

RESEARCH REPORT

EQUITY

JUILLET
2022

| **MAROC** | ANNUEL **2021**
Secteur Bancaire

SITUATION DES **BANQUES COTÉES** AU MAROC

- 04 | Contexte macro-économique & sectoriel
- 09 | Réalisations des banques cotées en 2021
- 17 | Perspectives de croissance & Multiples de valorisation 2022E-2023E
- 20 | Fiches valeurs
- 27 | Annexes



Attijari
Global Research

Rapport à usage institutionnel

EXECUTIVE SUMMARY

Après le choc provoqué par la pandémie du Covid-19, les banques cotées au Maroc ont bénéficié d'une nette amélioration de la situation économique en 2021. Celles-ci ont dégagé des bénéfices⁽¹⁾ de 10,3 MMDH en hausse de 44%⁽²⁾ par rapport à 2020. À l'origine, l'amélioration de la qualité de leur portefeuille de crédits et dans une moindre mesure, la rationalisation continue de leur frais de gestion. Toutefois, la capacité bénéficiaire des Groupes bancaires cotés demeure inférieure à celle observée durant la période pré-Covid. Une situation justifiée selon nous, par une politique de risque « *prudente* » dans un environnement mondial toujours instable.

Au terme de notre analyse des réalisations du secteur bancaire coté au titre de l'exercice 2021, nous ressortons avec les messages clés suivants :

- L'attentisme des acteurs économiques tant sur l'investissement que sur le développement de nouveaux projets immobiliers a pesé sur la croissance des crédits bancaires. Leur rythme de progression ressort à 2,8% en 2021 en dessous du TCAM observé durant la période 2015-2019 de 3,7% ;
- Pour la 2^{ème} année consécutive, la croissance des dépôts⁽³⁾ se situe au-dessus des 5,0%. À l'origine, le bon comportement des ressources à vue dans un contexte marqué par le manque d'attractivité des comptes rémunérés. Une situation qui a incité les banques à commercialiser davantage des solutions d'épargne à rendement variable ;
- Principal contributeur à la croissance du produit net bancaire (PNB), la marge d'intérêt semble bénéficier d'une optimisation continue du coût des ressources. Parallèlement, la marge sur commissions est portée par la progression du « *taux d'équipement produit* » et la bonne dynamique des métiers spécialisés ;
- L'amélioration du contexte économique s'est clairement reflété sur le taux du coût du risque du secteur en 2021. Néanmoins, cet indicateur est toujours supérieur aux niveaux observés durant la période pré-Covid. Cette situation offrirait selon nous, un gisement de reprises intéressant pour les Groupes universels marocains durant les années à venir ;
- Les banques cotées ont annoncé dans leur ensemble, des niveaux de dividendes records au titre de l'exercice 2021. Il s'agit d'un montant agrégé de 7,2 MMDH en hausse de 24% par rapport à 2020. Dans ces conditions, le payout social du secteur ressort à 75% au-dessus de sa moyenne historique autour des 60% ;
- Nous croyons que le secteur bancaire coté devrait poursuivre l'amélioration de sa capacité bénéficiaire sur la période 2022E-2023E à travers une croissance annuelle moyenne de 12%. Un scénario soutenu par la poursuite de la normalisation progressive du coût du risque. Tenant compte de la forte correction du marché boursier durant les sept premiers mois de 2022, les multiples de valorisation du secteur demeurent particulièrement attractifs :
 - ⇒ Le P/E 23E du secteur ressort à des plus bas historiques, soit 15,3x par rapport à une moyenne dix ans de 18,9x. Il s'agit d'une décote de 19% ;
 - ⇒ Le D/Y moyen du secteur sur la période 2022E-2023E s'établirait à 3,8% traduisant un payout cible autour des 70%. Il s'agit du rendement de dividende le plus élevé observé au cours de la dernière décennie.

Walid KABBAJ

Associate
+212 5 22 49 14 82
w.kabbaj@attijari.ma

Taha JAIDI

Directeur Stratégie
+212 5 29 03 68 23
t.jaidi@attijari.ma

(1) RNPG agrégés des banques cotées / (2) Croissance récurrente hors don Covid versé en 2020 / (3) Dépôts clientèle base sociale GPBM

SOMMAIRE

I. CONTEXTE MACRO-ÉCONOMIQUE & SECTORIEL

- A. Un rebond économique très attendu en 2021, des perspectives moins favorables pour 2022E
- B. Une décélération visible de la croissance des crédits observée depuis 2019
- C. Des conditions de financement favorables grâce à la baisse continue des taux débiteurs
- D. Une bonne dynamique des dépôts portée par les ressources à vue

II. RÉALISATIONS DES BANQUES COTÉES EN 2021

- A. Résultats financiers agrégés des banques cotées en 2021
- B. Une croissance de l'activité tirée par la bonne dynamique de la marge d'intérêt
- C. Une discipline confirmée en matière de contrôle des coûts
- D. Une nette décélération des créances en souffrance post-Covid
- E. Coût du risque, un potentiel de rattrapage visible pour les grands Groupes marocains
- F. Une capacité bénéficiaire toujours inférieure aux niveaux pré-Covid
- G. Un effort de dividende soutenu par des niveaux de payout élevés

III. PERSPECTIVES DE CROISSANCE & MULTIPLES DE VALORISATION 2022E-2023E

- A. Révision des prévisions de croissance durant la période 2022E-2023E
- B. Un secteur qui se traite en dessous de ses niveaux normatifs de valorisation

IV. FICHES VALEURS

- A. ATW bank : Vers un franchissement de la barre des 6 MMDH de bénéfices en 2023E
- B. BCP : Un rattrapage important des bénéfices attendu en 2022E
- C. BOA : Une croissance maîtrisée des bénéfices durant la période 2022E-2023E
- D. BMCI : Des frais de gestion qui pèsent considérablement sur la capacité bénéficiaire
- E. CIH Bank : Une année 2021 marquée par la normalisation du coût du risque
- F. CDM : Vers un réajustement haussier du taux du coût du risque

V. ANNEXES

- A. Annexe 1 : Indicateurs trimestriels
- B. Annexe 2 : Croissance trimestrielle
- C. Annexe 3 : Taux de réalisation - Prévisions annuelles 2022E Vs. Réalisations T1-22



PARTIE I

CONTEXTE MACRO-ÉCONOMIQUE & SECTORIEL



UN REBOND ÉCONOMIQUE TRÈS ATTENDU EN 2021, DES PERSPECTIVES MOINS FAVORABLES POUR 2022E



UNE DÉCÉLÉRATION VISIBLE DE LA CROISSANCE DES CRÉDITS OBSERVÉE DEPUIS 2019



DES CONDITIONS DE FINANCEMENT FAVORABLES GRÂCE À LA BAISSÉ CONTINUE DES TAUX DÉBITEURS



UNE BONNE DYNAMIQUE DES DÉPÔTS PORTÉE PAR LES RESSOURCES À VUE

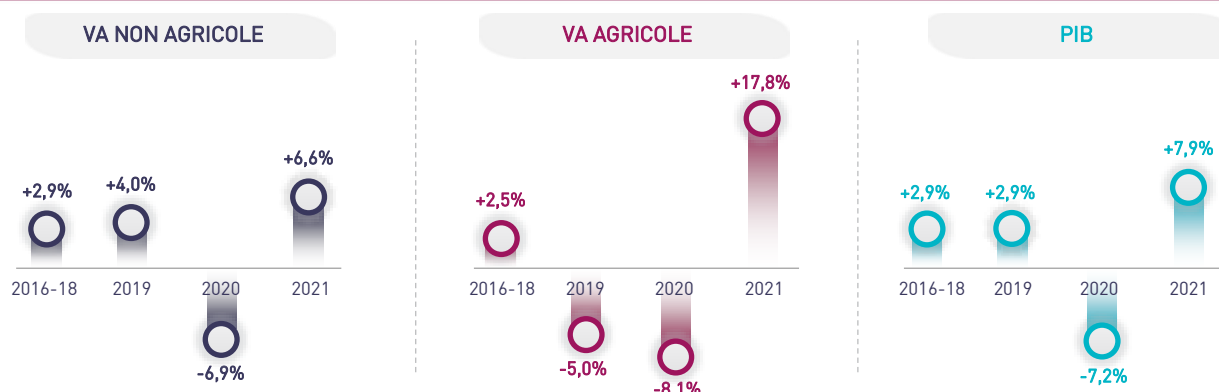
UN REBOND ÉCONOMIQUE TRÈS ATTENDU EN 2021, DES PERSPECTIVES MOINS FAVORABLES POUR 2022

Après une récession du PIB de -7,2% en 2020 sous l'effet des répercussions négatives de la crise Covid-19, l'année 2021 a été marquée par un net rebond de l'économie marocaine de 7,9%. À l'origine, la reprise des différents secteurs productifs en raison de la levée progressive des restrictions sanitaires. Dans ce contexte, nous relevons :

- Une forte croissance du **secteur agricole** de 17,8% grâce à une campagne céréalière exceptionnelle qui a dépassé les 103 MQx en 2021 contre seulement 32 MQx en 2020, soit une augmentation de 221%.
- Une bonne dynamique du **secteur non agricole** qui croît de 6,6% en 2021 portée par la solide reprise de la Demande à l'égard des Phosphates, de l'Automobile, du Textile et de l'Agro-alimentaire.

Au niveau des perspectives, l'année 2022 s'annonce moins favorable que prévu. D'une part, le conflit russo-ukrainien pèse sur la confiance des acteurs économiques en raison du renchérissement inédit des matières premières conjugué aux perturbations des chaînes logistiques. D'autre part, le déficit pluviométrique que connaît le Maroc a eu un impact considérable sur la production céréalière qui s'établirait autour des 32 MQx en 2022 contre 103 MQx en 2021 et 75 MQx en moyenne sur la dernière décennie. Ainsi, Bank Al-Maghrib prévoit la croissance de l'économie marocaine à 1,0% en 2022.

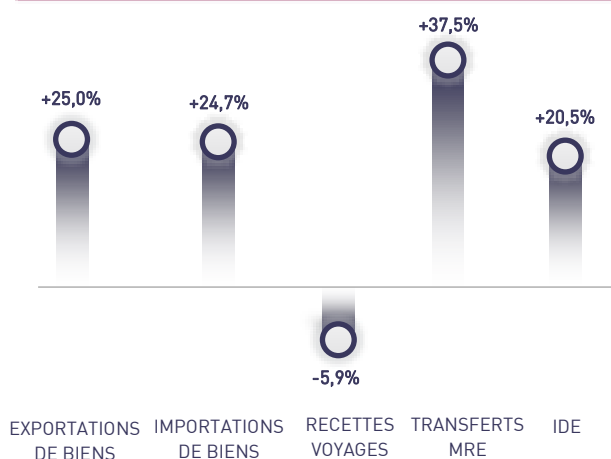
MAROC : CROISSANCE DES PRINCIPAUX AGRÉGATS ÉCONOMIQUES 2016-2021



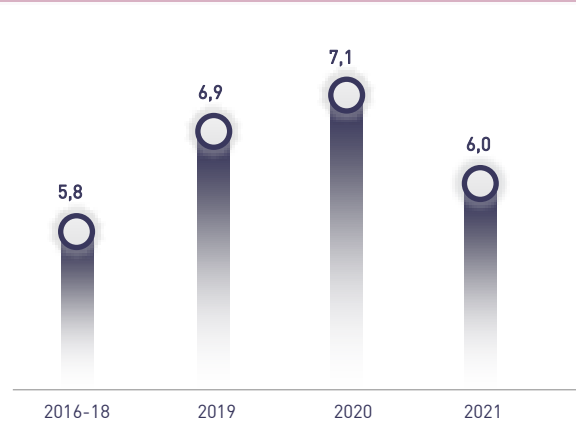
Dans un contexte de reprise économique, les exportations et les importations de biens au Maroc ont progressé de 25,0% et de 24,7% respectivement. Celles-ci ont été soutenues par la reprise de la Demande et la hausse des prix des matières premières à l'international. En 2021, le déficit commercial retrouve son niveau de 2019 autour de 200 MMDH et ce, après un allègement de 46,7 MMDH en 2020. Les recettes voyages, impactées par la fermeture des frontières et le ralentissement de l'activité touristique, ont enregistré un nouveau recul de -5,9% en 2021 à 34,3 MMDH après une chute de -53,7% en 2020. Les transferts MRE, quant à eux, se sont élevés à un niveau record de 93,7 MMDH en hausse de 37,5%. Pour sa part, le flux net des IDE s'est établi à 20,2 MMDH en progression de 20,5% en 2021.

Les Avoirs Officiels de Réserve de Bank Al-Maghrib ressortent à 330 MMDH couvrant ainsi près de 6 mois d'importations de Biens & Services en 2021. Le repli de ce taux de couverture par rapport à la période 2019-2020 est justifié par la reprise de l'activité économique dans un contexte où la balance commerciale demeure structurellement déficitaire au Maroc.

AGRÉGATS D'ÉCHANGES EXTÉRIEURS: 2021 VS. 2020



AVOIRS OFFICIELS DE RÉSERVE⁽¹⁾ 2016-2021



(1) En mois d'importations de B&S

Sources : Bank Al-Maghrib, HCP, Calculs AGR

UNE DÉCÉLÉRATION VISIBLE DE LA CROISSANCE DES CRÉDITS OBSERVÉE DEPUIS 2019

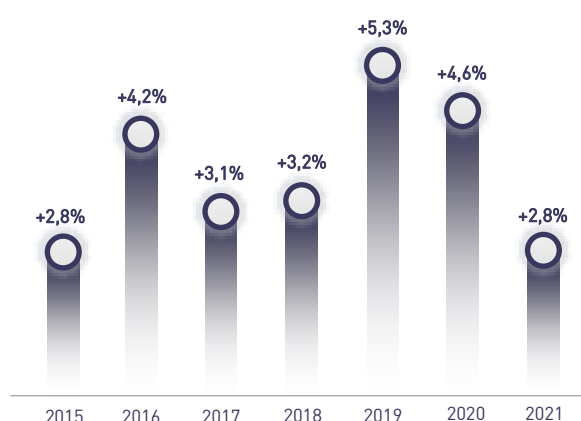
En 2021, la croissance des crédits bancaires affiche une décélération visible à 2,8% en comparaison à 4,6% en 2020 et à une moyenne de 3,7% durant la période 2015-2019. Une croissance limitée par l'attentisme des acteurs économiques tant au niveau de l'investissement qu'au niveau du développement de nouveaux projets immobiliers :

- Les **crédits à l'équipement** reculent pour la 2^{ème} année consécutive à -4,9% contre -2,2% en 2020 dans un contexte marqué par le décalage des décisions d'investissement des acteurs économiques. À noter que le produit INTELAKA dédié aux porteurs de projets poursuit sa dynamique à travers un encours à 6,2 MMDH en 2021, en hausse de 130% par rapport à 2020. A cet effet, le poids des crédits INTELAKA dans les crédits à l'équipement du secteur bancaire progresse de 1,5% à 3,6% durant la période 2020-2021 ;
- Les **crédits promoteurs** baissent à un rythme plus prononcé de -7,9% dans un contexte marqué par le report de plusieurs projets immobiliers. Actuellement, l'objectif principal des promoteurs demeure l'écoulement des stocks disponibles afin d'assainir leur situation bilancielle plutôt que le lancement de nouveaux projets ;
- Les **crédits à l'habitat** progressent de 4,7%, en ligne avec le TCAM des 7 dernières années. La dynamique des crédits à l'habitat est soutenue par des conditions de financement relativement plus favorables. À noter que les taux débiteurs relatifs aux crédits immobiliers affichent une tendance baissière visible passant de 5,3% au T4-19 à 4,9% au T4-20 puis à 4,8% au T4-21 ;
- Les **crédits de trésorerie** sont les principaux contributeurs de la croissance des crédits en 2021 avec une hausse de 9,6%, soit la plus forte évolution au cours de la dernière décennie. En effet, cette tendance refléterait la Demande croissante des entreprises pour le financement de leur besoin d'exploitation (BFR) dans un contexte de relance économique conjugué à des perturbations au niveau de la chaîne logistique à l'international.

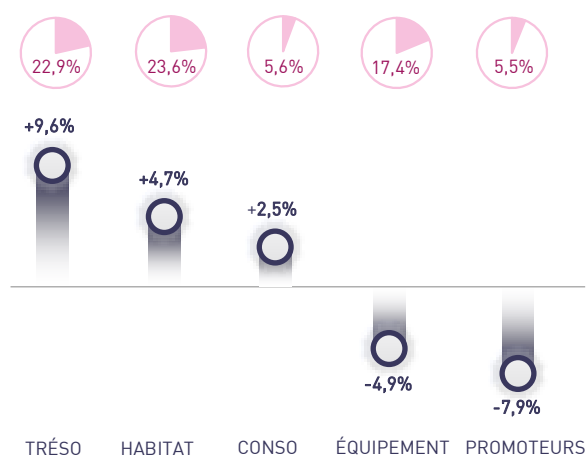
Il est important de souligner que les prêts garantis DAMANE RELANCE déployés pour relancer l'activité des entreprises face au choc Covid-19 ont pris fin durant le 1^{er} semestre 2021. L'encours de ces produits ressort à 41,5 MMDH à fin 2021 en hausse de 17,6% par rapport à 2020. Ces derniers justifient ainsi près du tiers de la croissance des crédits de trésorerie en 2021 ;

- Les **crédits à la consommation** se redressent de 2,5% contre -4,1% en 2020. Néanmoins, leur rythme de croissance demeure en dessous de la moyenne observée durant la période 2015-2019, soit de 5,1%. En marge des conférences de présentation des résultats des banques cotées, nous relevons que l'impact de la crise sanitaire pèse toujours sur les revenus des ménages et par conséquent, sur leur capacité d'endettement. Selon le HCP, le taux de chômage au Maroc s'est aggravé à 12,3% en 2021 contre 11,9% en 2020. En effet, les créations d'emplois en 2021 (+230.000) n'ont toujours pas compensé les pertes d'emplois accusées en 2020 (-432.000), soit un taux de couverture de 53%.

MAROC : CROISSANCE DES CRÉDITS BANCAIRES (BAM)



CROISSANCE PAR CATÉGORIE DE CRÉDIT 2020-2021⁽¹⁾



(1) Poids par catégorie de crédit dans les crédits bancaires en 2021

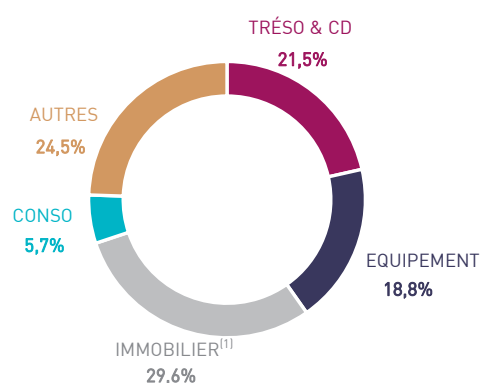
Sources : Bank Al-Maghrib, HCP, Calculs AGR

DES CONDITIONS DE FINANCEMENT FAVORABLES GRÂCE À LA BAISSÉ CONTINUE DES TAUX DÉBITEURS

La dynamique des crédits bancaires durant l'année 2021 s'est traduite par une légère évolution de leur structure. Plus en détails, nous relevons les constats suivants :

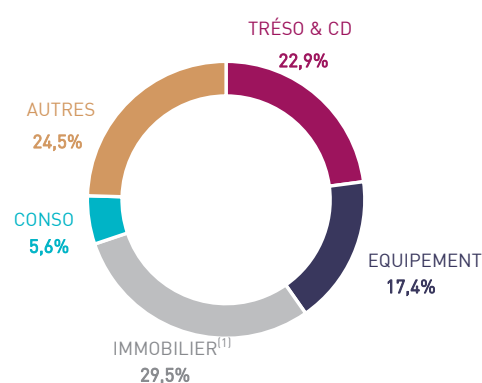
- Le poids des **crédits de trésorerie** gagne 1,4 pts passant de 21,5% en 2020 à 22,9% en 2021. Il s'agit d'une hausse de l'encours de +19,8 MMDH à 225,7 MMDH. Cette montée en charge s'est opérée principalement au détriment des **crédits à l'équipement** dont le poids recule de -1,4 pts passant de 18,8% en 2020 à 17,4% en 2021. L'encours des crédits à l'équipement régresse ainsi de -8,8 MMDH ;
- Les poids des autres catégories de crédits demeurent globalement stables avec de légères variations allant de -10 PBS et +7 PBS. À fin 2021, le poids des **crédits immobiliers** dans la structure des crédits bancaires ressort à 29,5% contre 5,6% pour les **crédits à la consommation**.

MAROC : STRUCTURE DES CRÉDITS BANCAIRES 2020



[1] Crédits à l'habitat et crédits aux promoteurs immobiliers

MAROC : STRUCTURE DES CRÉDITS BANCAIRES 2021

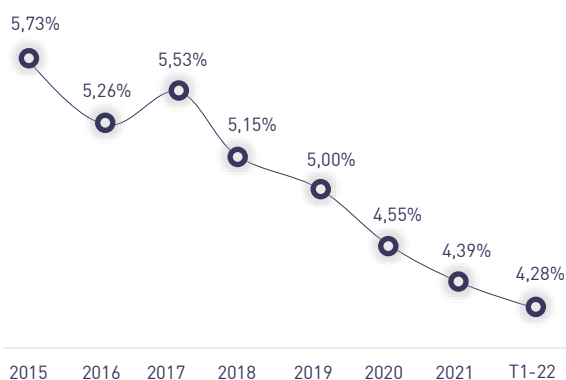


Les taux d'intérêt débiteurs affichent une tendance baissière de fonds depuis 2017, passant de 5,53% à 4,39% en 2021, soit un repli de -114 PBS. Cette évolution intègre deux baisses cumulées du taux directeur (TD) de Bank Al-Maghrib annoncées en 2020 de -75 PBS, s'établissant ainsi à un plus bas historique à 1,5%. Le T1-22 s'inscrit dans la même tendance avec un léger repli des taux débiteurs de -11 PBS, passant d'une moyenne de 4,39% en 2021 à 4,28% au T1-22.

Néanmoins, rappelons que les taux débiteurs n'ont intégré que partiellement la baisse du TD en 2020. À l'origine de cette évolution limitée, l'augmentation naturelle de la prime de risque des entreprises et des particuliers dans un contexte de crise sanitaire. Notons que le taux des créances en souffrance du secteur bancaire a dépassé la barre des 8,4% en 2021 pour la première fois depuis 2009.

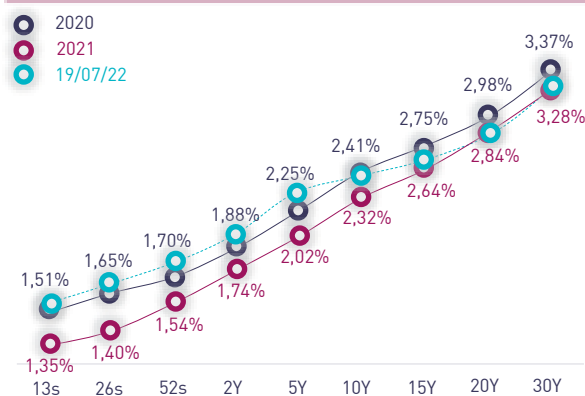
Concernant le financement du Trésor, les taux de la courbe obligataire primaire ont connu la même tendance baissière en 2021 en ligne avec la baisse du TD. La tranche de maturité CT a connu des replis variant au sein d'une fourchette de [14 à 25 PBS] en 2021, tandis que les maturités du segment MLT ont oscillé dans un intervalle de [11 à 30 PBS] durant la même période. En l'absence d'une nouvelle sortie à l'international, nous assistons à un mouvement haussier des taux depuis le début de l'année 2022 en raison d'un recours massif du Trésor au marché intérieur.

MAROC : TAUX D'INTÉRÊT DÉBITEURS^[2]



[2] Moyenne annuelle des taux moyens pondérés débiteurs trimestriels de BAM

MAROC : COURBE OBLIGATAIRE PRIMAIRE



Sources : Bank Al-Maghrib, Calculs AGR

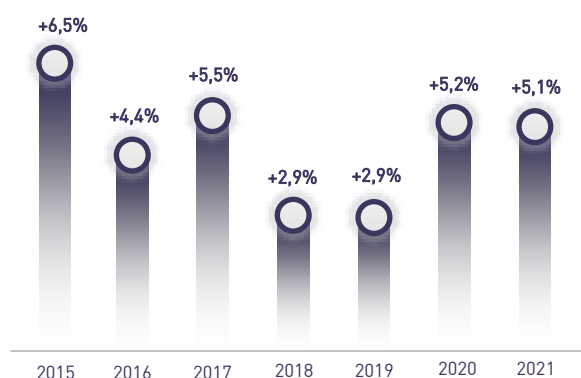
UNE BONNE DYNAMIQUE DES DÉPÔTS PORTÉE PAR LES RESSOURCES À VUE

Sur une base sociale, la croissance des dépôts en 2021 se situe au-dessus des 5,0% et ce, pour la 2^{ème} année consécutive. Une progression largement supérieure à celle des crédits bancaires qui ressort à 2,8% en 2021. À cet effet, la croissance des dépôts revient à son niveau normatif observé durant la période 2010-2017, soit de 5,2%.

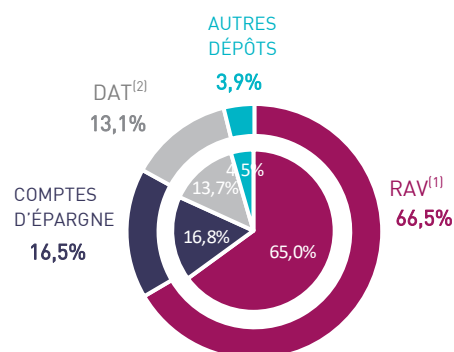
Ce dynamisme des dépôts intervient après une nette décélération de leur rythme de croissance sur la période 2018-2019, soit un TCAM inférieur à 3,0%. Une situation qui s'expliquait par le repli sensible des taux de rémunération observé au cours des dernières années.

La hausse des dépôts en 2021 est justifiée principalement par les RAV⁽¹⁾ qui progressent de +7,7% à plus de 700 MMDH, soit +50 MMDH. À l'inverse, les dépôts rémunérés demeurent quasi-stables à travers une évolution de 0,4% à 352 MMDH sur la même période. Dans ces conditions, le poids des RAV⁽¹⁾ se renforce dans la structure des dépôts de 1,5 pts passant de 65,0% en 2020 à 66,5% en 2021.

MAROC : CROISSANCE DES DÉPÔTS CLIENTÈLE (GPBM)



MAROC : STRUCTURE DES DÉPÔTS CLIENTÈLE 2020-2021

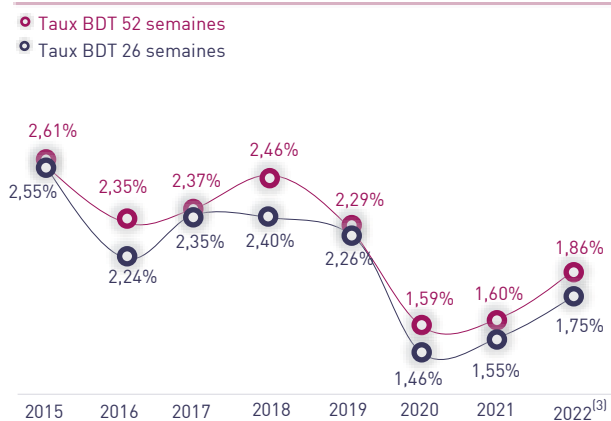


Anneau Intérieur 2020 / Anneau extérieur 2021 (Base Sociale GPBM)

L'attentisme des clients et le manque d'attractivité des comptes rémunérés suite à la baisse historique du taux directeur, seraient les principaux facteurs à l'origine de l'évolution contrastée entre les RAV⁽¹⁾ et les DAT⁽²⁾ en 2021, soit de +7,7% contre +0,4%. Une situation qui a incité les banques à commercialiser davantage des solutions d'épargne plus attractives, à l'image des produits de gestion collective. En effet, l'encours géré par les OPCVM a progressé de plus de 13% passant de 523 MMDH en 2020 à 593 MMDH en 2021.

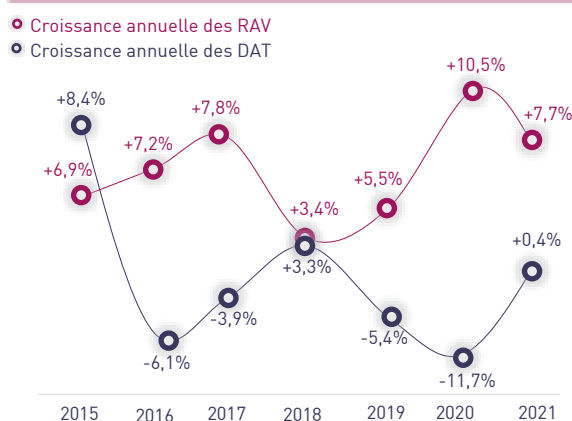
Après avoir entamé une accélération baissière durant la période 2019-2020, les rendements des BDT court terme sur le marché secondaire se stabilisent en 2021, soit 1,55% pour le taux 26 semaines et 1,60% pour le taux 52 semaines. Toutefois, nous assistons à une orientation haussière des taux court terme durant les sept premiers mois de l'année 2022. Ce retournement de tendance s'expliquerait principalement par les anticipations inflationnistes des investisseurs, ce qui implique un relèvement naturel de leurs exigences de rendement sur le compartiment secondaire.

ÉVOLUTION DES RENDEMENTS BDT (SECONDAIRES)



[3] Données arrêtées au 19/07/2022

MAROC : CROISSANCE DES RAV⁽¹⁾ VS. DAT⁽²⁾



[1] RAV : Comptes chèques & Comptes courants / [2] Dépôts à terme

Sources : GPBM, Bank Al-Maghrib, Calculs AGR



PARTIE II

RÉALISATIONS DES BANQUES COTÉES EN 2021



RÉSULTATS FINANCIERS AGRÉGÉS DES BANQUES COTÉES EN 2021



UNE CROISSANCE DE L'ACTIVITÉ TIRÉE PAR LA BONNE DYNAMIQUE DE LA MARGE D'INTÉRÊT



UNE DISCIPLINE CONFIRMÉE EN MATIÈRE DE CONTRÔLE DES COÛTS



UNE NETTE DÉCÉLÉRATION DES CRÉANCES EN SOUFFRANCE POST-COVID



COÛT DU RISQUE, UN POTENTIEL DE RATTRAPAGE VISIBLE POUR LES GRANDS GROUPES MAROCAINS



UNE CAPACITÉ BÉNÉFICIAIRE TOUJOURS INFÉRIEURE AUX NIVEAUX PRÉ-COVID



UN EFFORT DE DIVIDENDE SOUTENU PAR DES NIVEAUX DE PAYOUT ÉLEVÉS

RÉSULTATS FINANCIERS AGRÉGÉS DES BANQUES COTÉES EN 2021

En 2021, le secteur bancaire coté enregistre un PNB agrégé de 67,7 MMDH en hausse de 3,6%. Une croissance justifiée principalement par l'évolution de la marge d'intérêt. En effet, les banques cotées ont évolué dans un contexte favorable marqué par une bonne dynamique de la collecte conjuguée à une optimisation continue du coût des ressources.

La discipline en matière de contrôle des coûts se reflète à travers la baisse du coefficient d'exploitation récurrent⁽¹⁾ pour la 3^{ème} année consécutive. En 2021, celui-ci ressort à 50,9% en amélioration de 0,3 pts par rapport à 2020.

La normalisation progressive du coût du risque se poursuit post-Covid à travers une baisse de -4,5 MMDH en 2021, équivalente à une variation de -25,4%. Toutefois, le taux du coût du risque social⁽²⁾ en 2021 demeure toujours supérieur aux niveaux observés en 2019, soit de 1,02% contre 0,76% respectivement. Dans ces conditions, le secteur bancaire coté revient à un RNPG récurrent⁽¹⁾ de 10,3 MMDH en redressement de 44% à fin 2021. Cette masse bénéficiaire est toutefois inférieure de -15,8% à celle observée durant la période pré-Covid, soit de 12,3 MMDH en 2019.

BANQUES COTÉES : COMPTE DE RÉSULTATS AGRÉGÉ 2019-2021 (BASE CONSOLIDÉE)

Rubrique (en MDH)	2019	2020	2020 ⁽¹⁾ Hors Don	2021	VAR 21/20 Hors don	VAR 21/20 Affichée	VAR 21/19
PRODUIT NET BANCAIRE	63 113	65 340	65 340	67 684	3,6%	3,6%	7,2%
<i>Frais de Gestion</i>	<i>33 041</i>	<i>36 804</i>	<i>33 484</i>	<i>34 452</i>	<i>2,9%</i>	<i>-6,4%</i>	<i>4,3%</i>
<i>Coefficient d'exploitation</i>	<i>52,4%</i>	<i>56,3%</i>	<i>51,2%</i>	<i>50,9%</i>	<i>-0,3%</i>	<i>-5,4%</i>	<i>-1,5%</i>
RÉSULTAT BRUT D'EXPLOITATION	30 072	28 535	31 855	33 232	4,3%	16,5%	10,5%
<i>Coût du risque de crédit</i>	<i>7 364</i>	<i>17 655</i>	<i>17 655</i>	<i>13 164</i>	<i>-25,4%</i>	<i>-25,4%</i>	<i>78,8%</i>
<i>Taux du coût du risque⁽²⁾ (Base sociale)</i>	<i>0,76%</i>	<i>1,36%</i>	<i>1,36%</i>	<i>1,02%</i>	<i>-0,34%</i>	<i>-0,34%</i>	<i>+0,27%</i>
RÉSULTAT D'EXPLOITATION	22 708	10 880	14 200	20 068	41,3%	84,4%	-11,6%
<i>Autres produits et charges</i>	<i>161</i>	<i>12</i>	<i>12</i>	<i>65</i>	<i>431,0%</i>	<i>431,0%</i>	<i>-59,7%</i>
RÉSULTAT AVANT IMPÔTS	22 869	10 893	14 213	20 133	41,7%	84,8%	-12,0%
<i>Impôts sur les bénéfices</i>	<i>7 941</i>	<i>4 156</i>	<i>5 384</i>	<i>6 981</i>	<i>29,7%</i>	<i>68,0%</i>	<i>-12,1%</i>
RÉSULTAT NET	14 928	6 737	8 829	13 152	49,0%	95,2%	-11,9%
<i>Intérêts minoritaires</i>	<i>2 651</i>	<i>1 326</i>	<i>1 643</i>	<i>2 811</i>	<i>71,1%</i>	<i>112,1%</i>	<i>6,0%</i>
RÉSULTAT NET PART DU GROUPE	12 277	5 411	7 186	10 341	43,9%	91,1%	-15,8%
<i>Capitaux Propres - Part du Groupe</i>	<i>126 476</i>	<i>125 397</i>	<i>125 397</i>	<i>131 933</i>	<i>5,2%</i>	<i>5,2%</i>	<i>4,3%</i>
ROE	9,7%	4,3%	5,7%	7,8%	2,1%	3,5%	-1,9%

(1) Hors don Covid versé par les banques en 2020

(2) Les données prennent en compte les BPR pour la BCP dans une logique de comparabilité

Les banques cotées ont déployé un effort de distribution considérable à l'égard de leurs actionnaires et ce, à travers une augmentation du dividende de 24,2% passant de 5,8 MMDH en 2020 à 7,2 MMDH au titre de 2021. À cet effet, le payout du secteur coté ressort à 75,2% largement supérieur à la moyenne normative observée sur la période 2015-2019 de 61,0%.

Au final, le rendement de dividende offert par le secteur bancaire coté au titre de l'exercice 2021, ressort à des niveaux corrects de 3,2% en moyenne contre 3,0% pour le marché Actions et 2,27%⁽³⁾ pour le taux BDT 5 ans.

BANQUES COTÉES : POLITIQUE DE DIVIDENDE VS. RENDEMENTS DE DIVIDENDE

Rubrique (en MDH)	2019	2020	2021	VAR 21/20	VAR 21/19
RÉSULTAT SOCIAL	10 172	5 771	9 585	66,1%	-5,8%
<i>Dividendes</i>	<i>6 050</i>	<i>5 802</i>	<i>7 206</i>	<i>24,2%</i>	<i>19,1%</i>
PAYOUT SECTEUR	59,5%	100,5%	75,2%	-25,4%	15,7%
<i>Capitalisation du secteur</i>	<i>223 268</i>	<i>192 079</i>	<i>225 271</i>	<i>17,3%</i>	<i>0,9%</i>
D/Y SECTEUR	2,7%	3,0%	3,2%	0,2%	0,5%
D/Y Marché Actions	3,0%	3,1%	3,0%	-0,1%	0,0%
Taux BDT 5 ans	2,4%	2,1%	2,0%	-0,1%	-0,4%

(3) Taux BDT secondaire du 19/07/2022

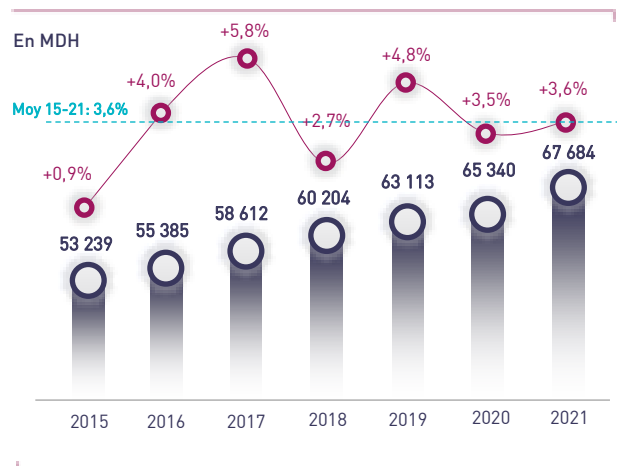
Sources : Etats Financiers Sociaux et Consolidés, GPBM, Calculs & Estimations AGR

UNE CROISSANCE DE L'ACTIVITÉ TIRÉE PAR LA BONNE DYNAMIQUE DE LA MARGE D'INTÉRÊT

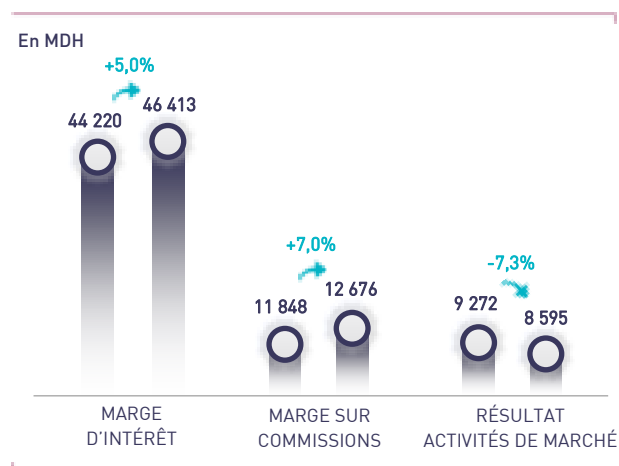
Au titre de l'exercice 2021, le PNB agrégé des banques cotées affiche une progression de +3,6% en ligne avec la moyenne observée durant les sept dernières années. Une croissance qui surperforme celle des crédits bancaires qui ressort à 2,8% sur la même période. Plus en détails :

- **Marge d'intérêt** : Principal contributeur à la croissance du secteur bancaire coté en 2021 avec un poids de 68,6% dans le PNB agrégé et une progression de 5,0% soit de +2,2 MMDH. Au-delà de l'effet volume, cette évolution a été aussi soutenue par une optimisation continue du coût des ressources. D'une part, les RAV⁽¹⁾ affichent une hausse de 7,7% passant de 65,0% à 66,5% dans la structure des dépôts durant la période 2020-2021. D'autre part, les taux de rémunération des DAT⁽²⁾ poursuivent leur baisse en ligne avec le glissement de la courbe des Taux au Maroc ;
- **Marge sur commissions** : Deuxième contributeur à la croissance du secteur avec une croissance soutenue de 7,0% en 2021, soit +827 MDH. Une évolution soutenue par la progression du *taux d'équipement produit* et la dynamique des métiers spécialisés ;
- **Résultat des activités de marché** : Contribution négative à la croissance du PNB avec un repli de -7,3% (-676 MDH) dans un marché obligataire techniquement moins favorable en 2021. Pour rappel, l'année 2020 a été marquée par deux baisses successives du Taux Directeur de -75 PBS passant de 2,25% à un plus bas historique de 1,50%.

BANQUES COTÉES : PNB AGRÉGÉ (BASE CONSOLIDÉE)



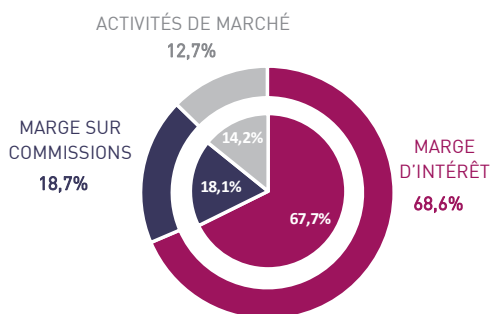
BANQUES COTÉES : VENTILATION DE LA CROISSANCE



La majeure partie des banques cotées, soit 4 institutions sur 6, affiche une évolution modérée du PNB comprise entre 2% et 4%. CIH Bank affiche un profil de croissance décalé par rapport à la tendance du secteur justifié par une politique de diversification de ses emplois clientèle hors immobiliers. Par ailleurs, BMCI marque l'exception du secteur bancaire avec une quasi-stagnation de son PNB en 2021.

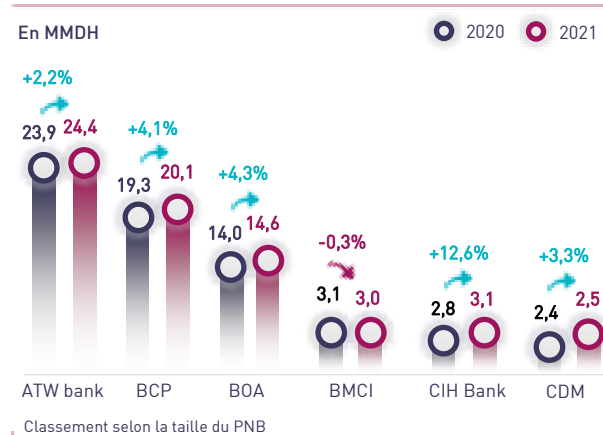
Au final, la structure du PNB du secteur bancaire coté a été marquée par le renforcement de la marge d'intérêt dont le poids gagne 0,9 pts passant de 67,7% à 68,6% durant la période 2020-2021.

BANQUES COTÉES : STRUCTURE DU PNB 2021 VS. 2020



Anneau Intérieur 2020 / Anneau extérieur 2021 (Base Consolidée)

BANQUES COTÉES : ÉVOLUTION DU PNB CONSOLIDÉ



(1) Ressources à vue / (2) Dépôts à terme

Sources : Bank Al-Maghrib, Etats Financiers Consolidés, GPBM, Calculs AGR

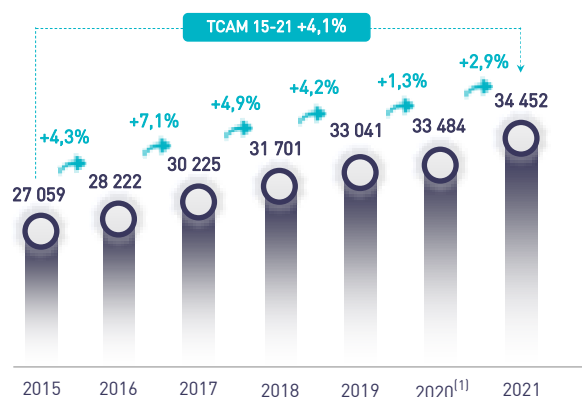
UNE DISCIPLINE CONFIRMÉE EN MATIÈRE DE CONTRÔLE DES COÛTS

Depuis le déclenchement de la crise sanitaire début 2020, les banques cotées ont démontré une capacité indéniable à maîtriser leurs coûts. À cet effet, trois grandes tendances sont à souligner :

- Les frais de gestion récurrents (hors don Covid) affichent une croissance maîtrisée de 2,1% en moyenne annuelle durant la période 2019-2021, sensiblement inférieure à celle du PNB qui ressort à 3,6% sur la même période ;
- Le taux de progression annuel moyen des frais de gestion a été divisé par près de 2 fois passant de 5,1% entre 2015 et 2019 à 2,1% durant la période 2019-2021 ;
- Le coefficient d'exploitation récurrent (hors don Covid) s'améliore de manière continue depuis 2018, passant d'un plus haut de 52,7% à 50,9% en 2021. Il s'agit d'une baisse cumulée de -1,8 pts. Ce coefficient ressort en dessous de la moyenne du secteur bancaire coté observée durant la période 2015-2021, soit de 51,5%.

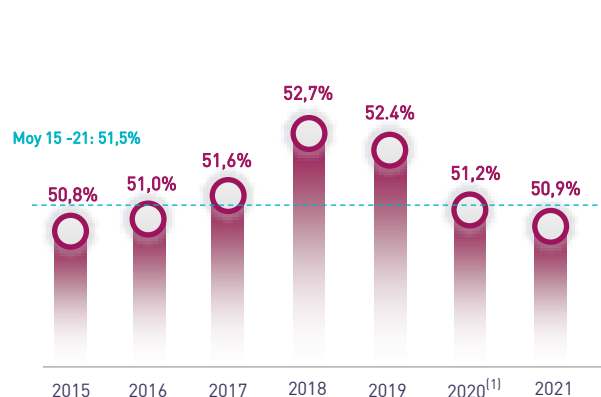
BANQUES COTÉES : FRAIS DE GESTION (CONSOLIDÉE)

En MDH



[1] Hors don Covid-19

BANQUES COTÉES : COEFFICIENT D'EXPLOITATION⁽²⁾



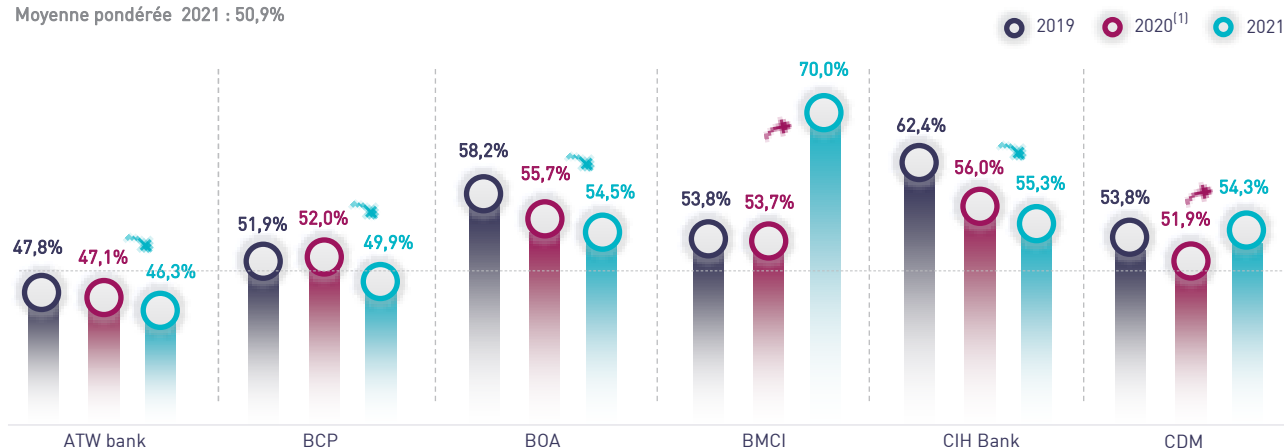
[2] Frais de gestion agrégés / PNB agrégé (Base consolidée)

Durant la période 2019-2021, nous relevons deux tendances disparates au sein du secteur bancaire coté :

- D'une part, une amélioration généralisée du coefficient d'exploitation au niveau des Groupes bancaires marocains. En 2021, ATW bank affiche le meilleur ratio du secteur à 46,3% contre 49,9% pour BCP, 54,5% pour BOA et enfin, 55,3% pour CIH Bank ;
- D'autre part, une dégradation du coefficient d'exploitation au niveau des Groupes bancaires français. En 2021, BMCI accuse un dérapage de son ratio de 16,2 pts à 70,0% sous l'effet de la refonte de son système d'information. Parallèlement, le Crédit du Maroc enregistre une hausse de ses amortissements en lien avec le projet d'entreprise TAJDID 2022. Ce dernier couvre la construction d'un nouveau siège, la mise en place d'un nouveau Core Banking System et enfin, le déploiement du projet de transformation digitale.

ÉVOLUTION DU COEFFICIENT D'EXPLOITATION SUR LA PÉRIODE 2019-2021 (BASE CONSOLIDÉE)

Moyenne pondérée 2021 : 50,9%



Sources : Etats Financiers Consolidés, Calculs & Estimations AGR

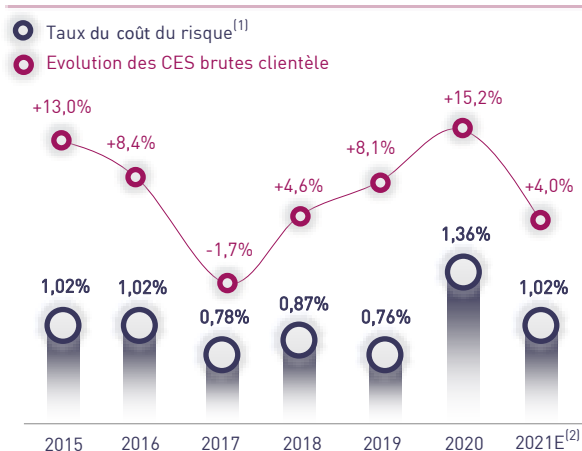
UNE NETTE DÉCÉLÉRATION DES CRÉANCES EN SOUFFRANCE POST-COVID

Après avoir rompu avec sa tendance baissière observée sur la période 2016-2018, le taux de contentieux des banques cotées affiche une hausse significative en 2020 de +83 PBS à 8,40%. En effet, les répercussions de la crise sanitaire se sont traduites par une augmentation des créances en souffrance (CES) de 15,2% contre seulement 3,8% pour les créances brutes clientèle. En 2021, nous assistons à une nette décélération de la croissance des créances en souffrance à 4,0% permettant ainsi de stabiliser le taux de contentieux⁽²⁾ autour des 8,50%.

Le taux de couverture des créances en souffrance par les provisions s'améliore légèrement à 68,7% en 2021, attestant du maintien de l'effort de provisionnement des banques cotées. Un niveau cohérent avec la moyenne observée sur la période 2009-2019, soit de 68,8%.

Sur une base sociale, le coût du risque des banques cotées s'améliore de 34 PBS passant de 1,36% en 2020 à 1,02% en 2021. Toutefois, ce taux demeure supérieur de 13 PBS par rapport à la moyenne observée durant la période pré-Covid 2015-2019, soit de 0,89%. Dans ces conditions, nous croyons que les grandes banques cotées disposent toujours d'un potentiel intéressant en termes de normalisation de leur coût du risque durant la période 2022E-2023E.

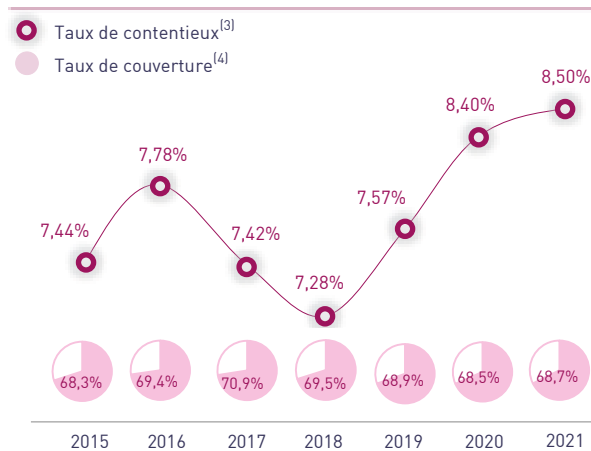
BANQUES COTÉES : INDICATEURS DE RISQUE (GPBM)



(1) Coût du risque agrégé / Créances brutes clientèle agrégées

(2) Coût du risque 2021E estimé à partir des comptes sociaux et des communiqués. Dans une logique de comparabilité, les données de la BCP intègrent les BPR.

BANQUES COTÉES : CONTENTIALITÉ (GPBM)

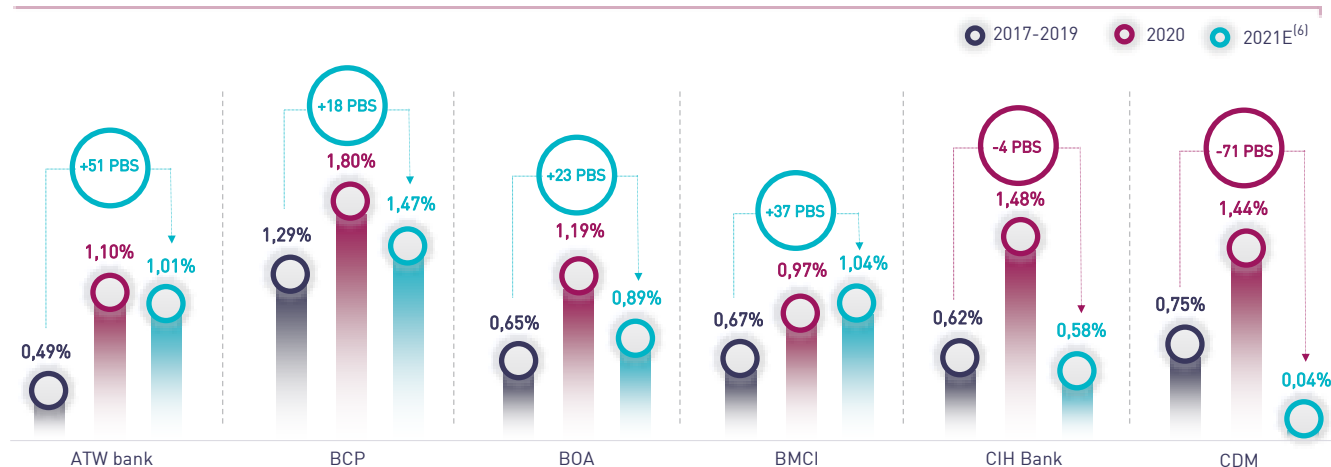


(3) CES brutes clientèle agrégées / Créances brutes clientèle agrégées

(4) Provisions pour CES brutes clientèle agrégées / CES brutes clientèle agrégées

Dans un contexte de reprise économique, les banques cotées améliorent sensiblement leur taux du coût de risque par rapport à 2020. Toutefois, le taux du coût du risque du secteur coté en 2021 demeure toujours supérieur aux niveaux observés durant la période 2017-2019, à l'exception de deux banques. D'une part, le Groupe CIH Bank est revenu selon son Top Management, à des niveaux normatifs en termes de coût du risque, soit autour des 0,60%. D'autre part, le Crédit du Maroc a bénéficié en 2021 d'un effet exceptionnel de reprise sur un dossier important.

BANQUES COTÉES : COMPARATIF DES TAUX DU COÛT DU RISQUE⁽⁵⁾ (BASE SOCIALE GPBM)



(5) Coût du risque / Créances brutes clientèle / (6) Dans une logique de comparabilité, les données de la BCP intègrent ses BPR

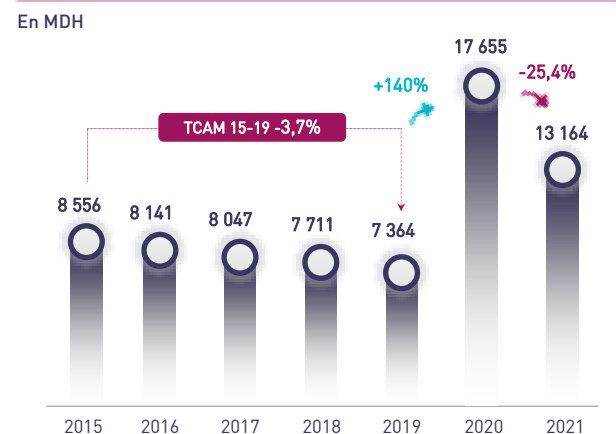
COÛT DU RISQUE, UN POTENTIEL DE RATTRAPAGE VISIBLE POUR LES GRANDS GROUPES MAROCAINS

Après avoir bénéficié d'une baisse continue de leur coût du risque sur la période 2015-2019, d'une moyenne annuelle de -3,7%, les banques cotées accusent une dégradation de la qualité de leurs Actifs en 2020. Celle-ci s'est traduite par une hausse du coût du risque de 140% sur une base consolidée, passant de 7,4 MMDH en 2019 à 17,7 MMDH en 2020.

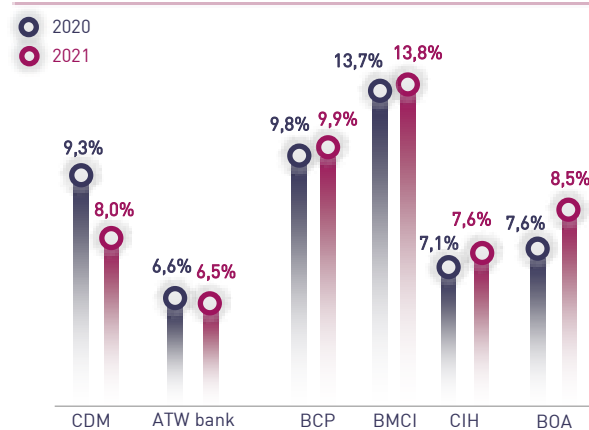
Comme attendu, le coût du risque consolidé des banques cotées affiche une amélioration de 25,4% en 2021 pour s'établir à 13,2 MMDH. Ce niveau demeure supérieur de +65% par rapport à la moyenne 2015-2019, soit de +5,2 MMDH.

En 2021, deux banques arrivent à améliorer leur taux de contentieux⁽¹⁾, surperformant ainsi la tendance du secteur coté. D'une part, Attijariwafa bank qui affiche le taux le plus bas de son secteur à 6,51%. D'autre part, le Crédit du Maroc qui profite d'un effet de rattrapage par rapport à une année 2020 marquée par une dégradation de son taux d'impayé à 9,32%.

BANQUES COTÉES : COÛT DU RISQUE (BASE CONSOLIDÉE)



BANQUES COTÉES : TAUX DE CONTENTIEUX⁽¹⁾ 2020-2021

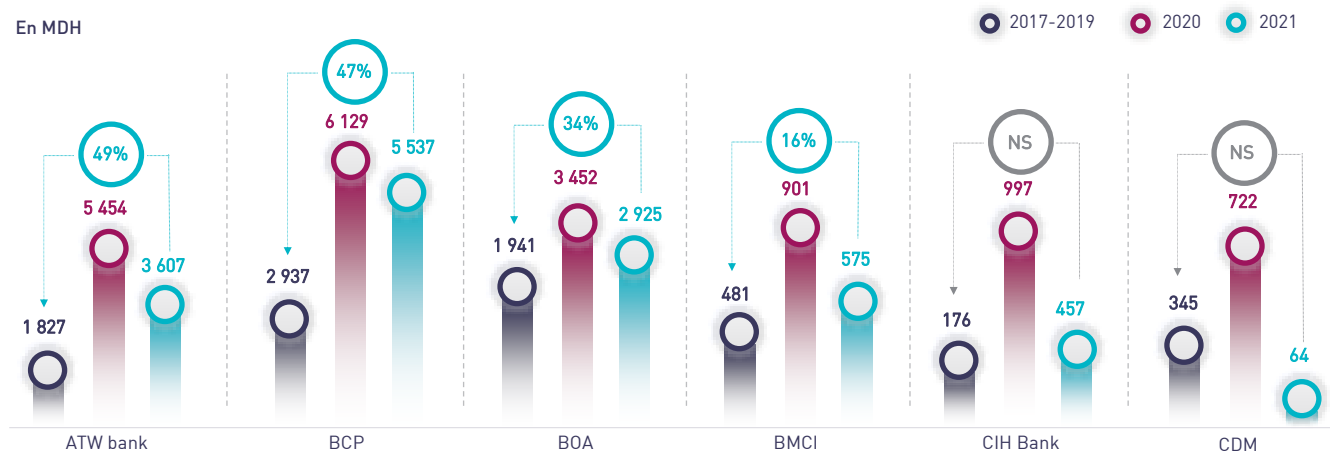


(1) CES brutes clientèle / Créances brutes clientèle (Base Sociale GPBM)

Tenant compte des niveaux normatifs du coût du risque sur la période pré-Covid 2017-2019, nous relevons trois constats :

- Les Groupes universels marocains disposeraient à MT d'un gisement de reprises d'en moyenne 43% par rapport au niveau du coût du risque affiché en 2021 (base consolidée). La poursuite de la normalisation de cet indicateur nous semble un scénario crédible, particulièrement pour ATW bank et BCP ;
- CIH Bank serait déjà sur des niveaux normatifs en termes de coût du risque dans la mesure où celle-ci affiche un profil de croissance plus soutenu, soit un TCAM de 15,3% des crédits⁽²⁾ entre 2017 et 2021. Dans ces conditions, la période 2017-2019 ne constituerait pas une référence pour le futur ;
- À l'inverse, CDM devrait connaître un réajustement haussier de son coût du risque à compter de 2022E et ce, après avoir comptabilisé en 2021 une reprise exceptionnelle relative à un ancien litige important.

BANQUE COTÉES : POTENTIEL DE RATTRAPAGE DU COÛT DU RISQUE PAR RAPPORT À 2017-2019 (BASE CONSOLIDÉE)



(2) Créances brutes sur la clientèle (Base Sociale GPBM)

Sources : Etats Financiers Consolidés, GPBM, Calculs AGR

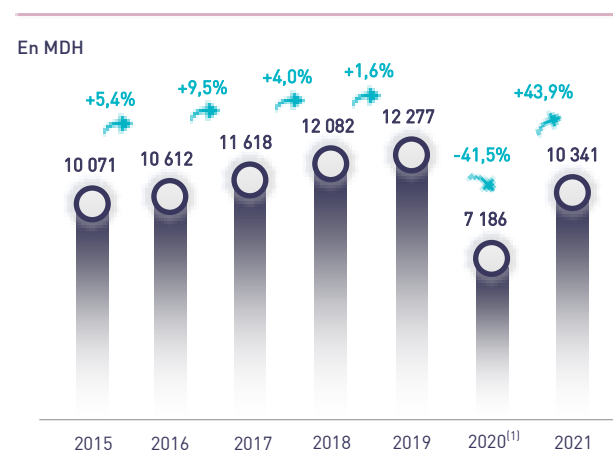
UNE CAPACITÉ BÉNÉFICIAIRE TOUJOURS INFÉRIEURE AUX NIVEAUX PRÉ-COVID

Après avoir affiché une croissance bénéficiaire soutenable d'en moyenne 5,1% par an durant la période 2015-2019, les banques cotées ont accusé en 2020 une baisse de leur RNPG récurrent⁽¹⁾ de -41,5% sous l'effet de la dégradation de leurs Actifs dans un contexte économique inédit. À cet effet, leurs bénéfices agrégés sont passés de 12,3 MMDH à 7,2 MMDH entre 2019 et 2020. À noter que durant la crise sanitaire, les banques cotées ont contribué à l'élan de solidarité à travers des dons de 3,3 MMDH au fonds Covid-19, soit 46% de la capacité bénéficiaire de 2020.

En 2021, le secteur coté enregistre une reprise de son RNPG agrégé de +43,9% à 10,3 MMDH. Cette capacité bénéficiaire demeure néanmoins inférieure de -15,1% par rapport à la moyenne normative observée durant la période pré-Covid 2018-2019. Ceci représente un potentiel de rattrapage des bénéfices de +1,8 MMDH.

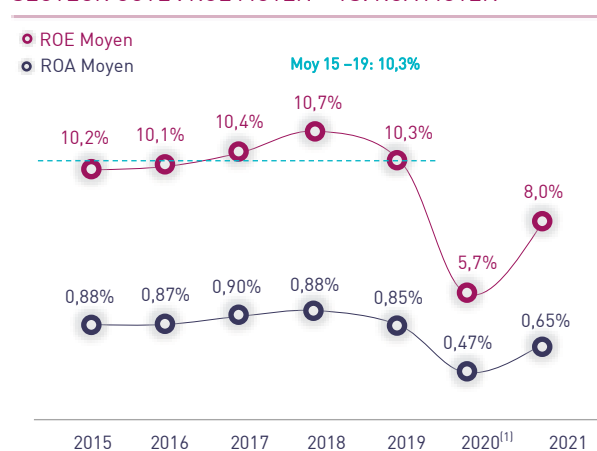
La rentabilité des fonds propres des banques cotées s'améliore de 2,3 pts passant de 5,7% en 2020 à 8,0% en 2021. Une évolution justifiée par la reprise des bénéfices conjuguée à un effort de distribution « important » en 2020 à travers un payout social de 101% pour le secteur coté. Le ROE moyen observé en 2021 demeure en dessous de de -2,3 pts par rapport à la moyenne normative 2015-2019, soit de 10,3%.

SECTEUR COTÉ : RNPG⁽¹⁾ (BASE CONSOLIDÉE)



(1) Hors don Covid versé en 2020

SECTEUR COTÉ : ROE MOYEN⁽²⁾ VS. ROA MOYEN⁽³⁾

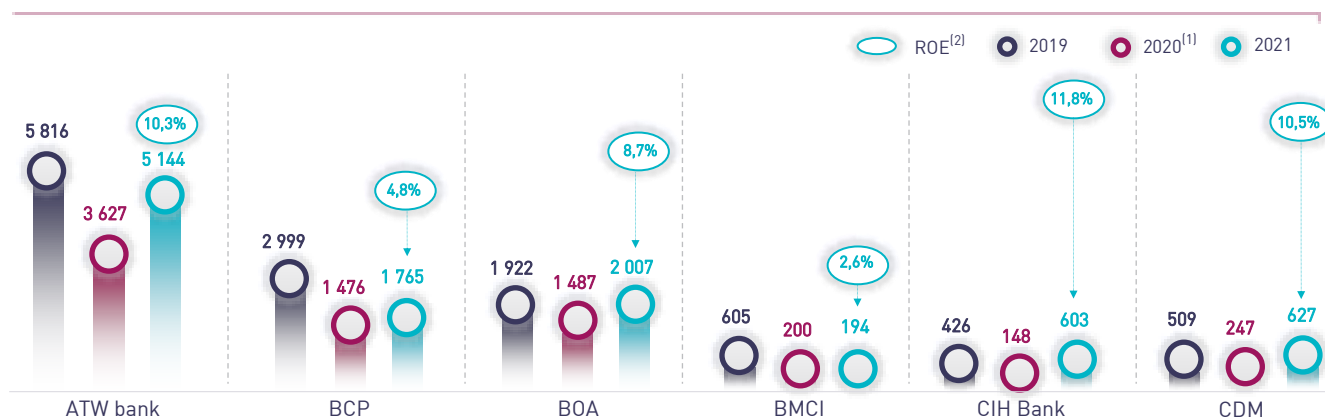


(2) RNPG⁽¹⁾/Moyenne des Capitaux Propres PDG N & N-1
(3) RNPG⁽¹⁾/Moyenne du total Actif des années N et N-1

Au niveau des grands Groupes bancaires cotés, dont les fonds propres sont supérieurs à 20 MMDH, ATW bank affiche le niveau de rentabilité le plus attractif à 10,3% en 2021 suivi de BOA à 8,7%. Par ailleurs, CIH Bank et CDM enregistrent des niveaux de ROE relativement similaires autour des 11,0% par rapport à des fonds propres respectifs de 5,3 MMDH et de 6,2 MMDH.

Au final, BMCI ressort avec le ROE le plus faible de son secteur en 2021 à 2,6%. À l'origine, une capacité bénéficiaire faible de 194 MDH et ce, en comparaison à un niveau normatif supérieur à 500 MDH. La banque accuse une forte hausse de ses frais de gestion consolidés⁽¹⁾ de 23,6% à 2,1 MMDH en raison de la refonte de son système d'information.

POSITIONNEMENT DES BANQUES COTÉES : RNPG⁽¹⁾ (MDH) VS. ROE MOYEN⁽²⁾ 2021 (BASE CONSOLIDÉE)



(1) Hors don Covid versé en 2020 / (2) RNPG⁽¹⁾/Moyenne des Capitaux Propres PDG des années N et N-1

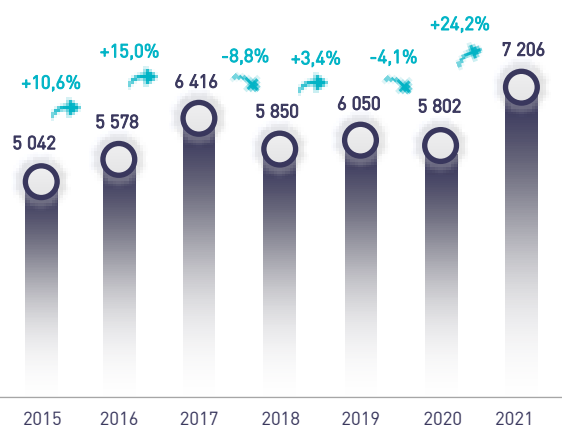
Sources : Etats Financiers Consolidés, Calculs & Estimations AGR

UN EFFORT DE DIVIDENDE SOUTENU PAR DES NIVEAUX DE PAYOUT ÉLEVÉS

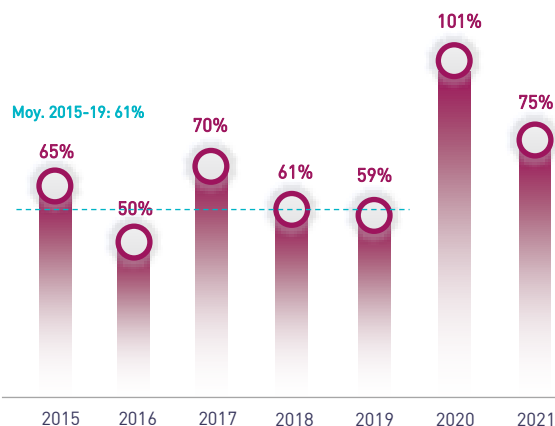
En dépit des répercussions négatives de la crise sanitaire sur les réalisations des banques cotées, celles-ci ont préservé une politique de dividende favorable aux actionnaires :

- En 2020, le dividende distribué affiche une baisse contenue de -4,1% à 5,8 MMDH contre une baisse du résultat net social de -43,3%. Ce niveau demeure en cohérence avec la tendance observée sur 2015-2019. Cet effort à l'égard des actionnaires s'est traduit par un taux de distribution des bénéfices de 101% ;
- En 2021, nous assistons à une solide reprise des dividendes de +24,2% à 7,2 MMDH. Il s'agit ainsi d'un plus haut historique pour le secteur coté. En effet, la solide reprise des bénéfices a été accompagnée par un payout élevé de 75% contre un niveau normatif de 61% durant la période 2015-2019.

BANQUES COTÉES : MASSE DES DIVIDENDES (MDH)



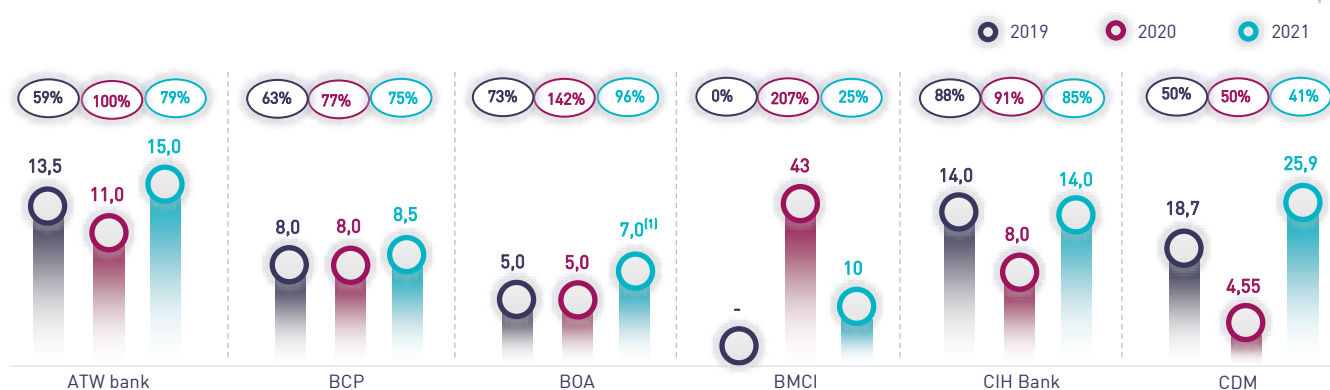
BANQUES COTÉES : PAYOUT (BASE SOCIALE)



L'analyse de l'évolution des dividendes des banques cotées fait ressortir les constats suivants :

- Les grands Groupes bancaires cotés, à savoir ATW bank, BCP et BOA⁽¹⁾ ont annoncé au titre de l'exercice 2021 des niveaux de DPA records, en hausse de respectivement de +36%, +6% et +40% en 2021 ;
- CIH Bank revient à ses niveaux de dividende normatifs, soit un DPA de 14 DH. Il s'agit d'un relèvement de 75% par rapport au dividende relatif à l'exercice 2020 ;
- CDM annonce un DPA record de 25,9 DH largement supérieur à la moyenne observée durant la période pré-Covid 2015-2019 de 10,3 DH. Une annonce de distribution qui précède la cession de la participation de Crédit Agricole SA dans le Crédit du Maroc au Groupe marocain Holmarcom ;
- Le dividende annoncé par la BMCI constitue une grande déception pour le marché financier avec un DPA de 10 DH contre une moyenne autour des 40 DH durant la période 2015-2019. Une évolution à contre tendance du secteur bancaire coté.

POSITIONNEMENT DES BANQUES COTÉES : DPA (DH) VS. PAYOUT (BASE SOCIALE)



(1) Prise en compte de l'augmentation de capital de BOA donnant lieu à l'attribution d'actions gratuites, pour un montant maximal de 620 MDH.



PARTIE III

PERSPECTIVES DE CROISSANCE & MULTIPLES DE VALORISATION 2022E-2023E



RÉVISION DES PRÉVISIONS DE CROISSANCE DURANT LA
PÉRIODE 2022E-2023E



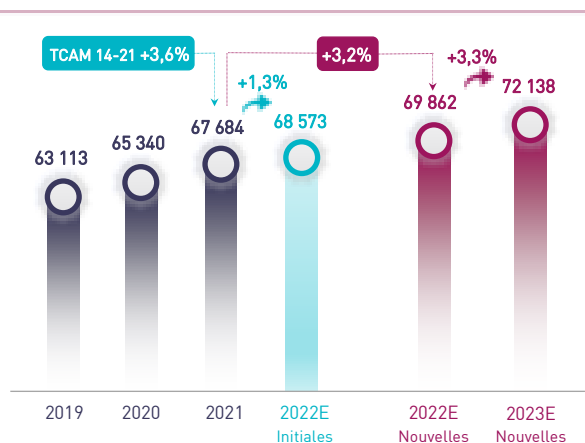
UN SECTEUR QUI SE TRAITE EN DESSOUS DE SES NIVEAUX
NORMATIFS DE VALORISATION

RÉVISION DES PRÉVISIONS DE CROISSANCE DURANT LA PÉRIODE 2022E-2023E

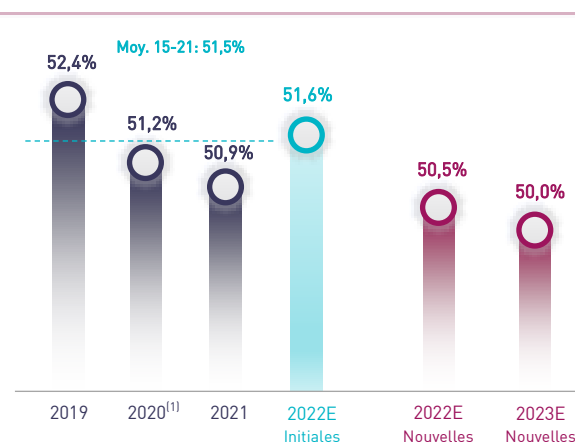
En marge de notre exercice d'actualisation des prévisions de croissance du secteur bancaire coté et tenant compte des réalisations trimestrielles au T1-22, nous avons procédé aux révisions suivantes :

- Relèvement de la croissance du PNB consolidé des banques cotées en 2022E à 3,2% contre 1,3% initialement. À l'origine, un dynamisme meilleur que prévu de la marge d'intérêt qui tire profit de l'optimisation générale du coût de la ressource. En 2023E, nous anticipons une progression du PNB consolidé de 3,3% légèrement en dessous de la moyenne des croissances annuelles des sept dernières années, soit de 3,6% ;
- Amélioration du coefficient d'exploitation à 50,5% en 2022E contre une prévision initiale de 51,6%. Ce ratio devrait poursuivre sa tendance baissière en 2023E à 50,0%. Ce scénario est justifié par la volonté affichée par le Top-Management des banques cotées pour rationaliser davantage leurs frais de gestion durant la période 2022E-2023E ;

BANQUES COTÉES : PNB CONSOLIDÉ (MDH)



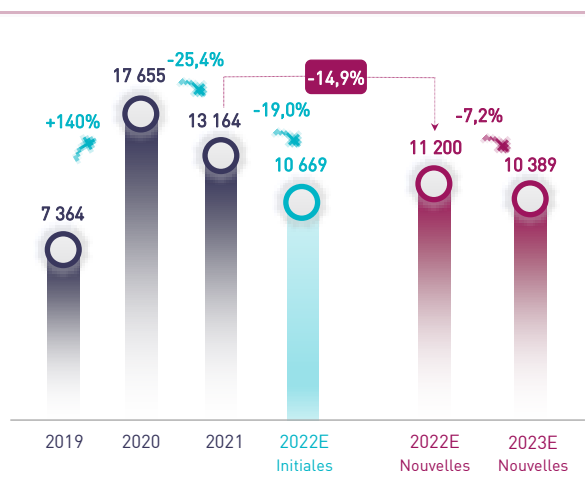
BANQUES COTÉES : COEFFICIENT D'EXPLOITATION



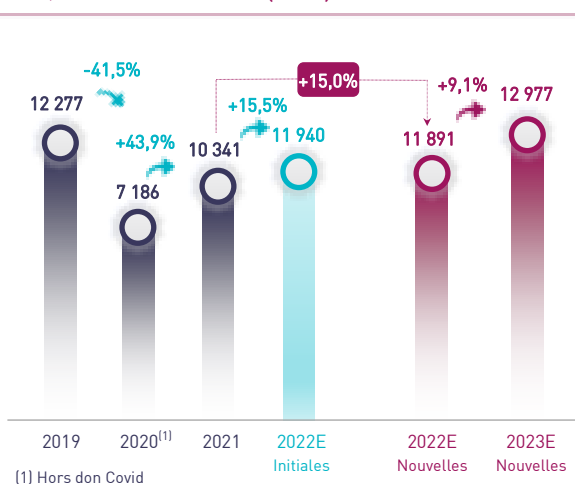
(1) Hors don Covid

- Baisse moins rapide que prévu du coût du risque, soit de -14,9% en 2022E contre -19,0% initialement. Cette révision est justifiée par les perspectives moins favorables de la croissance économique en 2022 sous l'effet du manque de visibilité quant à l'orientation future du conflit russo-ukrainien ;
- Maintien d'une croissance bénéficiaire autour des 15,0% en 2022E puis de 9,1% en 2023E. En effet, l'amélioration du coefficient d'exploitation en 2022E a été compensée par la révision du coût du risque. Au final, les bénéfices du secteur bancaire coté devraient atteindre la barre des 13,0 MMDH en 2023E, soit +5,7% en comparaison au niveau pré-crise de 2019.

BANQUES COTÉES : COÛT DU RISQUE (MDH)



BANQUES COTÉES : RNPG (MDH)



(1) Hors don Covid

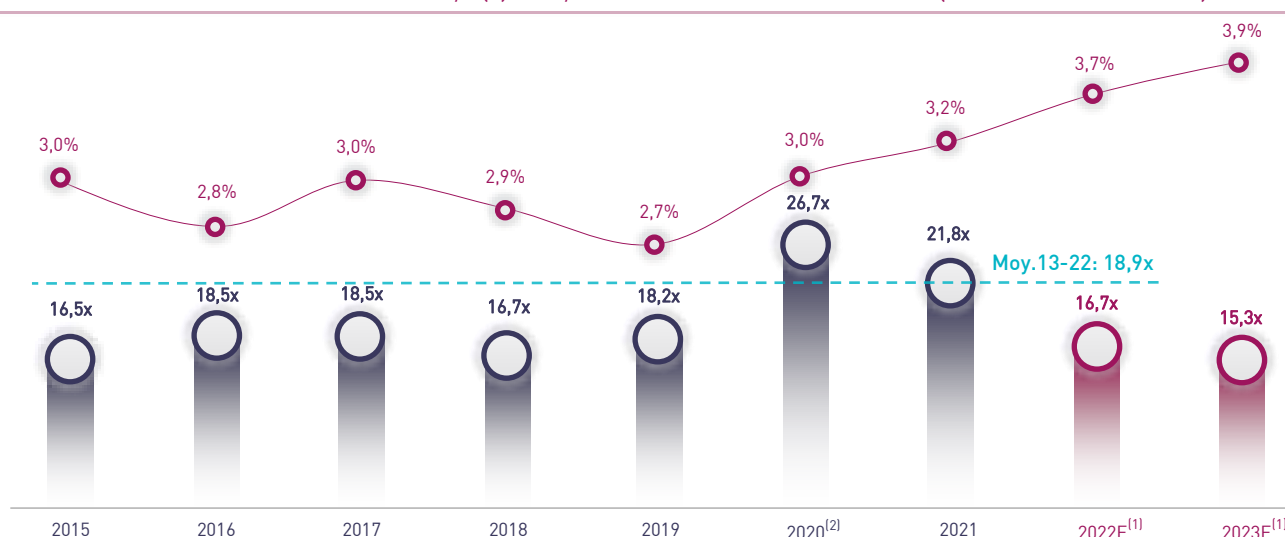
Sources : Etats Financiers Consolidés, Calculs & Estimations AGR

UN SECTEUR QUI SE TRAITE EN DESSOUS DE SES NIVEAUX NORMATIFS DE VALORISATION

Sur la base de notre scénario de croissance des banques cotées durant la période 2022E-2023E et tenant compte de la forte correction du marché Actions depuis le début de l'année de -13,6%⁽¹⁾, nous ressortons avec 2 principaux constats :

- Grâce à un TCAM des bénéfices de 12,0% sur la période prévisionnelle étudiée, le secteur bancaire coté devrait améliorer sensiblement ses multiples de valorisation. Le P/E pondéré du secteur ressort ainsi à 15,3x à horizon 2023E⁽¹⁾ contre une moyenne normative sur 10 ans de 18,9x. Il s'agit d'une décote de -19,2% ;
- La soutenabilité de la politique de distribution du secteur bancaire coté, à travers un payout moyen cible de 70%, se traduirait par un D/Y autour des 3,8% durant la période 2022E-2023E. Il s'agit du rendement de dividende le plus élevé au cours de la dernière décennie.

SECTEUR BANCAIRE COTÉ : ÉVOLUTION DU P/E (x) VS. D/Y DURANT LA PÉRIODE 2015-2023E (MOYENNES PONDÉRÉES)

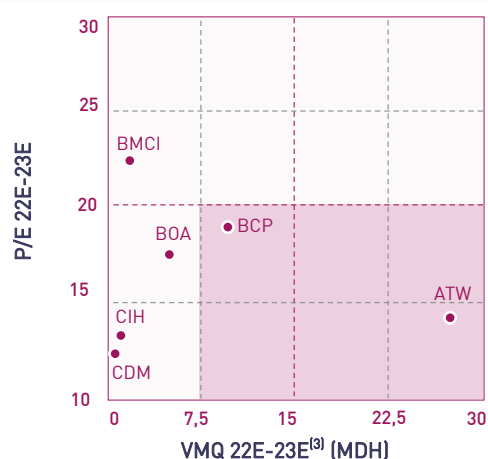


(1) Cours arrêtés au 05/07/2022 / (2) RNPG hors don Covid

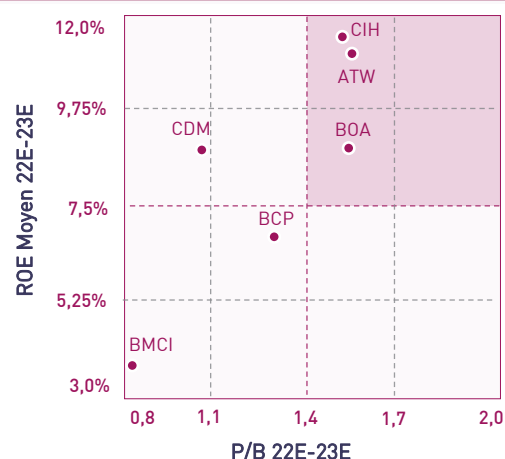
En termes de positionnement en Bourse des titres bancaires durant la période prévisionnelle 2022E-2023E, nous relevons les constats suivants :

- Une corrélation positive entre le niveau de ROE affiché par les banques et le multiple des fonds propres P/B. À cet effet, les titres ATW bank et CIH Bank demeurent les mieux valorisés en Bourse grâce à des ROE respectifs de 11,0% et de 11,7% ;
- Tenant compte des niveaux de liquidité, le titre ATW bank se distingue. Celui-ci affiche un P/E de 14,5x pour un VMQ⁽³⁾ élevé de 28 MDH. Le faible niveau de liquidité des titres CDM et BMCI rend leur comparabilité moins pertinente.

BANQUES COTÉES 22E-23E : P/E VS. VMQ⁽³⁾



BANQUES COTÉES 22E-23E : ROE MOYEN VS. P/B



(1) Cours arrêtés au 05/07/2022

(3) Volume Moyen Quotidien sur Le Marché Central sur la période du 01/01/2021 au 05/07/2022

Sources : Etats Financiers Sociaux et Consolidés, BVC, Calculs & Estimations AGR



PARTIE IV

FICHES VALEURS



ATW BANK : VERS UN FRANCHISSEMENT DE LA BARRE DES 6 MMDH DE BÉNÉFICES EN 2023E



BCP : UN RATTRAPAGE IMPORTANT DES BÉNÉFICES ATTENDU EN 2022E



BOA : UNE CROISSANCE MAÎTRISÉE DES BÉNÉFICES DURANT LA PÉRIODE 2022E-2023E



BMCI : DES FRAIS DE GESTION QUI PÈSENT CONSIDÉRABLEMENT SUR LA CAPACITÉ BÉNÉFICIAIRE



CIH BANK : UNE ANNÉE 2021 MARQUÉE PAR LA NORMALISATION DU COÛT DU RISQUE



CDM : VERS UN RÉAJUSTEMENT HAUSSIER DU TAUX DU COÛT DU RISQUE

ATW BANK : VERS UN FRANCHISSEMENT DE LA BARRE DES 6 MMDH DE BÉNÉFICES EN 2023E

- Après une croissance modérée entre 2020 et 2021, de 1,9% en moyenne annuelle, ATW bank afficherait un TCAM de son PNB de 3,6% durant la période prévisionnelle 2022E-2023E. Un scénario soutenu par un effet de base 2021 favorable, une bonne dynamique de la collecte de l'épargne et une reprise des financements dans les pays de présence ;
- Le coefficient d'exploitation poursuivrait son amélioration passant de 46,3% en 2021 à un niveau cible de 45,1% en 2023E, soit un gain de 1,2 pts. À noter que la discipline en matière de contrôle des coûts est considérée désormais comme une priorité stratégique pour le Groupe ;
- Le coût du risque maintiendrait son processus progressif de normalisation, néanmoins à un rythme moins soutenu. À l'origine, les incertitudes relatives au conflit russo-ukrainien et la portée de leurs impacts sur l'économie mondiale. Au final, le coût du risque afficherait une baisse annuelle moyenne de -13,3% durant la période 2022E-2023E ;
- Le RNPG franchirait la barre des 6,0 MMDH à horizon 2023E, un niveau supérieur de 9% par rapport à 2019. Ainsi, le titre se traite à des multiples attractifs. D'une part, le P/E 23E ressort à 13,9x offrant une décote de -21,5% par rapport à la moyenne 10 ans de 17,7x. D'autre part, le soutien de la hausse du DPA permettrait au titre d'afficher un D/Y moyen de 3,8% durant la période 2022E-2023E contre 3,0% observée sur les 10 dernières années.

ATW BANK : INDICATEURS CONSOLIDÉS SUR LA PÉRIODE 2019-2023E

Indicateurs CPC (MDH)	2019	2020	2021	2022E	2023E
PNB	23 473	23 858	24 380	25 306	26 166
<i>Variation</i>	4,9%	1,6%	2,2%	3,8%	3,4%
Frais de Gestion	11 223	12 235	11 289	11 515	11 789
<i>Variation</i>	4,8%	9,0%	-7,7%	2,0%	2,4%
<i>Coefficient d'exploitation récurrent</i>	47,8%	47,1%	46,3%	45,5%	45,1%
RBE affiché	12 250	11 623	13 090	13 791	14 377
<i>Marge RBE</i>	52,2%	48,7%	53,7%	54,5%	54,9%
Coût du risque	1 589	5 454	3 607	3 039	2 709
<i>Variation</i>	-7,8%	243,2%	-33,9%	-15,7%	-10,9%
<i>Taux du coût du risque ⁽¹⁾</i>	0,49%	1,63%	1,05%	0,86%	0,74%
RNPG affiché	5 816	3 018	5 144	5 826	6 326
<i>Variation</i>	1,9%	-48,1%	70,5%	13,2%	8,6%
<i>Marge nette</i>	24,8%	12,6%	21,1%	23,0%	24,2%
RNPG récurrent	5 816	3 627	5 144	5 826	6 326
<i>Variation</i>	1,9%	-37,6%	41,8%	13,2%	8,6%

Indicateurs Bilan (MDH)	2019	2020	2021	2022E	2023E
Crédits clientèle consolidés	323 753	333 702	345 112	355 465	366 129
<i>Variation</i>	6,1%	3,1%	3,4%	3,0%	3,0%
Capitaux Propres PDG	47 628	47 800	52 453	55 051	58 043
<i>Variation</i>	7,0%	0,4%	9,7%	5,0%	5,4%
<i>ROE</i>	12,2%	6,3%	9,8%	10,6%	10,9%
Total Bilan	532 602	568 108	596 326	628 723	662 881
<i>ROA</i>	1,09%	0,53%	0,86%	0,93%	0,95%

Indicateurs Boursiers ⁽²⁾	2019	2020	2021	2022E	2023E
BPA récurrent	27,7	17,3	23,9	27,1	29,4
P/E récurrent (x)	18,0	24,5	20,4	15,1	13,9
DPA	13,5	11,0	15,0	15,5	16,0
Payout social	59%	100%	79%	72%	68%
D/Y	2,7%	2,6%	3,1%	3,8%	3,9%
ANA	227	228	244	256	270
P/B (x)	2,20	1,86	2,00	1,60	1,52

(1) Coût du risque / Crédits clientèle (Base consolidée) / (2) Sur la base des cours du 5 juillet 2022

Sources : Etats Financiers Sociaux et Consolidés, Calculs & Estimations AGR

BCP : UN RATTRAPAGE IMPORTANT DES BÉNÉFICES ATTENDU EN 2022E

- Après une croissance soutenue de 6,2% durant la période 2020-2021, portée par un effet périmètre favorable, le Groupe BCP afficherait une normalisation du TCAM de son PNB autour des 3,0% durant la période 2022E-2023E. Un scénario qui repose sur l'orientation favorable de l'activité d'intermédiation ;
- Le coefficient d'exploitation poursuivrait une légère amélioration passant de 49,9% en 2021 à un niveau cible de 49,3% en 2023E, soit un gain de 0,6 pts. À noter que le Groupe a déjà entamé plusieurs actions visant à rationaliser ses coûts ;
- Le coût du risque accélérerait son processus de normalisation, mais resterait supérieur aux niveaux normatifs de 2019. À l'origine, un effort de provisionnement soutenu lié aux impacts prolongés de la crise sanitaire sur le risque souverain à l'international. Au final, le coût du risque afficherait une baisse annuelle moyenne de -19,7% durant la période 2022E-2023E contre -9,7% en 2021 ;
- Le RNPG franchirait la barre des 2,8 MMDH à horizon 2023E, un niveau légèrement inférieur à 2019. Ainsi, le titre se traite à un P/E 23E de 17,4x contre une moyenne de 21,1x observée durant les dix dernières années. Il s'agit ainsi d'une décote de -17,5%. La capacité du Groupe à poursuivre le relèvement de son DPA, permettrait au titre d'afficher un D/Y intéressant de 3,6% durant la période 2022E-2023E contre 2,7% pour sa moyenne 10 ans.

BCP : INDICATEURS CONSOLIDÉS SUR LA PÉRIODE 2019-2023E

Indicateurs CPC (MDH)	2019	2020	2021	2022E	2023E
PNB	17 816	19 287	20 087	20 650	21 352
<i>Variation</i>	4,7%	8,3%	4,1%	2,8%	3,4%
Frais de Gestion	9 255	11 030	10 024	10 282	10 530
<i>Variation</i>	4,2%	19,2%	-9,1%	2,6%	2,4%
<i>Coefficient d'exploitation récurrent</i>	51,9%	52,0%	49,9%	49,8%	49,3%
RBE affiché	8 561	8 257	10 063	10 368	10 822
<i>Marge RBE</i>	48,1%	42,8%	50,1%	50,2%	50,7%
Coût du risque	2 567	6 129	5 537	4 143	3 552
<i>Variation</i>	-18,6%	138,8%	-9,7%	-25,2%	-14,3%
<i>Taux du coût du risque ⁽¹⁾</i>	0,99%	2,40%	2,13%	1,55%	1,29%
RNPG affiché	2 999	1 229	1 765	2 465	2 880
<i>Variation</i>	1,9%	-59,0%	43,6%	39,7%	16,8%
<i>Marge nette</i>	16,8%	6,4%	8,8%	11,9%	13,5%
RNPG récurrent	2 999	1 476	1 765	2 465	2 880
<i>Variation</i>	1,9%	-50,8%	19,6%	39,7%	16,8%

Indicateurs Bilan (MDH)	2019	2020	2021	2022E	2023E
Crédits clientèle consolidés	258 930	255 602	259 517	267 302	275 321
<i>Variation</i>	6,0%	-1,3%	1,5%	3,0%	3,0%
Capitaux Propres PDG	38 093	36 839	36 872	37 609	38 760
<i>Variation</i>	20,5%	-3,3%	0,1%	2,0%	3,1%
<i>ROE</i>	7,9%	3,3%	4,8%	6,6%	7,4%
Total Bilan	431 428	444 274	465 014	470 114	475 269
<i>ROA</i>	0,70%	0,28%	0,38%	0,52%	0,61%

Indicateurs Boursiers ⁽²⁾	2019	2020	2021	2022E	2023E
BPA récurrent	14,8	7,3	8,7	12,1	14,2
P/E récurrent (x)	18,7	34,2	32,4	20,3	17,4
DPA	8,0	8,0	8,5	8,5	9,0
Payout social	63%	77%	75%	58%	64%
D/Y	2,9%	3,2%	3,0%	3,5%	3,7%
ANA	188	182	181	185	191
P/B (x)	1,47	1,37	1,55	1,33	1,29

[1] Coût du risque / Crédits clientèle (Base consolidée) / [2] Sur la base des cours du 5 juillet 2022

Sources : Etats Financiers Sociaux et Consolidés, Calculs & Estimations AGR

BOA : UNE CROISSANCE MAÎTRISÉE DES BÉNÉFICES DURANT LA PÉRIODE 2022E-2023E

- Le Groupe BOA devrait afficher une croissance annuelle moyenne de son PNB de 1,7% durant la période prévisionnelle 2022E-2023E. Cette décélération du profil de croissance est justifiée en partie par un effet de base moins favorable du résultat des Activités de Marché ;
- Le coefficient d'exploitation devrait rester quasi-stable en 2022E avant de s'améliorer légèrement en 2023E de 0,4 pts à 54,0%. En effet, le Top-Management a exprimé sa volonté de poursuivre l'amélioration de son efficacité opérationnelle lors de ses derniers communiqués ;
- Le potentiel de normalisation du coût du risque est en grande partie consommé. Après une baisse de -15,3% en 2021, cet indicateur devrait se stabiliser autour des 2,8 MMDH durant la période 2022E-2023E, soit un taux du coût du risque⁽¹⁾ de 1,40% ;
- Le RNPG devrait atteindre 2,2 MMDH à horizon 2023E, un niveau supérieur de 14,6% par rapport à 2019. À cet effet, le titre se traite à un P/E 23E de 17,3x affichant une décote de -13,9% par rapport à sa moyenne 10 ans de 20,1x. Tenant compte d'un DPA stable de 7 DH, le D/Y du titre ressort à 3,8% durant la période 2022E-2023E en ligne avec la moyenne du secteur bancaire coté.

BOA : INDICATEURS CONSOLIDÉS SUR LA PÉRIODE 2019-2023E

Indicateurs CPC (MDH)	2019	2020	2021	2022E	2023E
PNB	13 861	14 002	14 607	14 826	15 123
<i>Variation</i>	<i>4,7%</i>	<i>1,0%</i>	<i>4,3%</i>	<i>1,5%</i>	<i>2,0%</i>
Frais de Gestion	8 065	8 800	7 956	8 060	8 173
<i>Variation</i>	<i>3,2%</i>	<i>9,1%</i>	<i>-9,6%</i>	<i>1,3%</i>	<i>1,4%</i>
<i>Coefficient d'exploitation récurrent</i>	<i>58,2%</i>	<i>55,7%</i>	<i>54,5%</i>	<i>54,4%</i>	<i>54,0%</i>
RBE affiché	5 796	5 202	6 651	6 766	6 950
<i>Marge RBE</i>	<i>41,8%</i>	<i>37,2%</i>	<i>45,5%</i>	<i>45,6%</i>	<i>46,0%</i>
Coût du risque	2 196	3 452	2 925	2 813	2 870
<i>Variation</i>	<i>19,8%</i>	<i>57,2%</i>	<i>-15,3%</i>	<i>-3,8%</i>	<i>2,0%</i>
<i>Taux du coût du risque⁽¹⁾</i>	<i>1,18%</i>	<i>1,78%</i>	<i>1,48%</i>	<i>1,40%</i>	<i>1,40%</i>
RNPG affiché	1 922	738	2 007	2 135	2 202
<i>Variation</i>	<i>4,9%</i>	<i>-61,6%</i>	<i>172,0%</i>	<i>6,4%</i>	<i>3,1%</i>
<i>Marge nette</i>	<i>13,9%</i>	<i>5,3%</i>	<i>13,7%</i>	<i>14,4%</i>	<i>14,6%</i>
RNPG récurrent	1 922	1 487	2 007	2 135	2 202
<i>Variation</i>	<i>4,9%</i>	<i>-22,6%</i>	<i>35,0%</i>	<i>6,4%</i>	<i>3,1%</i>

Indicateurs Bilan (MDH)	2019	2020	2021	2022E	2023E
Crédits clientèle consolidés	186 646	194 167	197 020	200 961	204 980
<i>Variation</i>	<i>4,1%</i>	<i>4,0%</i>	<i>1,5%</i>	<i>2,0%</i>	<i>2,0%</i>
Capitaux Propres PDG	22 488	22 559	23 808	24 504	25 267
<i>Variation</i>	<i>22,4%</i>	<i>0,3%</i>	<i>5,5%</i>	<i>2,9%</i>	<i>3,1%</i>
<i>ROE</i>	<i>8,5%</i>	<i>3,3%</i>	<i>8,4%</i>	<i>8,7%</i>	<i>8,7%</i>
Total Bilan	315 749	331 912	345 058	358 741	372 966
<i>ROA</i>	<i>0,61%</i>	<i>0,22%</i>	<i>0,58%</i>	<i>0,60%</i>	<i>0,59%</i>

Indicateurs Boursiers ⁽²⁾	2019	2020	2021 ⁽³⁾	2022E	2023E
BPA récurrent	9,6	7,2	9,8	10,4	10,7
P/E récurrent (x)	20,0	21,6	19,3	17,8	17,3
DPA	5,0	5,0	7,0	7,0	7,0
Payout social	73%	142%	96%	94%	91%
D/Y	2,6%	3,2%	3,7%	3,8%	3,8%
ANA	113	110	116	119	123
P/B (x)	1,71	1,42	1,62	1,55	1,51

(1) Coût du risque / Crédits clientèle (Base consolidée) / (2) Sur la base des cours du 5 juillet 2022

(3) Prise en compte de l'augmentation de capital de BOA donnant lieu à l'attribution d'actions gratuites, pour un montant maximal de 620 MDH.

BMCI : DES FRAIS DE GESTION QUI PÈSENT CONSIDÉRABLEMENT SUR LA CAPACITÉ BÉNÉFICIAIRE

- BMCI afficherait un TCAM de son PNB de 2,8% sur la période prévisionnelle 2022-2023. Un scénario soutenu davantage par un effet de base favorable du résultat des Activités de Marché plutôt qu'une reprise de la marge d'intérêt ;
- Le coefficient d'exploitation devrait légèrement s'améliorer sous l'effet de la croissance du PNB plutôt que de la baisse des frais de gestion. Selon le Top Management, les amortissements relatifs au projet « Core Banking System » devraient rester élevés sur les deux prochaines années. Au final, le coefficient d'exploitation se situerait à des niveaux élevés durant la période 2022E-2023E, soit de 68,9% contre 50,3% pour le secteur bancaire coté ;
- Le coût du risque devrait poursuivre sa normalisation progressive à travers une baisse annuelle moyenne de -9,9% sur la période 2022E-2023E. Le taux du coût du risque⁽¹⁾ s'établirait ainsi à 0,85% en 2023E, légèrement supérieur au niveau observé en 2019 de 0,80% ;
- Sous le poids important des frais de gestion, le RNPG ne dépasserait pas les 300 MDH à horizon 2023E. Il s'agit d'un niveau inférieur de 50,0% par rapport à la capacité bénéficiaire de 2019. A cet effet, le titre se traite à un P/E 23E de 20,7x affichant une prime de 10% par rapport à la moyenne du secteur bancaire coté en 2023E. Tenant compte d'un DPA cible entre 15 et 20 DH, le D/Y du titre ressortirait à 3,9% sur la période étudiée, en ligne avec la moyenne du secteur.

BMCI : INDICATEURS CONSOLIDÉS SUR LA PÉRIODE 2019-2023E

Indicateurs CPC (MDH)	2019	2020	2021	2022E	2023E
PNB	3 059	3 052	3 044	3 135	3 214
<i>Variation</i>	1,0%	-0,3%	-0,3%	3,0%	2,5%
Frais de Gestion	1 646	1 723	2 130	2 170	2 204
<i>Variation</i>	2,1%	4,7%	23,6%	1,9%	1,6%
<i>Coefficient d'exploitation récurrent</i>	53,8%	53,7%	70,0%	69,2%	68,6%
RBE affiché	1 413	1 328	914	965	1 010
<i>Marge RBE</i>	46,2%	43,5%	30,0%	30,8%	31,4%
Coût du risque	440	901	575	489	465
<i>Variation</i>	-8,1%	104,7%	-36,2%	-15,1%	-4,8%
<i>Taux du coût du risque⁽¹⁾</i>	0,80%	1,77%	1,12%	0,92%	0,85%
RNPG affiché	605	156	194	250	292
<i>Variation</i>	8,3%	-74,3%	24,8%	28,8%	16,7%
<i>Marge nette</i>	19,8%	5,1%	6,4%	8,0%	9,1%
RNPG récurrent	605	200	194	250	292
<i>Variation</i>	8,3%	-66,9%	-2,9%	28,8%	16,7%

Indicateurs Bilan (MDH)	2019	2020	2021	2022E	2023E
Crédits clientèle consolidés	54 869	50 856	51 574	53 121	54 715
<i>Variation</i>	4,5%	-7,3%	1,4%	3,0%	3,0%
Capitaux Propres PDG	7 457	7 622	7 239	7 356	7 449
<i>Variation</i>	3,0%	2,2%	-5,0%	1,6%	1,3%
<i>ROE</i>	8,1%	2,0%	2,7%	3,4%	3,9%
Total Bilan	71 203	66 610	67 611	69 585	71 616
<i>ROA</i>	0,85%	0,23%	0,29%	0,36%	0,41%

Indicateurs Boursiers ⁽²⁾	2019	2020	2021	2022E	2023E
BPA récurrent	45,6	15,1	14,6	18,8	22,0
P/E récurrent (x)	15,7	42,4	44,3	24,1	20,7
DPA	0,0	43,0	10,0	15,0	20,0
Payout social	0%	207%	25%	89%	101%
D/Y	0,0%	6,7%	1,5%	3,3%	4,4%
ANA	562	574	545	554	561
P/B (x)	1,27	1,11	1,19	0,82	0,81

(1) Coût du risque / Crédits clientèle (Base consolidée) / (2) Sur la base des cours du 5 juillet 2022

CIH BANK : UNE ANNÉE 2021 MARQUÉE PAR LA NORMALISATION DU COÛT DU RISQUE

- Après une période 2017-2021 de forte croissance, marquée par un TCAM de 11,1%, CIH Bank devrait afficher une hausse moins soutenue de son PNB, de 8,0% en moyenne annuelle entre 2022E et 2023E. Ce rythme de croissance est justifié par la stratégie de diversification de la banque à travers le développement accéléré des crédits hors immobiliers dont le poids dans les crédits consolidés est passé de 46,7% à 56,4% durant la période 2019-2022E ;
- Le coefficient d'exploitation devrait poursuivre son amélioration passant de 55,3% en 2021 à un niveau cible de 54,1% en 2023E, soit un gain de 1,2 pts. Une évolution justifiée par la progression soutenue du PNB par rapport aux frais de gestion, soit des TCAM respectifs de 8,0% et de 6,8% durant la période 2022E-2023E ;
- Après une baisse de -54,2% en 2021, le coût du risque aurait atteint ses niveaux normatifs à travers un taux⁽¹⁾ de 0,61%. Tenant compte d'une politique commerciale agressive, cet indicateur afficherait une hausse annuelle moyenne de 13,7% durant la période 2022E-2023E ;
- Le RNPG devrait atteindre les 670 MDH à horizon 2023E, équivalent à un TCAM de 5,4% sur la période 2022E-2023E. Ainsi, le titre se traite à un P/E 23E de 12,9x. Avec un DPA cible entre 15 et 16 DH, le D/Y du titre ressort à 5,1% sur la période 2022E-2023E. Un rendement supérieur de +130 PBS par rapport à la moyenne du secteur coté de 3,8%.

CIH BANK : INDICATEURS CONSOLIDÉS SUR LA PÉRIODE 2019-2023E

Indicateurs CPC (MDH)	2019	2020	2021	2022E	2023E
PNB	2 502	2 760	3 107	3 386	3 623
<i>Variation</i>	<i>11,3%</i>	<i>10,3%</i>	<i>12,6%</i>	<i>9,0%</i>	<i>7,0%</i>
Frais de Gestion	1 560	1 696	1 718	1 849	1 958
<i>Variation</i>	<i>9,4%</i>	<i>8,7%</i>	<i>1,3%</i>	<i>7,6%</i>	<i>5,9%</i>
<i>Coefficient d'exploitation récurrent</i>	<i>62,4%</i>	<i>56,0%</i>	<i>55,3%</i>	<i>54,6%</i>	<i>54,1%</i>
RBE affiché	942	1 064	1 389	1 537	1 665
<i>Marge RBE</i>	<i>37,6%</i>	<i>38,5%</i>	<i>44,7%</i>	<i>45,4%</i>	<i>45,9%</i>
Coût du risque	250	997	457	522	590
<i>Variation</i>	<i>13,7%</i>	<i>298,8%</i>	<i>-54,2%</i>	<i>14,3%</i>	<i>13,0%</i>
<i>Taux du coût du risque⁽¹⁾</i>	<i>0,47%</i>	<i>1,58%</i>	<i>0,61%</i>	<i>0,61%</i>	<i>0,61%</i>
RNPG affiché	426	81	603	635	671
<i>Variation</i>	<i>-6,3%</i>	<i>-81,1%</i>	<i>647,7%</i>	<i>5,2%</i>	<i>5,7%</i>
<i>Marge nette</i>	<i>17,0%</i>	<i>2,9%</i>	<i>19,4%</i>	<i>18,7%</i>	<i>18,5%</i>
RNPG récurrent	426	148	603	635	671
<i>Variation</i>	<i>-6,3%</i>	<i>-65,3%</i>	<i>307,2%</i>	<i>5,2%</i>	<i>5,7%</i>

Indicateurs Bilan (MDH)	2019	2020	2021	2022E	2023E
Crédits clientèle consolidés	53 097	62 983	74 407	85 568	96 692
<i>Variation</i>	<i>12,1%</i>	<i>18,6%</i>	<i>18,1%</i>	<i>15,0%</i>	<i>13,0%</i>
Capitaux Propres PDG	5 294	4 912	5 315	5 553	5 799
<i>Variation</i>	<i>12,6%</i>	<i>-7,2%</i>	<i>8,2%</i>	<i>4,5%</i>	<i>4,4%</i>
<i>ROE</i>	<i>8,1%</i>	<i>1,6%</i>	<i>11,3%</i>	<i>11,4%</i>	<i>11,6%</i>
Total Bilan	75 134	89 566	106 417	122 930	139 463
<i>ROA</i>	<i>0,57%</i>	<i>0,09%</i>	<i>0,57%</i>	<i>0,52%</i>	<i>0,48%</i>

Indicateurs Boursiers ⁽²⁾	2019	2020	2021	2022E	2023E
BPA récurrent	15,1	5,2	21,3	22,4	23,7
P/E récurrent (x)	19,9	48,8	15,9	13,6	12,9
DPA	14,0	8,0	14,0	15,0	16,0
Payout social	88%	91%	85%	70%	71%
D/Y	4,7%	3,1%	4,1%	4,9%	5,2%
ANA	187	173	188	196	205
P/B (x)	1,60	1,47	1,81	1,56	1,49

(1) Coût du risque / Crédits clientèle (Base consolidée) / (2) Sur la base des cours du 5 juillet 2022

CDM : VERS UN RÉAJUSTEMENT HAUSSIER DU TAUX DU COÛT DU RISQUE

- Après une croissance modérée entre 2020 et 2021 (1,2% en moyenne annuelle), le Groupe CDM afficherait un TCAM de son PNB de 4,0% sur la période 2022E-2023E. Ce scénario repose sur la nouvelle dynamique commerciale du Groupe sous le projet d'entreprise TAJDID 2022. En effet, le Top Management cible une hausse cumulée du PNB supérieure à 10% entre 2020 et 2023E ;
- Le coefficient d'exploitation devrait rester maîtrisable autour des 54,0% durant la période 2022E-2023E et ce, malgré le poids des amortissements induits par le projet d'entreprise TAJDID 2022 ;
- Le coût du risque normatif devrait se stabiliser autour des 200 MDH durant la période 2022E-2023E, équivalent à un taux⁽¹⁾ de 0,40% contre 0,73% en 2019. À noter que la forte baisse du coût du risque en 2021 a été permise grâce à une reprise de 170 MDH sur un dossier de litige important en 2021 ainsi qu'un effort de recouvrement considérable ;
- Le RNPG devrait se stabiliser au-dessus des 600 MDH à compter de 2023E, un niveau supérieur de 20,0% par rapport à 2019. À cet effet, le titre se traite à un P/E 23E historiquement bas de 12,0x mais demeure néanmoins pénalisé par un niveau de liquidité extrêmement bas en Bourse, soit un VMQ de moins de 1 MDH en 2022. La capacité du Groupe à maintenir la hausse de son DPA, permettrait au titre d'offrir un D/Y de 4,3% durant la période 2022E-2023E supérieur à la moyenne du secteur bancaire coté qui ressort à 3,8%.

CDM : INDICATEURS CONSOLIDÉS SUR LA PÉRIODE 2019-2023E

Indicateurs CPC (MDH)	2019	2020	2021	2022E	2023E
PNB	2 403	2 381	2 460	2 558	2 661
<i>Variation</i>	4,3%	-0,9%	3,3%	4,0%	4,0%
Frais de Gestion	1 292	1 320	1 335	1 386	1 434
<i>Variation</i>	3,4%	2,2%	1,1%	3,8%	3,5%
<i>Coefficient d'exploitation récurrent</i>	53,8%	51,9%	54,3%	54,2%	53,9%
RBE affiché	1 111	1 061	1 125	1 172	1 226
<i>Marge RBE</i>	46,2%	44,6%	45,7%	45,8%	46,1%
Coût du risque	321	722	64	194	203
<i>Variation</i>	6,6%	124,7%	-91,2%	204,7%	5,0%
<i>Taux du coût du risque⁽¹⁾</i>	0,73%	1,64%	0,14%	0,40%	0,40%
RNPG affiché	509	190	627	581	607
<i>Variation</i>	-13,6%	-62,6%	229,7%	-7,5%	4,5%
<i>Marge nette</i>	21,2%	8,0%	25,5%	22,7%	22,8%
RNPG récurrent	509	247	627	581	607
<i>Variation</i>	-13,6%	-51,4%	153,6%	-7,5%	4,5%

Indicateurs Bilan (MDH)	2019	2020	2021	2022E	2023E
Crédits clientèle consolidés	44 199	43 897	46 079	48 383	50 802
<i>Variation</i>	7,8%	-0,7%	5,0%	5,0%	5,0%
Capitaux Propres PDG	5 517	5 665	6 246	6 544	6 847
<i>Variation</i>	7,6%	2,7%	10,2%	4,8%	4,6%
<i>ROE</i>	9,2%	3,4%	10,0%	8,9%	8,9%
Total Bilan	59 159	57 913	59 346	64 663	70 457
<i>ROA</i>	0,86%	0,33%	1,06%	0,90%	0,86%

Indicateurs Boursiers ⁽²⁾	2019	2020	2021	2022E	2023E
BPA récurrent	46,8	22,7	57,7	53,4	55,8
P/E récurrent (x)	12,0	20,2	10,4	12,6	12,0
DPA	18,7	4,6	25,9	28,0	30,0
Payout social	50%	50%	41%	52%	54%
D/Y	3,3%	1,0%	4,3%	4,2%	4,5%
ANA	507	521	574	601	629
P/B (x)	1,10	0,88	1,05	1,12	1,07

[1] Coût du risque / Crédits clientèle (Base consolidée) / [2] Sur la base des cours du 5 juillet 2022



ANNEXES



ANNEXE 1 : INDICATEURS TRIMESTRIELS



ANNEXE 2 : CROISSANCE TRIMESTRIELLE



ANNEXE 3 : TAUX DE RÉALISATION - PRÉVISIONS ANNUELLES 2022E VS. RÉALISATIONS T1-22

ANNEXE 1 : INDICATEURS TRIMESTRIELS (MDH)

Banques	Indicateurs	T1-19	T1-20	T1-21	T1-22
ATW bank	PNB	5 952	6 041	6 173	6 601
	<i>Frais de gestion</i>	<i>2 716</i>	<i>2 823</i>	<i>2 753</i>	<i>2 807</i>
	Coefficient d'exploitation	45,6%	46,7%	44,6%	42,5%
	<i>Coût du risque de crédit</i>	<i>622</i>	<i>1 134</i>	<i>844</i>	<i>773</i>
	RNPG	1 423	1 085	1 319	1 585
	<i>Total Bilan</i>	<i>517 270</i>	<i>544 549</i>	<i>562 951</i>	<i>598 109</i>
BCP	PNB	4 221	4 252	4 807	4 902
	<i>Frais de gestion</i>	<i>2 232</i>	<i>2 749</i>	<i>2 470</i>	<i>2 517</i>
	Coefficient d'exploitation	52,9%	64,6%	51,4%	51,3%
	<i>Coût du risque de crédit</i>	<i>769</i>	<i>751</i>	<i>1 167</i>	<i>896</i>
	RNPG	680	245	500	831
	<i>Total Bilan</i>	<i>399 403</i>	<i>439 100</i>	<i>448 864</i>	<i>468 053</i>
BOA	PNB	3 342	3 122	3 464	3 630
	<i>Frais de gestion</i>	<i>1 944</i>	<i>1 890</i>	<i>1 870</i>	<i>1 949</i>
	Coefficient d'exploitation	58,2%	60,5%	54,0%	53,7%
	<i>Coût du risque de crédit</i>	<i>471</i>	<i>504</i>	<i>753</i>	<i>686</i>
	RNPG	454	123	443	483
	<i>Total Bilan</i>	<i>309 937</i>	<i>337 781</i>	<i>337 121</i>	<i>350 887</i>
BMCI	PNB	778	782	731	759
	<i>Frais de gestion</i>	<i>416</i>	<i>503</i>	<i>496</i>	<i>539</i>
	Coefficient d'exploitation	53,5%	64,2%	67,8%	71,0%
	<i>Coût du risque de crédit</i>	<i>166</i>	<i>208</i>	<i>177</i>	<i>118</i>
	RNPG	127	33	81	53
	<i>Total Bilan</i>	<i>68 085</i>	<i>73 221</i>	<i>66 117</i>	<i>69 342</i>
CDM	PNB	600	623	610	648
	<i>Frais de gestion</i>	<i>297</i>	<i>391</i>	<i>326</i>	<i>353</i>
	Coefficient d'exploitation	49,5%	62,7%	53,5%	54,5%
	<i>Coût du risque de crédit</i>	<i>77</i>	<i>93</i>	<i>101</i>	<i>23</i>
	RNPG	125	73	92	134
	<i>Total Bilan</i>	<i>55 394</i>	<i>56 394</i>	<i>57 595</i>	<i>61 028</i>
CIH Bank	PNB	588	666	714	812
	<i>Frais de gestion</i>	<i>380</i>	<i>571</i>	<i>424</i>	<i>442</i>
	Coefficient d'exploitation	64,6%	85,8%	59,3%	54,4%
	<i>Coût du risque de crédit</i>	<i>107</i>	<i>181</i>	<i>116</i>	<i>126</i>
	RNPG	62	-53	87	146
	<i>Total Bilan</i>	<i>64 767</i>	<i>77 999</i>	<i>90 521</i>	<i>104 400</i>

Sources : Etats Financiers Consolidés, Calculs AGR

ANNEXE 2 : CROISSANCE TRIMESTRIELLE (GLISSANTE)

Banques	Indicateurs	T1-19	T1-20	T1-21	T1-22
ATW bank	PNB	5,8%	1,5%	2,2%	6,9%
	<i>Frais de gestion</i>	6,0%	3,9%	-2,5%	2,0%
	Coefficient d'exploitation	0,1%	1,1%	-2,1%	-2,1%
	<i>Coût du risque de crédit</i>	2,3%	82,5%	-25,6%	-8,4%
	RNPG	5,6%	-23,8%	21,6%	20,2%
	<i>Total Bilan</i>	5,7%	5,3%	3,4%	6,2%
BCP	PNB	0,5%	0,7%	13,0%	2,0%
	<i>Frais de gestion</i>	3,6%	23,1%	-10,1%	1,9%
	Coefficient d'exploitation	1,6%	11,8%	-13,2%	0,0%
	<i>Coût du risque de crédit</i>	-18,5%	-2,4%	55,4%	-23,2%
	RNPG	1,9%	-63,9%	104%	66,4%
	<i>Total Bilan</i>	5,4%	9,9%	2,2%	4,3%
BOA	PNB	3,6%	-6,6%	10,9%	4,8%
	<i>Frais de gestion</i>	5,3%	-2,8%	-1,0%	4,2%
	Coefficient d'exploitation	1,0%	2,4%	-6,5%	-0,3%
	<i>Coût du risque de crédit</i>	-4,7%	6,8%	49,5%	-9,0%
	RNPG	3,0%	-73,0%	261%	9,2%
	<i>Total Bilan</i>	4,8%	9,0%	-0,2%	4,1%
BMCI	PNB	0,8%	0,5%	-6,6%	3,8%
	<i>Frais de gestion</i>	3,3%	20,7%	-1,4%	8,7%
	Coefficient d'exploitation	1,3%	10,8%	3,6%	3,2%
	<i>Coût du risque de crédit</i>	28,2%	25,2%	-14,9%	-33,5%
	RNPG	-17,2%	-74,0%	145%	-34,6%
	<i>Total Bilan</i>	2,5%	7,5%	-9,7%	4,9%
CDM	PNB	2,4%	3,7%	-2,1%	6,3%
	<i>Frais de gestion</i>	0,2%	31,4%	-16,5%	8,2%
	Coefficient d'exploitation	-1,1%	13,2%	-9,2%	1,0%
	<i>Coût du risque de crédit</i>	-26,7%	19,5%	9,1%	-77,7%
	RNPG	8,6%	-41,4%	25,3%	46,5%
	<i>Total Bilan</i>	6,3%	1,8%	2,1%	6,0%
CIH Bank	PNB	8,3%	13,3%	7,3%	13,8%
	<i>Frais de gestion</i>	18,5%	50,5%	-25,8%	4,3%
	Coefficient d'exploitation	5,6%	21,2%	-26,4%	-5,0%
	<i>Coût du risque de crédit</i>	190%	68,3%	-35,5%	8,4%
	RNPG	-49,9%	-185%	-265%	66,6%
	<i>Total Bilan</i>	19,4%	20,4%	16,1%	15,3%

Sources : Etats Financiers Consolidés, Calculs AGR

ANNEXE 3 : TAUX DE RÉALISATION - PRÉVISIONS ANNUELLES 2022E VS. RÉALISATIONS T1-22 (MDH)

Banques	Rubrique	T1-22	2022E	TR-22
ATW bank	PNB	6 601	25 306	26,1%
	RBE	3 794	13 791	27,5%
	RNPG	1 585	5 826	27,2%
BCP	PNB	4 902	20 650	23,7%
	RBE	2 385	10 368	23,0%
	RNPG	831	2 465	33,7%
BOA	PNB	3 630	14 826	24,5%
	RBE	1 680	6 766	24,8%
	RNPG	483	2 135	22,6%
BMCI	PNB	759	3 135	24,2%
	RBE	220	965	22,8%
	RNPG	53	250	21,2%
CDM	PNB	648	2 558	25,3%
	RBE	295	1 172	25,2%
	RNPG	134	581	23,2%
CIH Bank	PNB	812	3 386	24,0%
	RBE	371	1 537	24,1%
	RNPG	146	635	23,0%

Sources : Etats Financiers Consolidés, Calculs & Estimations AGR

ATTIJARI GLOBAL RESEARCH

DIRECTEUR STRATÉGIE

Taha Jaidi
+212 5 29 03 68 23
t.jaidi@attijari.ma
Casablanca

MANAGER

Lamyae Oudghiri
+212 5 29 03 68 18
l.oudghiri@attijari.ma
Casablanca

SENIOR ASSOCIATE

Mahat Zerhouni
+212 5 29 03 68 16
m.zerhouni@attijari.ma
Casablanca

ASSOCIATE

Walid Kabbaj
+212 5 22 49 14 82
w.kabbaj@attijari.ma
Casablanca

DIRECTEUR ÉCONOMIE

Abdelaziz Lahlou
+212 5 29 03 68 37
ab.lahlou@attijari.ma
Casablanca

MANAGER

Maria Iraqui
+212 5 29 03 68 01
m.iraqui@attijari.ma
Casablanca

ASSOCIATE

Meryeme Hadi
+212 5 22 49 14 82
m.hadi@attijari.ma
Casablanca

INVESTOR RELATIONS ANALYST

Nisrine Jamali
+212 5 22 49 14 82
n.jamali@attijari.ma
Casablanca
Casablanca

SENIOR ANALYST

Ines Khouaja
+216 31 34 13 10
khouaja.ines@attijaribourse.com.tn
Tunis

FINANCIAL ANALYST

Ulderich Djado
+237 681 77 89 40
u.djado@attijarisecurities.com
Douala

FINANCIAL ANALYST

Yves André Angaman
+225 07 49 24 60 35
yves.angaman@sib.ci
Abidjan

Bourse / Gestion d'Actifs / Conseil

BROKERAGE - MAROC

Abdellah Alaoui
+212 5 29 03 68 27
a.alaoui@attijari.ma

Rachid Zakaria
+212 5 29 03 68 48
r.zakaria@attijari.ma

Anis Hares
+212 5 29 03 68 34
a.hares@attijari.ma

Alae Yahya
+212 5 29 03 68 15
a.yahya@attijari.ma

Sofia Mohcine
+212 5 22 49 59 52
s.mohcine@wafabourse.com

CUSTODY - MAROC

Tarik Loudiyi
+212 5 22 54 42 98
t.loudiyi@attijariwafa.com

UEMOA - CÔTE D'IVOIRE

Mohamed Lemridi
+225 20 21 98 26
mohamed.lemridi@sib.ci

BROKERAGE - TUNISIE

Hichem Ben Romdhane
+225 29 318 965
h.benromdhane@attijaribank.com.tns

CEMAC - CAMEROUN

Felix Dikosso
+237 651 23 51 15
f.dikosso@attijarisecurities.com

Activités de marchés

MAROC

Mohamed Hassoun Filali
+212 5 22 42 87 24
m.hassounfilali@attijariwafa.com

Amine Elhajli
+212 5 22 42 87 09
a.elhajli@attijariwafa.com

Loubaba Alaoui Mdaghri
+212 6 47 47 48 34
l.alaouim@attijariwafa.com

Dalal Tahoune
+212 5 22 42 87 07
d.tahoune@attijariwafa.com

ÉGYPTE

Ahmed Darwish
+20 127 755 90 13
ahmed.mdarwish@attijariwafa.com.eg

TUNISIE

Atef Gabsi
+216 71 80 29 22
gabsi.atef@attijaribank.com.tn

MIDDLE EAST - DUBAÏ

Serge Bahaderian
+971 0 43 77 03 00
sbahaderian@attijari-me.com

UEMOA - CÔTE D'IVOIRE

Abid Halim
+225 20 20 01 55
abid.halim@sib.ci

CEMAC - GABON

Youssef Hansali
+33 6 19 92 44 09
y.hansali@attijariwafa.net

AVERTISSEMENT

RISQUES

L'investissement en valeurs mobilières est une opération à risques. Ce document s'adresse à des investisseurs avertis. La valeur et le rendement d'un placement peuvent être influencés par plusieurs aléas à la fois économiques et techniques. Les performances antérieures des différentes classes d'actifs n'assurent pas une garantie pour les réalisations postérieures. Les estimations futures pourraient être basées sur des hypothèses qui pourraient ne pas se concrétiser.

LIMITES DE RESPONSABILITÉ

L'investisseur admet que ces opinions constituent un élément d'aide à la prise de décision. Celui-ci endosse la totale responsabilité de ses choix d'investissement. Attijari Global Research ne peut être considérée comme étant à l'origine de ses choix d'investissement. Ce document ne peut en aucune circonstance être considéré comme une confirmation officielle d'une transaction adressée à une personne ou à une entité et aucune garantie ne peut être formulée sur le fait que cette transaction sera conclue sur la base des termes et conditions qui figurent dans ce document ou sur la base d'autres conditions.

Attijari Global Research n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Attijari Global Research ne fait aucune déclaration ou garantie et ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent. En tout état de cause, il appartient aux lecteurs de recueillir les avis internes et externes qu'ils estiment nécessaires, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tout autre spécialiste, pour vérifier l'adéquation des transactions qui leur sont présentées. La décision finale est la seule responsabilité de l'investisseur. Attijari Global Research ne saurait être tenue pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans ses présentations.

SOURCES D'INFORMATION

Nos publications se basent sur une information publique. Attijari Global Research œuvre pour la fiabilité de l'information fournie. Néanmoins, elle n'est en mesure de garantir ni sa véracité ni son exhaustivité. Les opinions formulées émanent uniquement des analystes rédacteurs. Ce document et toutes les pièces jointes sont fondés sur des informations publiques et ne peuvent en aucune circonstance être utilisés ou considérés comme un engagement de Attijari Global Research.

CHANGEMENT D'OPINION

Les recommandations formulées reflètent une opinion constituée d'éléments disponibles et publics pendant la période de préparation de la dite note. Les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés à tout moment sans préavis.

INDÉPENDANCE D'OPINION

Attijari Global Research préserve une indépendance totale par rapport aux opinions et recommandations émises. Par conséquent, les décisions d'investissement du Groupe Attijariwafa bank ou de ses filiales peuvent être en contradiction avec les recommandations et/ou les stratégies publiées dans les notes de Recherche.

RÉMUNÉRATION ET COURANT D'AFFAIRES

Les analystes financiers responsables de la préparation de ce rapport reçoivent des rémunérations basées sur des facteurs divers, dont principalement le niveau de compétence, la régularité des publications, la qualité de la Recherche et la pertinence des sujets abordés. Le Groupe Attijariwafa bank pourrait entretenir un courant d'affaires avec les sociétés couvertes dans les publications de Attijari Global Research.

ADÉQUATION DES OBJECTIFS

Les différents publications de Attijari Global Research sont préparés abstraction faite des circonstances financières individuelles et des objectifs des personnes qui les reçoivent. Les classes d'actifs et les stratégies traitées pourraient ne pas convenir aux différents profils des investisseurs. Pour cette raison, reposer une décision d'investissement uniquement sur ces opinions pourrait ne pas mener vers les objectifs escomptés.

PROPRIÉTÉ ET DIFFUSION

Ce document est la propriété de Attijari Global Research. Ce support ne peut être dupliqué, copié en partie ou en globalité sans l'accord écrit de la Direction de Attijari Global Research. Ce document ne peut être distribué que par Attijari Global Research ou une des filiales du Groupe Attijariwafa bank.

AUTORITÉS DE TUTELLE

Les activités d'investissement et de conseil sont régies par l'organe de contrôle relatif aux différents pays de présence. Il s'agit plus précisément de l'AMMC au Maroc, de la CMF en Tunisie, de la CREPMF à l'UEMOA, de la COSUMAF à la CEMAC et de la CMA en Egypt. Toute personne acceptant la réception de ce document est liée par les termes ci-dessus.