجموعة، إذ يشكل في الوقت ذاته وسيلة لتمويل نموها وتوسيع أنشطتها، بفضل الإمكانيات التي يتيحها، كما يمثل مصدراً للمخاطر إذا لم تتمكن المجموعة من التحكم في مستوى مديونيتها. وينشأ خطر فرط المديونية عندما يبلغ حجم القروض وأعباء الفوائد مستوى حرجاً قد يؤدي إلى العجز عن الوفاء بالتزامات المالية.

وللتخفيف من هذه المخاطر، تعتمد مجموعة T2S التدابير التالية:

- الاعتماد، بالنسبة لغالبية القروض، على تمويلات ذات سعر فائدة ثابت؛
- إرساء نظام صارم لمراقبة الوضعية المالية؛
- اعتماد سياسات ائتمانية متحفظة؛
- تنويع مصادر التمويل؛
- تطبيق سياسة فعالة لتدبير الخزينة والسيولة.

1.11 مخاطر أسعار الفائدة

تخضع أسعار الفائدة لعوامل خارجة عن نطاق سيطرة المجموعة، من بينها السياسات النقدية التي تعتمدها البنوك المركزية، والظروف الاقتصادية، وبصفة عامة، العوامل السياسية. وقد يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة إلى زيادة أعباء الفوائد التي تتحملها المجموعة، ولا سيما تلك المرتبطة بالديون التي سيتم التعاقد بشأنها مستقبلاً.

غير أن هذا الخطر يظل محدوداً، بالنظر إلى أن عقود التمويل المبرمة مع المؤسسات البنكية يتم التفاوض بشأنها، في أغلب الحالات، على أساس سعر فائدة ثابت، أو بسعر فائدة متغير يخضع لسقف محدد، مما يتيح للمجموعة التحكم في مخاطر تقلب أسعار الفائدة.

1.12 المخاطر المتعلقة بسمعة المجموعة وصورتها

قد يؤثر تحقق أي من المخاطر الواردة في هذا القسم سلباً على سمعة مجموعة T2S وصورتها لدى مختلف الأطراف المعنية.

ويتم الحد من هذه المخاطر عبر مختلف حلقات سلسلة القيمة، من خلال انتقاء موردين دوليين معترف بهم يستجيبون لمتطلبات المجموعة (من حيث الشهادات، والامتثال للقوانين والأنظمة، وغيرها)، والحرص على تقديم خدمات عالية الجودة وتعزيز ولاء الزبناء، والسعي المستمر إلى تحقيق التميز التشغيلي، واعتماد حكمة تستجيب لأفضل الممارسات، فضلاً عن عمليات الافتتاح الدورية التي يجريها موردو المجموعة وتلك المنجزة في إطار الحصول على الشهادات والاعتمادات المعتمدة.

كما وضعت المجموعة مجموعة من التدابير والإجراءات التي تمكنها من استباق هذه المخاطر وتديرها بفعالية، بما يساهم في الحفاظ على سمعتها وتعزيز مكانتها.

1.13 المخاطر المتعلقة بمراجعة التعريفات الوطنية المرجعية

ترتبط المخاطر المتعلقة بالتعريفات الوطنية المرجعية بتحديد أسس تعويض الأعمال والخدمات والأجهزة الطبية. وقد يؤدي تعديل هذه التعريفات، في سياق توحيد أنظمة التعويض بين الصندوق الوطني للضمان الاجتماعي والصندوق الوطني لمنظمات الاحتياط الاجتماعي بهدف ضمان الاستدامة المالية للنظام، إلى تشديد تأطير الأسعار المرجعية، بما قد ينعكس في انخفاض أسعار البيع الممكن اعتمادها. كما أن أي تعديل غير ملائم في مبالغ التعويض الجزافي أو إعادة تصنيف بعض الأجهزة الطبية القابلة للتعويض قد يؤثر على مزيج المنتجات ويقلص مساهمة المنتجات ذات الهوامش المرتفعة.

غير أن هذا الخطر يتم الحد منه من خلال اعتماد سياسة استباقية تركز، على وجه الخصوص، على ما يلي:

- تنويع محفظة المنتجات للحد من الاعتماد على المنتجات الأكثر عرضة لتأثير مراجعة التعريفات المرجعية؛
- تعزيز اليقظة التنظيمية لاستباق التعديلات المحتملة على التعريفات؛
- التكيف المستمر للاستراتيجية التجارية بما يضمن الحفاظ على ربحية المجموعة.

II. عوامل المخاطر المتعلقة بالأدوات المالية المعروضة

II.1 مخاطر السيولة

تخضع الأسهم المدرجة في البورصة لقواعد العرض والطلب التي تحدد قيمتها في السوق المالية. ويتأثر تطور سعر السهم، على وجه الخصوص، بالنتائج المحققة والأداء المالي للشركات المدرجة، فضلاً عن آفاق النمو التي يتوقعها المستثمرون. وبناءً على ذلك، قد يشهد المستثمر ارتفاعاً أو انخفاضاً ملحوظاً في قيمة الأسهم المدرجة التي يمتلكها.

II.2 مخاطر تقلب الأسعار

تخضع الأسهم المدرجة لقواعد العرض والطلب التي تحدد قيمتها في سوق البورصة. ويتحدد تطور أسعار الأسهم، على الخصوص، بناءً على النتائج المحققة والأداء المالي للشركات المدرجة، إضافة إلى آفاق التطور والنمو التي يستشرها المستثمرون. وبالتالي، قد يلاحظ المستثمر ارتفاعاً أو انخفاضاً مهماً في قيمة الأسهم التي يمتلكها.

II.3 مخاطر فقدان رأس المال

تنطوي المساهمة في رأسمال شركة ما على المخاطر المرتبطة بأي استثمار. وفي حال تحقق مخاطرة أو أكثر من المخاطر المحتملة، فقد يؤدي ذلك إلى تكبد خسائر قد تصل إلى فقدان كامل المبلغ المستثمر، إضافة إلى مصاريف المعاملات المرتبطة به، وبالتالي فقدان مجموع رأس المال المستثمر. وعلاوة على ذلك، إذا كان المستثمر قد لجأ إلى اقتراض أموال خارجية لتمويل مساهمته، فإن الحد الأقصى للمخاطر يكون أعلى، باعتبار أن الالتزامات الناتجة عن عقد القرض تظل قائمة تجاه الجهة الممولة، بغض النظر عن تطور قيمة المساهمة في رأسمال المجموعة القابضة T2S. كما يحق للجهة الممولة الرجوع على المستثمر في حدود مبلغ قد يتجاوز قيمة رأس المال المستثمر.

تنبيه

لا تمثل المعلومات الواردة مسبقا سوى جزءا من ملف المعلومات المؤشر عليه من طرف الهيئة المغربية لسوق الرساميل بتاريخ 06/07/2026 تحت المرجع .VI/EM /021/2026.

وتوصي الهيئة المغربية لسوق الرساميل بقراءة ملف المعلومات والموضوع رهن إشارة العموم باللغة الفرنسية.