

# RESEARCH REPORT

EQUITY

JANVIER  
2025

**| MAROC |** BILAN & PERSPECTIVES  
Secteur Bancaire

## BANQUES COTÉES : VERS DE NOUVEAUX RECORDS EN 2025

- 02 | Recommandations
- 04 | Environnement macro-économique & sectoriel
- 09 | Réalisations des banques cotées en 2024
- 16 | Focus OPV Crédit du Maroc
- 20 | Perspectives de croissance & multiples boursiers 2024E-2026E
- 23 | Fiches valeurs



Attijari  
Global Research

Ce rapport est destiné aux clients Attijari Global Research - À usage interne

## RECOMMANDATIONS

Dans un contexte macroéconomique globalement résilient, les banques cotées au Maroc confirment l'amélioration de leur profil de croissance, passant d'un TCAM de leur PNB de 3,7% observé durant la période pré-Covid<sup>(1)</sup> à 7,5% sur la phase prévisionnelle 2023-2026E. Un scénario soutenu par une série de facteurs dont les plus importants sont :

- La nouvelle dynamique d'investissement au Maroc qui se traduit positivement sur l'évolution des crédits à l'équipement. Ces derniers enregistrent une croissance de 14,2% à fin octobre 2024 après 13,0% en 2023. Parallèlement, la solide reprise des mises en chantier de 32,1% au S1-24 sous l'impulsion du Programme d'Aide Directe au Logement est un signal avant coureur du grand retour du crédit à l'habitat à compter de 2025E ;
- L'orientation positive des activités de marché grâce d'une part, au démarrage d'un nouveau cycle monétaire accommodant au Maroc et d'autre part, à la démocratisation accélérée des produits de couverture au sein des PME ;
- L'optimisation continue du coût moyen de la Ressource à travers une progression soutenue des dépôts non-rémunérés au Maroc. Grâce à un TCAM des RAV<sup>(2)</sup> de 7,3% au cours des trois dernières années, leur poids avoisine désormais les 70% dans la structure des dépôts ;
- La tendance baissière de fond du coefficient d'exploitation qui atteste de la capacité avérée du Top-Management à optimiser les coûts. Grâce à l'adoption croissante des plateformes digitales par les clients, le COEX du secteur pourrait s'améliorer de 5,7 pts supplémentaires durant la période 2023-2026E, passant de 47,3% à 41,7%.

Dans ce contexte favorable, le secteur bancaire au Maroc devrait afficher des performances records durant la période 2024E-2026E. Ainsi, nous avons révisé à la hausse nos prévisions de croissance des bénéfices, passant d'une croissance annuelle moyenne initiale de 8,3% à 13,5% pour dépasser les 22,0 MMDH au terme de la période étudiée.

En marge de notre exercice de valorisation, nous ressortons avec une capitalisation boursière cible du secteur bancaire coté de 312 MMDH, offrant un potentiel d'appréciation de +13,0% durant les 12 prochains mois et un P/E 26E induit qui demeure « conservateur » autour des 14,0x.

### Walid KABBAJ

Senior 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

## BANQUES COTÉES : VALORISATIONS FONDAMENTALES Vs. RECOMMANDATIONS

Valeurs	TCAM 23-26E		Indicateurs de Valorisation 26E <sup>(3)</sup>				Cibles AGR			Recommandation AGR
	PNB	RNPG	P/E (x)	P/B (x)	D/Y	Kcp	Cours	Potentiel	P/E 26E	
ATW bank <sup>(4)</sup>	8,8%	12,9%	12,2	1,7	3,2%	9,82%	-	-	14,0	-
BCP	7,2%	13,7%	11,5	1,3	4,0%	9,95%	325	+12%	13,0	ACHAT
CDM	9,4%	18,9%	12,8	1,4	5,4%	8,51%	1 253	+28%	16,1	ACHAT
BMCI	5,7%	51,2%	14,8	1,1	4,5%	10,39%	779	+18%	17,5	ACHAT
BOA	6,1%	10,8%	12,2	1,4	3,4%	9,86%	225	+9%	13,4	CONSERVER
CIH Bank	5,7%	9,3%	13,9	1,6	4,9%	9,71%	441	+8%	15,0	CONSERVER
CFG Bank	20,9%	23,6%	26,1	3,8	1,6%	9,28%	246	+5%	27,5	CONSERVER
<b>Secteur</b>	<b>7,7%</b>	<b>13,5%</b>	<b>12,4x</b>	<b>1,5x</b>	<b>3,5%</b>	<b>9,80%</b>	-	<b>+13,2%</b>	<b>14,1x</b>	-

(1) Durant la période 2014-2019 / (2) Ressources à vue base sociale (GPBM) entre le S1-21 et le S1-24 / (3) Cours arrêtés au 8 janvier 2025 /

(4) Pas de recommandation en raison des liens capitalistiques entre AGR et Attijariwafa bank

### SOMMAIRE

---

#### I. ENVIRONNEMENT MACRO-ÉCONOMIQUE & SECTORIEL

- A. Résilience de la croissance en dépit des conditions climatiques peu favorables
- B. Une croissance des crédits portée par la bonne dynamique des investissements
- C. Un nouveau virage accommodant de la politique monétaire de BAM en 2024
- D. Les dépôts non rémunérés évoluent vers un plus haut historique

#### II. RÉALISATIONS DES BANQUES COTÉES EN 2024

- A. Résultats agrégés des banques cotées : Juin 2024 & Septembre 2024
- B. Une accélération du PNB, portée par la solide performance des activités de marché
- C. Le COEX maintient sa tendance baissière de fond observée depuis 2018
- D. Consolidation du taux de contentieux après quatre semestres de hausse
- E. Poursuite de la hausse du coût du risque après une phase de normalisation
- F. Une rentabilité financière qui surpasse la moyenne historique du secteur

#### III. FOCUS OPV CRÉDIT DU MAROC

- A. OPV Crédit du Maroc, une opération de taille considérable...
- B. Un potentiel de croissance libéré suite au changement de l'actionnaire de référence
- C. Des niveaux de valorisation en nette amélioration grâce à la « qualité » de la croissance ...

#### IV. PERSPECTIVES DE CROISSANCE & MULTIPLES BOURSIERS 2024E-2026E

- A. Révision à la hausse des prévisions de croissance durant la période 2024E-2026E
- B. Un secteur offrant toujours des décotes attractives en termes de valorisation

#### V. FICHES VALEURS

- A. ATW bank : franchissement des 10,0 MMDH de bénéfices dès 2025E
- B. BCP : Franchissement pour la 1<sup>ère</sup> fois de la barre des 5,0 MMDH de bénéfices en 2026E
- C. BOA : Un effet rattrapage attendu des activités de marché
- D. CIH Bank : Réajustement haussier du CDR face à un profil de croissance agressif
- E. BMCI : Une marge d'optimisation intéressante des frais de gestion
- F. CDM : Un titre offrant le meilleur rendement de dividende du secteur bancaire
- G. CFG Bank : Un potentiel de croissance toujours important à horizon 2026E

#### VI. ANNEXES

- A. Annexe 1 : Indicateurs à fin septembre 2024
- B. Annexe 2 : Croissance à fin septembre 2024
- C. Annexe 3 : Taux de réalisation - Prévisions annuelles 2024E Vs. Réalisations à fin septembre 2024



# PARTIE I

## ENVIRONNEMENT MACRO-ÉCONOMIQUE & SECTORIEL



RÉSILIENCE DE LA CROISSANCE EN DÉPIT DES CONDITIONS CLIMATIQUES PEU FAVORABLES



UNE CROISSANCE DES CRÉDITS PORTÉE PAR LA BONNE DYNAMIQUE DES INVESTISSEMENTS



UN NOUVEAU VIRAGE ACCOMMODANT DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE DE BAM EN 2024



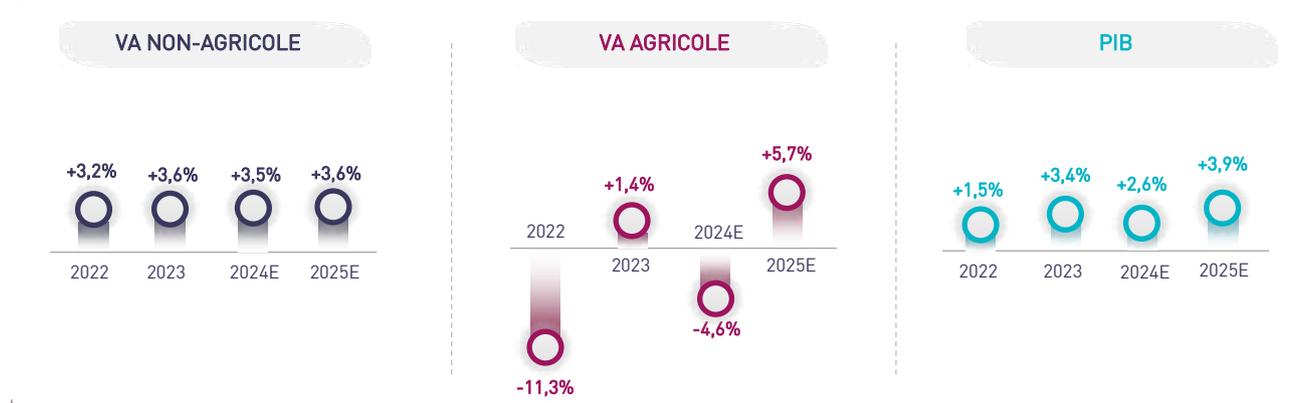
LES DÉPÔTS NON RÉMUNÉRÉS ÉVOLUENT VERS UN PLUS HAUT HISTORIQUE

## RÉSILIENCE DE LA CROISSANCE EN DÉPIT DES CONDITIONS CLIMATIQUES PEU FAVORABLES

Selon les dernières projections de Bank Al-Maghrib, la croissance économique nationale en 2024E devrait décélérer à +2,6% contre +3,4% en 2023. À l'origine, un repli de la valeur ajoutée agricole de -4,6% dû à des conditions climatiques défavorables et à une succession d'années de sécheresse au Maroc. En effet, la campagne agricole est passée de 55 MQx en 2023 à près de 31 MQx en 2024E, soit une baisse de -43,3%. Cette production s'inscrit en deçà du niveau moyen de la récolte céréalière au Maroc observée au cours des cinq dernières années, soit de 50 MQx.

Tenant compte du raffermissement de la Demande intérieure au Maroc sous l'effet de la dynamique d'investissement et des mesures budgétaires en faveur du soutien du pouvoir d'achat, la croissance économique devrait repasser au-dessus des +3,0% à +3,9% en 2025E selon BAM. Cette prévision tient compte d'une progression de +5,7% de la VA agricole, sous l'hypothèse d'un retour à une récolte céréalière normative autour des 50 MQx et d'une progression de +3,6% de la VA non agricole. Selon les prévisions de la loi de finances 2025, l'investissement public devrait atteindre un nouveau record historique à 340 MMDH en 2025E.

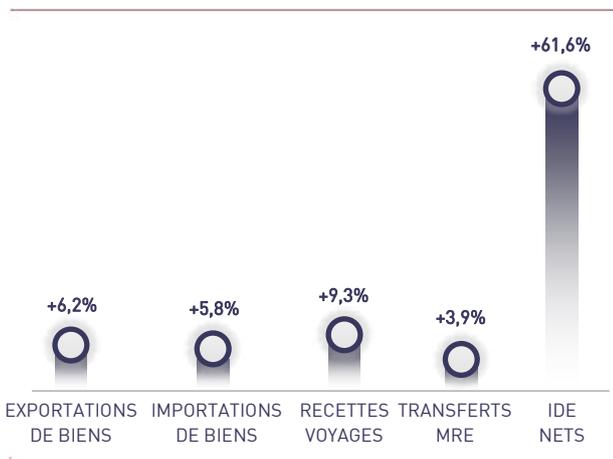
### MAROC : CROISSANCE DES PRINCIPAUX AGRÉGATS ÉCONOMIQUES 2022-2025E



Après une quasi-stagnation en 2023, les échanges extérieurs se redressent durant les 10 premiers mois de l'année 2024 à travers des exportations en hausse de +6,2% et des importations en hausse de +5,8%. Malgré le repli des importations de produits bruts et énergétiques sous l'effet de la détente des prix à l'international, la hausse des importations est portée par les Biens d'Équipement, les Demi-Produits et les Produits Finis de consommation. Les exportations sont tirées par la bonne dynamique de l'Automobile, des Phosphates & Dérivés et de l'Aéronautique. Au final, le déficit commercial s'est alourdi de +5,2% à 249,8 MMDH.

Les recettes voyages s'améliorent de +9,3% à 96,9 MMDH à fin octobre 2024 grâce à des arrivées touristiques records sur la même période, soit plus de 14 Mn. Les transferts MRE poursuivent leur tendance haussière à plus de 100 MMDH, soit une croissance de +3,9%. De son côté, le flux net des IDE ressort à 19,5 MMDH en hausse de +61,6%. Dans ces conditions, les Avoirs Officiels de Réserve de Bank Al-Maghrib ressortent à 360,7 MMDH couvrant plus de 5 mois d'importations de Biens & Services à fin octobre 2024. Selon les dernières prévisions de la Banque Centrale, les réserves de change du Maroc devraient atteindre un nouveau record historique en 2025 à 385 MMDH.

### AGRÉGATS D'ÉCHANGES EXTÉRIEURS: 10M-24 VS. 10M-23



### AVOIRS OFFICIELS DE RÉSERVE<sup>(1)</sup> DURANT 2021-2024E



Sources : Rapport de politique monétaire de Bank Al-Maghrib du T4-2024, Calculs AGR

Ce rapport est destiné aux clients Attijari Global Research - À usage interne

## UNE CROISSANCE DES CRÉDITS PORTÉE PAR LA BONNE DYNAMIQUE DES INVESTISSEMENTS

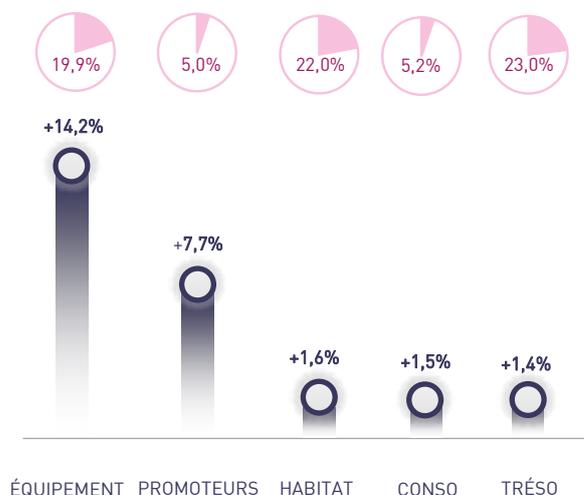
À fin octobre 2024, les crédits bancaires progressent de +3,6% en glissement annuel à 1.121 MMDH (+39,4 MMDH). Une évolution portée essentiellement par la bonne dynamique des investissements au Maroc :

- Les **crédits à l'équipement** s'accroissent de +14,2% à 222,7 MMDH (+27,7 MMDH) après +13,0% en 2023 et +6,6% en 2022. Les crédits à l'équipement confirment ainsi leur reprise entamée en 2022 après 2 années successives de baisse durant 2020-2021. Les secteurs Energie, Bâtiments et Travaux Publics ont contribué positivement à cette dynamique de croissance des crédits bancaires ;
- Les **crédits promoteurs** repartent à la hausse à travers une reprise de +7,7% à 56,4 MMDH (+4,0 MMDH) et ce, après 3 années de baisses consécutives entre 2021 et 2023. À l'origine de cette performance, les retombées positives du Programme d'Aide Directe au Logement qui a permis de stimuler la Demande au sein du secteur immobilier durant l'année 2024. Après un repli de -19,0% en 2022, les mises en chantier ont entamé une reprise solide de +59,4% en 2023. Ces derniers poursuivent leur dynamique de croissance en 2024 à travers une hausse de +32,1% au terme du premier semestre 2024 (glissement annuel).  
À noter que ce programme a suscité un vif intérêt auprès des Marocains résidant à l'étranger qui représentent 22% du total des 111.745 demandes d'aide au logement et près de 26% des 28.458 bénéficiaires au 5 novembre 2024 ;
- Les **crédits à l'habitat** affichent un ralentissement pour la 3<sup>ème</sup> année consécutive à travers une progression de +1,6% à 246,9 MMDH (+4,0 MMDH), en deçà de la croissance moyenne observée durant la période 2015-2023, soit de +4,1%. Malgré le lancement du Programme d'Aide Directe au Logement, cette décélération s'expliquerait par l'attentisme des acquéreurs face au renchérissement du coût de la vie et aux politiques monétaires restrictives observées durant la période 2022-2023. Néanmoins, la nette reprise des mises en chantier en 2024 demeure un signal avant coureur de la reprise des crédits à l'habitat à compter de 2025E ;
- Les **crédits à la consommation** enregistrent une hausse modeste de +1,5% à 58,7 MMDH (+0,9 MMDH) et ce, après une quasi-stagnation en 2023. Cette croissance est inférieure à la moyenne annuelle de +5,1% observée durant la période 2015-2019. À l'origine, les impacts long terme de la crise sanitaire et de la période inflationniste qui pèsent toujours sur le moral et la capacité d'endettement des ménages. En effet, l'indice de confiance des ménages du HCP ressort à des plus bas de 46,2 pts au T3-24 contre une moyenne 2018-2019 (Pré-Covid) de 80,4 pts ;
- Les **crédits de trésorerie** affichent une progression modeste de +1,4% à 257,4 MMDH (+3,7 MMDH). Depuis leur plus haut de 260,8 MMDH en 2022, ces crédits s'inscrivent dans une tendance baissière en raison de la normalisation des niveaux de BFR des entreprises au Maroc dans un contexte marqué par la détente des prix des intrants à l'échelle internationale.

### MAROC : CROISSANCE DES CRÉDITS BANCAIRES (BAM)



### CROISSANCE PAR CATÉGORIE À FIN OCTOBRE 2024



Poids par catégorie de crédit dans les crédits bancaires à fin octobre 2024

Sources : Bank Al-Maghrib, Ministère de l'Aménagement du Territoire National, de l'Urbanisme, de l'Habitat et de la Politique de la Ville, HCP, Calculs AGR

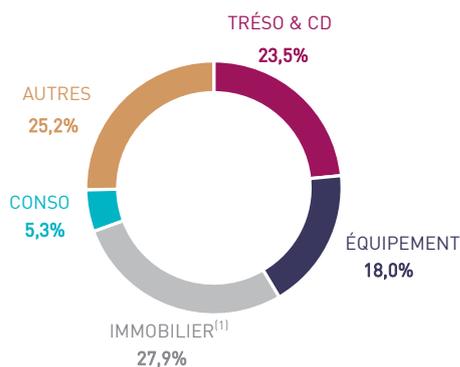
Ce rapport est destiné aux clients Attijari Global Research - À usage interne

## UN NOUVEAU VIRAGE ACCOMMODANT DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE DE BAM EN 2024

La dynamique des crédits bancaires à fin octobre 2024 s'est traduite par une légère évolution de leur structure avec des évolutions comprises entre -0,8 pt et +1,8 pts. Plus en détails, nous relevons les constats suivants :

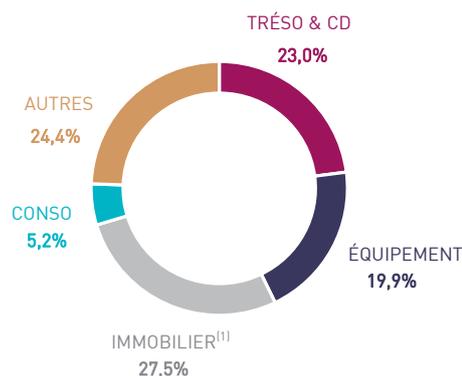
- Le poids des **crédits à l'équipement** gagne +1,8 pts passant de 18,0% à fin octobre 2023 à 19,9% à fin octobre 2024. Cette progression s'est opérée au détriment des **crédits de trésorerie** dont le poids recule de -0,5 pt passant de 23,5% à 23,0% ainsi que des **crédits immobiliers** qui perdent -0,4 pt passant de 27,9% à 27,5% ;
- Le poids des **crédits à la consommation** baisse légèrement de -0,1 pt passant de 5,3% à 5,2% durant la période étudiée.

### MAROC : STRUCTURE DES CRÉDITS BANCAIRES 10M-23



(1) Crédits à l'habitat et crédits aux promoteurs immobiliers

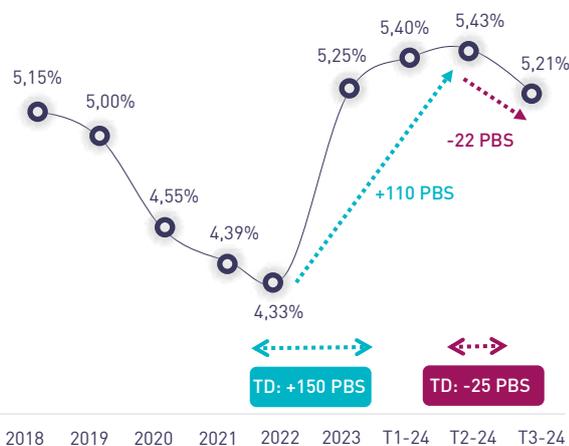
### MAROC : STRUCTURE DES CRÉDITS BANCAIRES 10M-24



L'orientation accommodante de BAM entamée en juin 2024 a soutenu la tendance baissière des Taux obligataires en 2024. Celle-ci a été alimentée d'une part, par la baisse des exigences de rentabilité des investisseurs dans un contexte de baisse de l'inflation et d'autre part, par une dynamique favorable des recettes fiscales et des financements innovants en 2024, permettant de maîtriser l'Offre du Trésor. Depuis le début de l'année 2024, la courbe obligataire primaire a connu un glissement avec des évolutions moyennes de -72 PBS sur le MT (2Y à 10Y) et de -94 PBS sur le LT (15Y à 30Y).

Parallèlement, les Taux débiteurs ont intégré en grande partie la baisse du TD de -25 PBS de juin 2024. Ainsi, après une augmentation de +110 PBS entre 2022 et le T2-24, les taux débiteurs affichent un retournement baissier pour atteindre 5,21% au T3-24, soit un repli de -22 PBS par rapport au trimestre précédent. Cette évolution reflète clairement le pivot de la Banque Centrale vers une politique monétaire accommodante à travers une baisse du TD de -25 PBS en juin 2024, soit la première réduction de son TD depuis la crise du Covid.

### MAROC : TAUX D'INTÉRÊT DÉBITEURS<sup>[2]</sup>



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

### MAROC : COURBE OBLIGATAIRE PRIMAIRE



Sources : Bank Al-Maghrib, Salle des marchés AWB, Calculs AGR

Ce rapport est destiné aux clients Attijari Global Research - À usage interne

## LES DÉPÔTS NON RÉMUNÉRÉS ÉVOLUENT VERS UN PLUS HAUT HISTORIQUE

Sur une base sociale, les dépôts clientèle progressent de +5,2% en glissement annuel au terme du S1-24 à 1.202 MMDH, soit +58,8 MMDH. Cette croissance est en ligne avec la dynamique des dépôts observée sur la période 2020-2023 de +5,2%.

La hausse des dépôts durant ce premier semestre est portée par les RAV<sup>(1)</sup> qui progressent de +7,0% à 834,9 MMDH, soit de +54,6 MMDH. Pour leur part, les dépôts rémunérés augmentent à un rythme moins important de +1,2% à 363,7 MMDH, soit un surplus de seulement +4,2 MMDH.

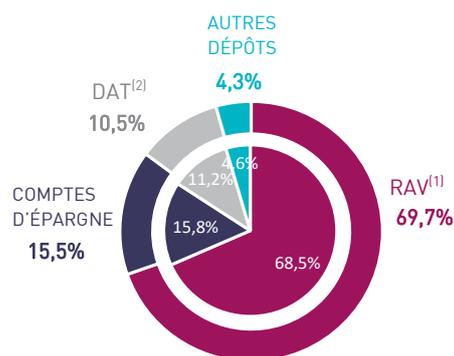
Au final, le poids des RAV<sup>(1)</sup> se renforce dans la structure des dépôts de +1,2 pts passant de 68,5% au S1-23 à 69,7% au S1-24. Cette évolution s'est opérée au détriment des DAT<sup>(2)</sup> dont le poids continue de reculer de -0,7 pt à 10,5%. Le poids des RAV<sup>(1)</sup> dans le total des dépôts enregistre ainsi un nouveau plus haut historique à fin juin 2024.

### MAROC : CROISSANCE DES DÉPÔTS CLIENTÈLE (GPBM)

Moyenne Dépôts (GPBM) 20-23 : +5,2%



### MAROC : STRUCTURE DÉPÔTS CLIENTÈLE S1-24 VS. S1-23



Anneau Intérieur S1-23 / Anneau extérieur S1-24 (Base Sociale GPBM)

Le mouvement baissier de la courbe secondaire s'est davantage accentué suite à la dernière décision de Bank Al-Maghrib de réduire pour la 2<sup>ème</sup> fois cette année son Taux Directeur à 2,5% (en décembre 2024) après une 1<sup>ère</sup> baisse de -25 PBS en juin dernier. À l'origine, les avancées visibles en termes d'inflation depuis son pic historique de 10% en février 2023. Celle-ci ressort à 0,7% pour le mois d'octobre 2024, soit son niveau le plus faible depuis juin 2024, et devrait s'établir autour de 1,0% en 2024E après 6,1% en 2023.

Par ailleurs, cette décision semble déjà intégrée au niveau de la courbe des Taux primaire, principalement au niveau des maturités CT. Ces derniers se situaient dans leur ensemble en dessous du TD à 2,75% dans une fourchette oscillant entre 2,39% et 2,55%.

### MAROC : RENDEMENTS DES BDT (SECONDAIRES)

- Taux BDT 52 semaines
- Taux BDT 26 semaines



(3) Données arrêtées au 24/12/2024

### MAROC : CROISSANCE DES RAV<sup>(1)</sup> VS. DAT<sup>(2)</sup> (GPBM)

- Croissance annuelle des RAV
- Croissance annuelle des DAT



(1) RAV : Ressources à vue (Comptes chèques & Comptes courants)  
(2) Dépôts à terme

Sources : Rapport de politique monétaire de Bank Al-Maghrib du T4-2024, Salle des marchés AWB, GPBM, Calculs AGR

Ce rapport est destiné aux clients Attijari Global Research - À usage interne



# PARTIE II

## RÉALISATIONS DES BANQUES COTÉES EN 2024



RÉSULTATS AGRÉGÉS DES BANQUES COTÉES : JUIN 2024 & SEPTEMBRE 2024



UNE ACCÉLÉRATION DU PNB, PORTÉE PAR LA SOLIDE PERFORMANCE DES ACTIVITÉS DE MARCHÉ



LE COEX MAINTIENT SA TENDANCE BAISSIÈRE DE FOND OBSERVÉE DEPUIS 2018



CONSOLIDATION DU TAUX DE CONTENTIEUX APRÈS QUATRE SEMSTRES DE HAUSSE



POURSUITE DE LA HAUSSE DU COÛT DU RISQUE APRÈS UNE PHASE DE NORMALISATION



UNE RENTABILITÉ FINANCIÈRE QUI SURPASSE LA MOYENNE HISTORIQUE DU SECTEUR

## RÉSULTATS AGRÉGÉS DES BANQUES COTÉES : JUIN 2024 & SEPTEMBRE 2024

Au terme du premier semestre 2024, le secteur bancaire coté enregistre un PNB agrégé de 45,7 MMDH (+5,3 MMDH) en hausse de +13,2%. Cette croissance est portée par l'ensemble des lignes métiers :

- ⇒ La **marge d'intérêt** s'améliore de +4,8% (+1,3 MMDH) grâce à un effet volume positif dans un contexte marqué par la stabilisation de la marge d'intermédiation. À noter que les crédits consolidés du secteur coté progressent de +5,3% au terme du premier semestre 2024 (en glissement annuel) ;
- ⇒ La **marge sur commissions** progresse de +5,3% (+0,4 MMDH) soutenue par la montée en charge des activités du commerce international, des filiales spécialisées ainsi que l'usage croissant des services digitaux par les clients ;
- ⇒ Les **activités de marché**<sup>(1)</sup> enregistrent une forte croissance de +57,2% (+3,6 MMDH) et ce, après +29,7% au S1-23. À l'origine, un contexte de Taux favorable à l'activité obligataire et une nette augmentation de l'activité change.

La politique de rationalisation des coûts opérationnels (+5,7%) conjuguée à la bonne dynamique commerciale (+13,2%) ont permis la baisse du **coefficient d'exploitation** (COEX) de -2,9 pts passant de 44,5% à 41,6% durant la même période.

Après deux années de normalisation du **coût du risque** post-Covid (2021 et 2022), cet indicateur augmente de +1.643 MDH au S1-23 (+30,7%) puis de +705 MDH au S1-24 (+10,1%). À l'origine, des provisions relatives à la dégradation du risque souverain dans certains pays de présence en Afrique. Dans ces conditions, le secteur bancaire coté au Maroc affiche un RNPG agrégé en hausse de +26,7% à 10,6 MMDH. Une capacité bénéficiaire permettant de dégager un ROE<sup>(2)</sup> attractif de 14,3% contre une moyenne 5 ans de 8,5% pour le secteur bancaire coté, soit durant la période 2019-2023.

Les réalisations des banques cotées<sup>(3)</sup> à fin septembre 2024 maintiennent leur tendance haussière de fond, à travers un **PNB** en progression de +11,6% et un **RNPG** en nette appréciation de +21,5% à 15,4 MMDH. Des réalisations portées par la solide performance des **activités de marché**<sup>(1)</sup> dans un contexte de Taux toujours favorable. Ce segment explique plus de 60% de la croissance du PNB du secteur, à travers une hausse de +44,0% (+4,4 MMDH) à fin septembre 2024.

À noter que les résultats des banques cotées à fin septembre 2023 intègrent une contribution au Fonds Spécial dédié à la gestion du séisme d'Al-Haouz estimée selon nous à 900 MDH. Celle-ci est comptabilisée au niveau du COEX.

### BANQUES COTÉES<sup>(3)</sup> : COMPTE DE RÉSULTAT AGRÉGÉ 2023-2024 (BASE CONSOLIDÉE)

Rubrique (en MDH)	S1-23	S1-24	VAR S1-24/S1-23	9M-23 <sup>(4)</sup>	9M-24	VAR 9M-24/9M-23 <sup>(4)</sup>
<b>PRODUIT NET BANCAIRE</b>	40 370	45 683	+13,2%	60 629	67 660	+11,6%
<i>Frais de gestion</i>	17 968	18 999	+5,7%	27 925	28 107	+0,7%
<i>Coefficient d'exploitation</i>	44,5%	41,6%	-2,9 pts	46,1%	41,5%	-4,5 pts
<b>RESULTAT BRUT D'EXPLOITATION</b>	22 403	26 684	+19,1%	32 704	39 553	+20,9%
<i>Coût du risque de crédit</i>	6 998	7 703	+10,1%	9 705	11 687	+20,4%
<i>Taux du Coût du risque de crédit (PBS)<sup>(5)</sup></i>	122	128	+6 PBS	122	140	+17 PBS
<b>RESULTAT D'EXPLOITATION</b>	15 404	18 981	+23,2%	22 999	27 865	+21,2%
<i>Autres produits et charges</i>	25	124	+396,0%	198	349	+76,1%
<b>RESULTAT AVANT IMPÔTS</b>	15 429	19 105	+23,8%	23 197	28 214	+21,6%
<i>Impôts sur les bénéfices</i>	5 195	6 385	+22,9%	7 717	9 629	+24,8%
<b>RESULTAT NET</b>	10 234	12 720	+24,3%	15 480	18 585	+20,1%
<i>Intérêts minoritaires</i>	1 880	2 134	+13,5%	2 830	3 214	+13,6%
<b>RESULTAT NET PART DU GROUPE</b>	8 354	10 585	+26,7%	12 650	15 371	+21,5%
<i>Capitaux Propres - Part du Groupe</i>	137 856	147 771	+7,2%	136 866	146 110	+6,8%
<b>ROE<sup>(2)</sup></b>	12,1%	14,3%	+2,2 pts	12,3%	14,0%	+1,7 pts

(1) Résultats des Activités de Marché, des Autres Activités et des Activités d'Assurance

(2) RNPG agrégé annualisé / Capitaux Propres Part du Groupe

(3) Périmètre des banques cotées (hors CFG Bank sur 9M-23 et 9M-24)

(4) Y compris le don au Fonds Spécial Séisme estimé à 900 MDH pour les banques cotées au 9M-23

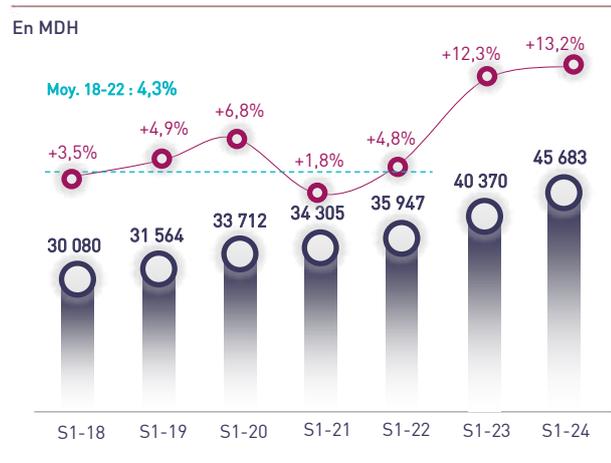
(5) Coût du risque agrégé annualisé rapporté aux Créances brutes sur la clientèle au S1-23 et S1-24 et aux Créances nettes sur la clientèle au 9M-23 et 9M-24

## UNE ACCÉLÉRATION DU PNB, PORTÉE PAR LA SOLIDE PERFORMANCE DES ACTIVITÉS DE MARCHÉ

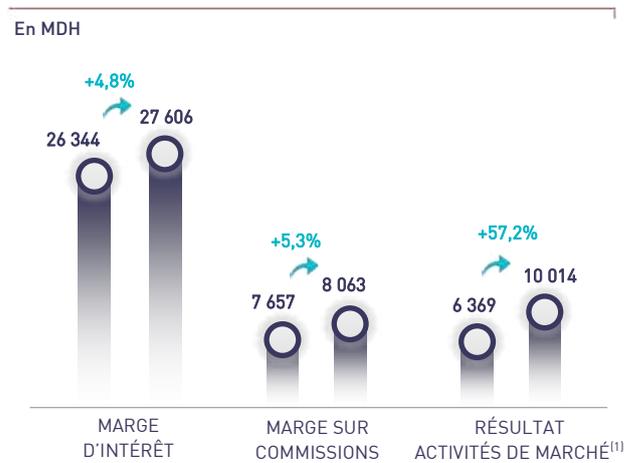
Au terme du S1-24, le PNB agrégé des banques cotées affiche une croissance à +13,2% à 45,7 MMDH. Il s'agit de la plus forte hausse observée au cours des sept derniers semestres. Plus en détails :

- **Marge d'intérêt** : Principal contributeur aux revenus du secteur bancaire coté avec un poids de 60,4% dans le PNB et une progression de +4,8% (+1,3 MMDH). Cette évolution s'explique par un effet volume lié au développement de l'activité commerciale. La marge d'intermédiation, quant à elle, se replie légèrement de -2 PBS à 4,96% ;
- **Marge sur commissions** : Une amélioration de +5,3% au S1-24 (+406 MDH) portée par la bonne dynamique de l'activité monétaire, des filiales spécialisées et l'accroissement de l'usage des services digitaux par les clients ;
- **Résultat des activités de marché<sup>(1)</sup>** : Le résultat des activités de marché<sup>(1)</sup> s'accélère de +57,2% (+3,6 MMDH) après une croissance de +29,7% une année auparavant. À l'origine, les performances de l'activité Taux qui ont bénéficié de la politique monétaire accommodante de Bank Al-Maghrib en 2024. Parallèlement, l'augmentation des volumes des clients Corporate, de plus en plus impactés par l'accroissement de la volatilité des devises, a soutenu les résultats de l'activité Change au Maroc.

### BANQUES COTÉES : PNB AGRÉGÉ (BASE CONSOLIDÉE)



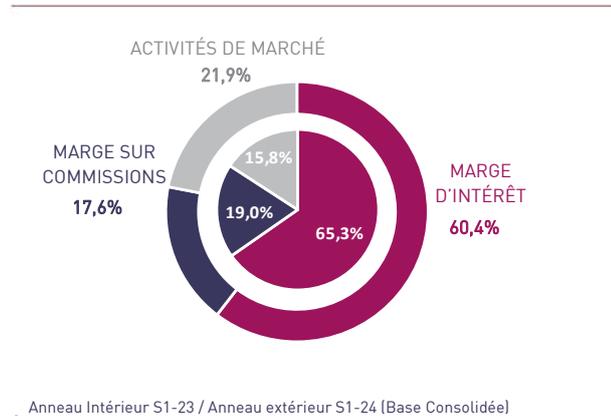
### BANQUES COTÉES : VENTILATION DE LA CROISSANCE



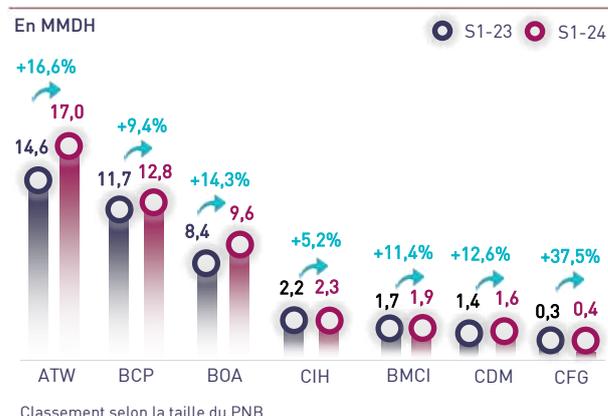
Les 3 grandes banques universelles à savoir ATW bank, BCP et BOA, affichent des croissances respectives de +16,6%, +9,4% et +14,3%. Des performances portées par le résultats des activités de marché<sup>(1)</sup>. Parallèlement, BMCI et CDM affichent des croissances respectives de +11,4% et +12,6% grâce à la bonne tenue de la marge d'intérêt. Plus en détails, BMCI a bénéficié d'une amélioration de la marge d'intermédiation tandis que CDM a principalement profité d'un effet volume. Enfin, CIH Bank enregistre une hausse de +5,2% grâce à ses différentes lignes de métier. En tant que nouvelle banque « challenger », CFG Bank maintient une croissance élevée de +37,5%.

Le poids du résultat des activités de marché<sup>(1)</sup> se renforce dans la structure du PNB des banques cotées de +6,1 pts passant de 15,8% au S1-23 à 21,9% au S1-24. Une montée en charge qui s'est opérée au détriment de la marge d'intérêt dont le poids cède -4,8 pts passant de 65,3% à 60,4% durant la même période.

### BANQUES COTÉES : STRUCTURE DU PNB S1-24 VS. S1-23



### BANQUES COTÉES : ÉVOLUTION DU PNB CONSOLIDÉ



(1) Résultats des Activités de Marché, des Autres Activités et des Activités d'Assurance

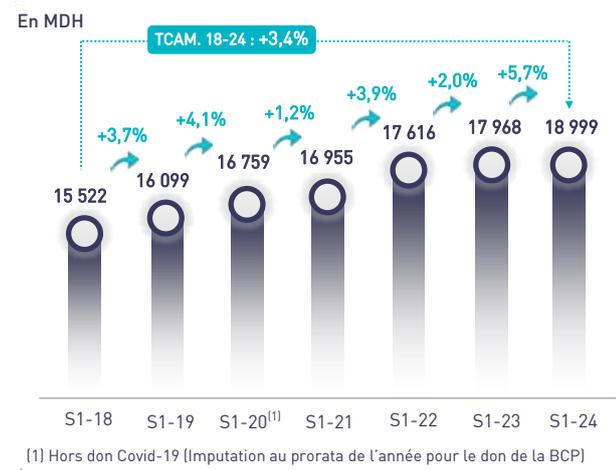
Sources : Etats Financiers Consolidés, Calculs & Estimations AGR

## LE COEX MAINTIENT SA TENDANCE BAISSIÈRE DE FOND OBSERVÉE DEPUIS 2018

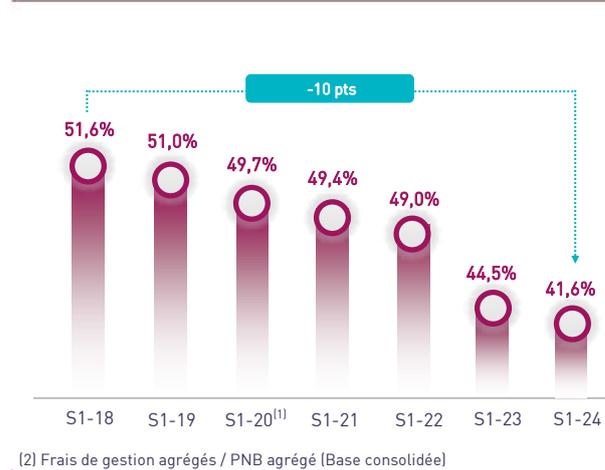
Depuis le 1<sup>er</sup> semestre 2018, force est de constater une maîtrise continue des charges générales d'exploitation, en ligne avec la vision affichée des Groupes bancaires. Cette tendance a été accélérée par la croissance soutenue du PNB sur la période semestrielle 2023-2024, soit d'en moyenne +12,7% par an :

- Les frais de gestion récurrents affichent une croissance semestrielle maîtrisée d'en moyenne +3,4% entre 2018 et 2024. Il s'agit d'une variation 2 fois inférieure à celle du PNB qui ressort à +7,2% durant la même période ;
- Le coefficient d'exploitation récurrent poursuit sa tendance baissière de fond, passant d'un plus haut de 51,6% au S1-18 à 41,6% au S1-23, soit un plus bas depuis 2014. Il s'agit d'une baisse cumulée considérable de -10,0 pts sur une période de 6 ans allant de 2018 à 2024.

### BANQUES COTÉES : FRAIS DE GESTION CONSOLIDÉS



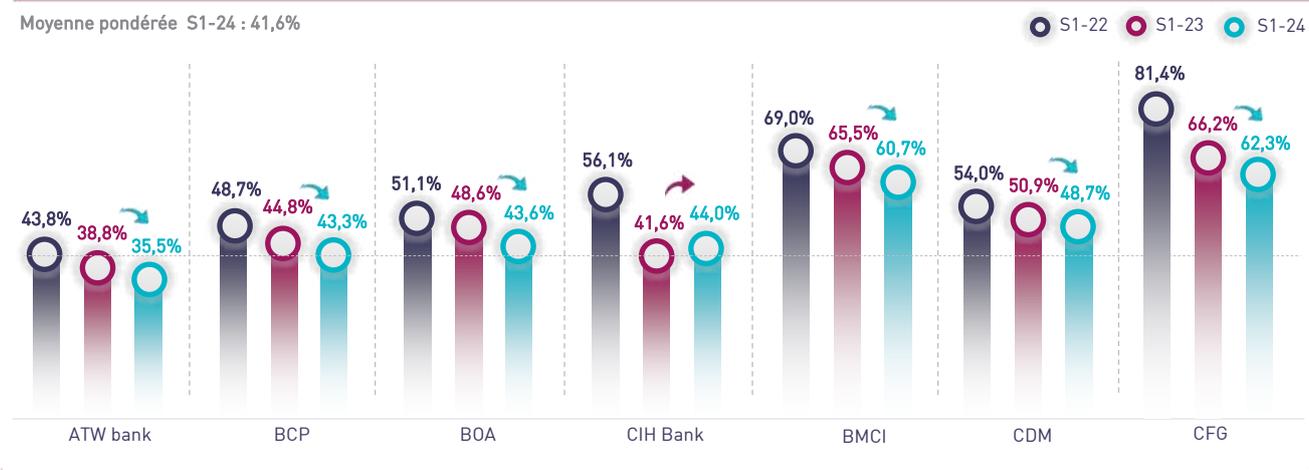
### BANQUES COTÉES : COEFFICIENT D'EXPLOITATION<sup>(2)</sup>



Au S1-24, nous relevons globalement une amélioration du coefficient d'exploitation au sein du secteur bancaire coté :

- Les ratios des 3 grandes banques cotées s'améliorent sensiblement grâce à la forte hausse des activités de marché. ATW bank affiche le meilleur ratio du secteur à 35,5% en baisse de -3,3 pts soutenu par l'implémentation de son plan digital. Le coefficient d'exploitation du Groupe BCP s'allège de -1,5 pts à 43,3% et celui de BOA s'améliore de -5,0 pts à 43,6% ;
- CIH Bank ressort à contre tendance du secteur bancaire en affichant un COEX à 44,0% en hausse de +2,4 pts ;
- BMCI et CDM améliorent leur coefficient d'exploitation à 60,7% [-4,7 pts] et 48,7% [-2,2 pts] respectivement. Il s'agit d'une normalisation progressive après une hausse liée aux investissements informatiques pour BMCI et aux frais d'autonomisation suite au changement de l'Actionnaire de Référence pour CDM ;
- CFG Bank affiche un ratio à 62,3% en baisse de -4,0 pts par rapport au S1-23.

### ÉVOLUTION DU COEFFICIENT D'EXPLOITATION SUR LA PÉRIODE S1-22 À S1-24 (BASE CONSOLIDÉE)



Sources : Etats Financiers Consolidés, Calculs & Estimations AGR

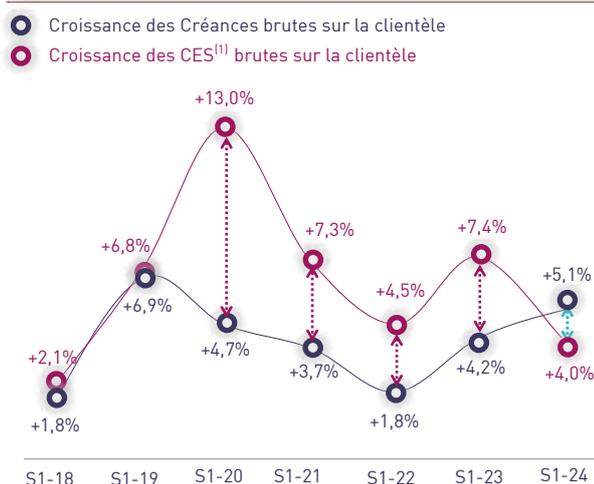
Ce rapport est destiné aux clients Attijari Global Research - À usage interne

## CONSOLIDATION DU TAUX DE CONTENTIEUX APRÈS QUATRE SEMESTRES DE HAUSSE

Après 4 semestres de hausse du S1-20 au S1-23, le taux de contentieux<sup>[2]</sup> du secteur bancaire coté se consolide passant de 8,79% au S1-23 à 8,70% au S1-24. À l'origine, une croissance semestrielle des créances en souffrance (CES) inférieure à celle des crédits à la clientèle, soit de +4,0% et de +5,1% respectivement. Le taux de contentieux demeure largement supérieur à la moyenne pré-Covid 2016-2019 soit de 7,47% sur une base semestrielle.

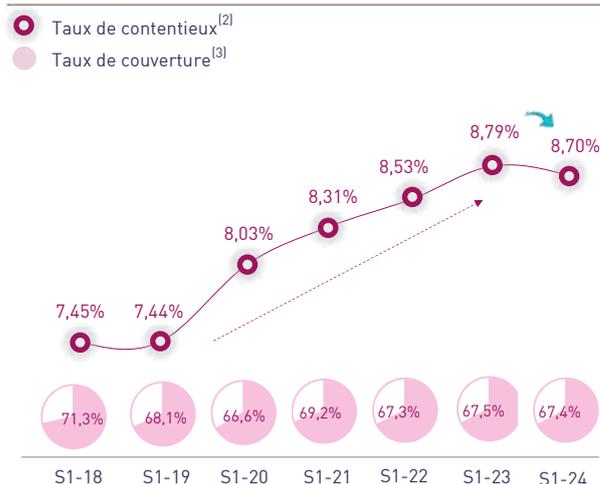
Le taux de couverture<sup>[3]</sup> des CES par les provisions se maintient au dessus des 67,0%. Néanmoins, cet indicateur se situe en dessous de la moyenne semestrielle observée durant la période pré-Covid 2016-2019, soit de 70,4%.

### BANQUES COTÉES : CRÉANCES CLIENTÈLE VS CES<sup>[1]</sup> (GPBM)



[1] Créances en souffrance

### BANQUES COTÉES : CONTENTIALITÉ (GPBM)



[2] CES brutes clientèle agrégées / Créances brutes clientèle agrégées

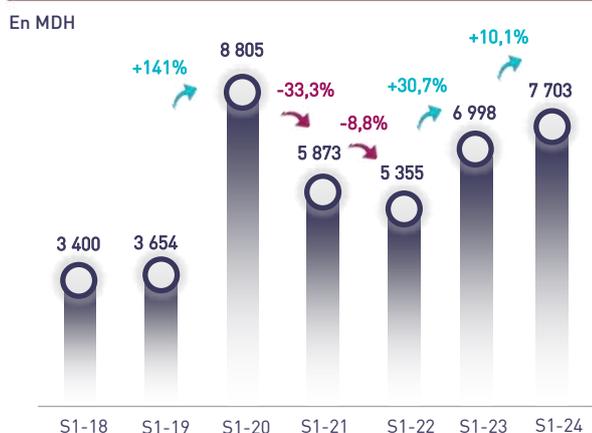
[3] Provisions pour CES brutes clientèle agrégées / CES brutes clientèle agrégées

Après avoir plus que doublé au S1-20, le CDR<sup>[4]</sup> du secteur bancaire a entamé un processus de normalisation sur deux années consécutives, soit de -33,3% au S1-21 et de -8,8% au S1-22. Cet indicateur est ainsi passé de 8,8 à 5,4 MMDH entre le S1-20 et le S1-22, en baisse cumulée de -3,4 MMDH.

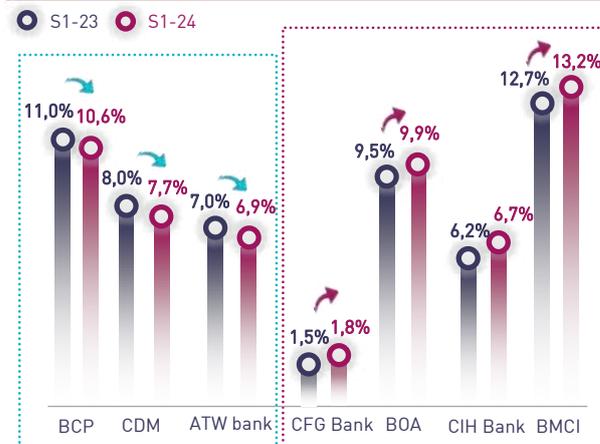
Toutefois, le premier semestre 2023 a été marqué par le retournement de tendance du CDR à travers une augmentation de +30,7%, soit +1,6 MMDH. Suite à l'effort de provisionnement plus soutenu, le CDR augmente de +10,1% au S1-24, soit de +705 MDH. Le retournement haussier du CDR s'expliquerait par la montée du risque souverain au niveau de certains pays de présence en Afrique, notamment l'Égypte, le Cameroun et le Gabon.

Au terme de ce premier semestre, nous assistons à une baisse du taux de contentieux du secteur bancaire coté au Maroc. Cette évolution a été tirée par ATW bank, BCP et CDM qui ont amélioré leur taux de contentieux. Les banques BOA, CIH Bank, BMCI et CFG Bank accusent une dégradation de leur taux de contentieux.

### BANQUES COTÉES : COÛT DU RISQUE (BASE CONSOLIDÉE)



### BANQUES COTÉES : TAUX DE CONTENTIEUX<sup>[2]</sup> (GPBM)



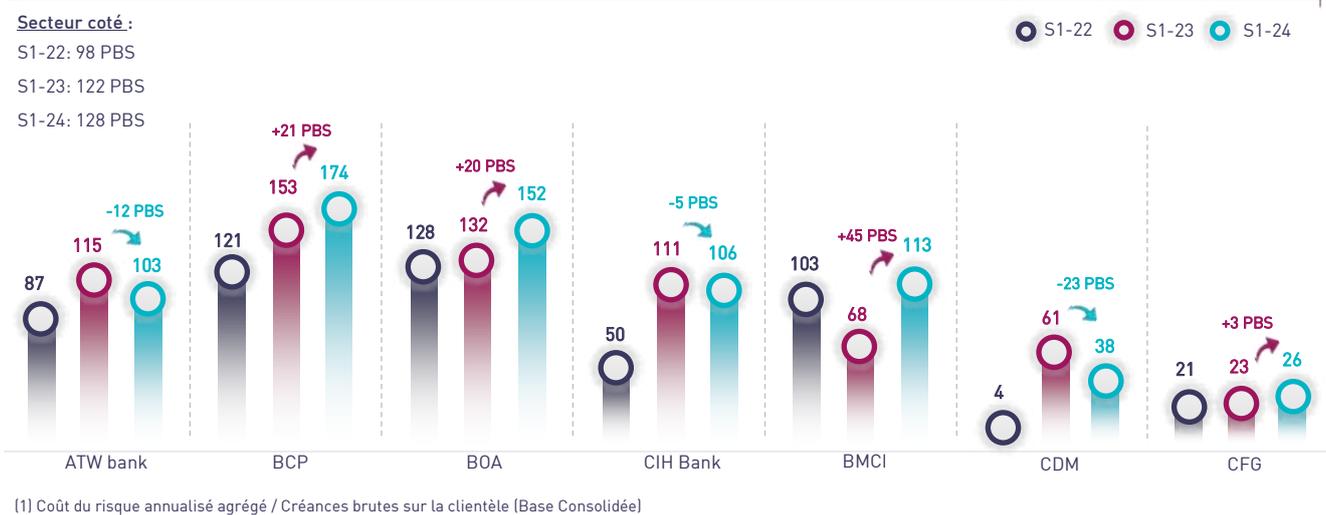
[4] Coût du risque du secteur coté (Base Consolidée)

Sources : GPBM, Etats Financiers Consolidés, Calculs AGR

## POURSUITE DE LA HAUSSE DU COÛT DU RISQUE APRÈS UNE PHASE DE NORMALISATION

Sur une base consolidée, le taux du CDR<sup>(1)</sup> du secteur bancaire coté poursuit sa tendance haussière passant de 122 PBS au S1-23 à 128 PBS au S1-24 contre une moyenne semestrielle de 78 PBS durant la période 2017-2019. Selon nous, les niveaux pré-Covid du CDR ne constitueraient plus une référence pour le futur et ce, dans un contexte international de plus en plus incertain. Il s'agit des risques liés : aux tensions géopolitiques, à la souveraineté énergétique ainsi qu'au changement climatique.

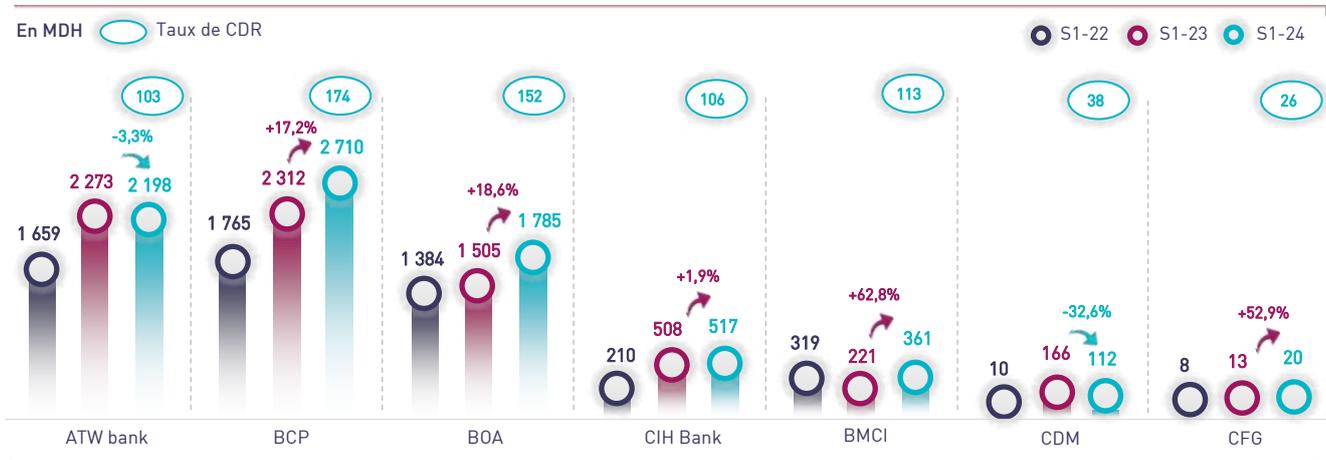
### BANQUES COTÉES : COMPARATIF DES TAUX DU COÛT DU RISQUE<sup>(1)</sup> (PBS)



Sur la base des évolutions des CDR des banques cotées au S1-24, nous relevons les constats suivants :

- ATW bank améliore légèrement son CDR de -3,3% malgré des provisions supplémentaires suite à la dégradation de la notation du Gabon. Une performance justifiée par l'amélioration de son taux de contentieux et de recouvrement. BCP et BOA accusent une hausse de leur CDR de +17,2% et de +18,6% respectivement. Il s'agit d'une politique de provisionnement qui tient compte des conditions économiques de certains pays de présence ;
- Après plusieurs années de forte croissance, à travers un TCAM des crédits de +17,0% sur 2018-2022, le CDR de CIH Bank a connu un réajustement haussier à partir de 2023. Celui-ci ressort à 106 PBS au S1-24 contre 111 PBS au S1-23. Ces niveaux demeurent supérieurs aux cibles normatives de 70 PBS ;
- Le CDR de CDM se replie de -32,6% grâce à la fois à une maîtrise de la sinistralité et une amélioration du taux de contentieux. La BMCI accuse une hausse de son CDR de +62,8%, équivalent à un taux de 113 PBS. L'objectif étant de renforcer ses provisions sur les créances en souffrance notamment le portefeuille « crédit à la consommation » ;
- CFG Bank enregistre une hausse de +52,9% de son CDR. Cet indicateur ressort à des niveaux relatifs maîtrisés de 26 PBS au S1-24. A noter que la banque demeure dans une phase de développement de ses activités.

### BANQUES COTÉES : COÛT DU RISQUE SUR LA PÉRIODE DU S1-22 AU S1-24 (BASE CONSOLIDÉE)



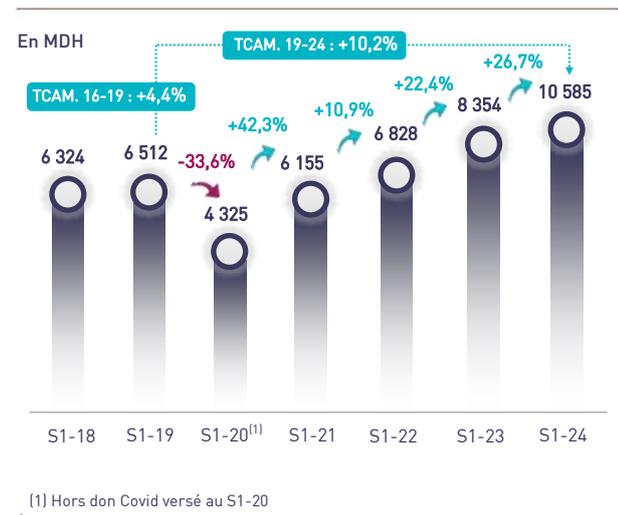
Sources : Etats Financiers Consolidés, Calculs AGR

## UNE RENTABILITÉ FINANCIÈRE QUI SURPASSE LES NIVEAUX NORMATIFS DU SECTEUR

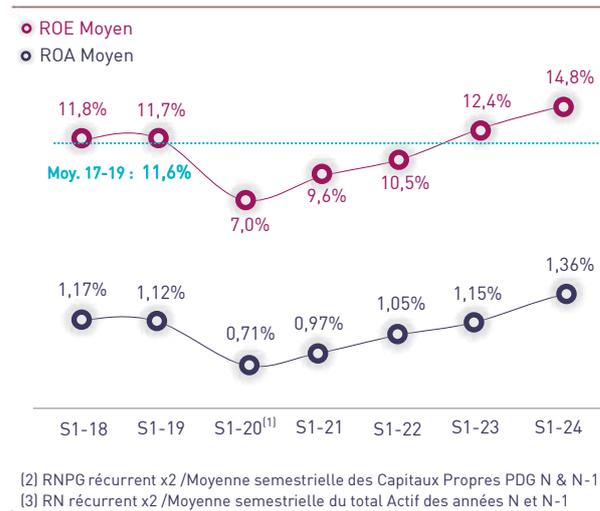
Post-Covid, le secteur bancaire coté a connu une reprise soutenable de ses bénéfices, passant de 4,3 à 10,6 MMDH entre le S1-20 et le S1-24, soit un TCAM de +25,1%. Pour rappel, la croissance bénéficiaire récurrente du secteur a plus que doublé, passant d'un TCAM de +4,4% durant la période 2016-2019 à +10,2% sur 2019-2024. Ce constat atteste à la fois de la solide dynamique de l'activité bancaire et de la bonne maîtrise des coûts de la part du Top-Management.

Au final, la rentabilité des fonds propres des banques cotées s'améliore de +2,4 pts passant de 12,4% au S1-23 à 14,8% au S1-24. Un ROE<sup>[2]</sup> qui dépasse la moyenne semestrielle Pré-Covid 2017-2019 de 11,6%.

### SECTEUR COTÉ : RNPG<sup>[1]</sup> (BASE CONSOLIDÉE)



### SECTEUR COTÉ : ROE MOYEN<sup>[2]</sup> VS. ROA MOYEN<sup>[3]</sup>

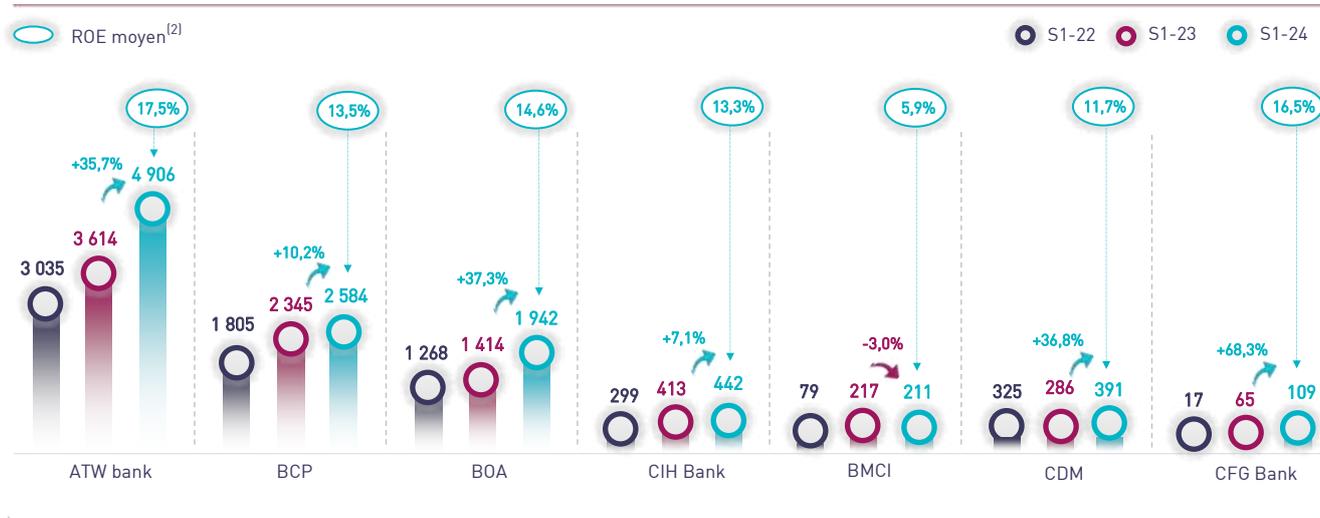


Au niveau des grands Groupes bancaires cotés, dont les fonds propres sont supérieurs à 27 MMDH, ATW bank affiche le niveau de rentabilité le plus attractif à 17,5% au S1-24 suivi de BOA à 14,6% puis de BCP à 13,5%.

Concernant les banques cotées dont les fonds propres se situent entre 6 et 7 MMDH, CIH Bank enregistre le meilleur ROE à 13,3%. CDM améliore son ROE passant de 9,1% à 11,7% sur la même période grâce à une forte croissance des bénéfices (+36,8%). La BMCI affiche toujours le ROE le plus faible du secteur à 5,9%, toujours pénalisée par les niveaux élevés de ses frais de gestion. Au terme de ce 1<sup>er</sup> semestre, le COEX de la BMCI ressort à 60,7% contre 41,6% pour le secteur bancaire.

Avec des fonds propres de 1,7 MMDH, CFG Bank affiche un ROE de 16,5% au S1-24 après un niveau de 14,6% au S1-23 et de 4,2% au S1-22.

### POSITIONNEMENT DES BANQUES COTÉES : RNPG (MDH) VS. ROE MOYEN<sup>[2]</sup> AU S1-24 (BASE CONSOLIDÉE)



Sources : Etats Financiers Consolidés, Calculs &amp; Estimations AGR

Ce rapport est destiné aux clients Attijari Global Research - À usage interne



# PARTIE III

## FOCUS OPV CRÉDIT DU MAROC



OPV CRÉDIT DU MAROC, UNE OPÉRATION DE TAILLE CONSIDÉRABLE...



UN POTENTIEL DE CROISSANCE LIBÉRÉ SUITE AU CHANGEMENT DE L'ACTIONNAIRE DE RÉFÉRENCE



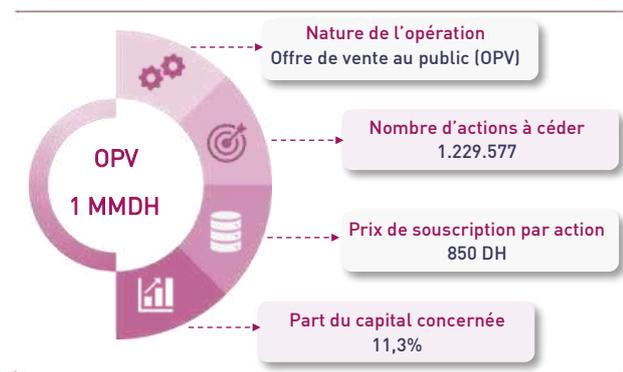
DES NIVEAUX DE VALORISATION EN NETTE AMÉLIORATION GRÂCE À LA « QUALITÉ » DE LA CROISSANCE ...

## OPV CRÉDIT DU MAROC, UNE OPÉRATION DE TAILLE CONSIDÉRABLE...

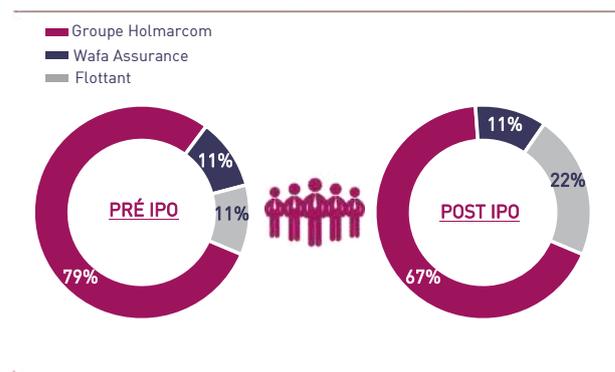
En marge de l'opération de rachat de 79% du capital de Crédit Du Maroc (CDM) par le Groupe Holmarcom auprès du Crédit Agricole France en 2022, le nouvel Actionnaire de référence lance une Offre Publique de Vente à hauteur de 11,3% du capital. Ainsi, le capital flottant en Bourse sera doublé passant à 22% post-OPV contre 11% initialement.

Cette nouvelle opération sera réalisée via la cession de 1.229.577 Actions pour un montant de 1,0 MMDH, structurée en trois tranches. La 1<sup>ère</sup> porte sur un montant de 655 MDH au prorata de la Demande avec une souscription minimum de 3,0 MDH, soit 3.529 Actions. La 2<sup>ème</sup> tranche porte sur une Offre de 328 MDH sans aucun minimum avec une 1<sup>ère</sup> allocation à hauteur de 50 Actions et une 2<sup>ème</sup> allocation au prorata de l'excédent de la Demande. Ces deux premières tranches seront cédées au prix unitaire de 850 DH par rapport à un cours de 927 DH en date du 25 octobre 2024. La 3<sup>ème</sup> tranche est réservée aux salariés de la banque et de ses filiales à hauteur de 50 MDH sur la base d'un prix de 680 DH et un lock-up de 3 ans. Il s'agit d'une décote de 20% par rapport au prix de vente au public.

### CDM : CARACTÉRISTIQUES TECHNIQUES DE L'OPV



### CDM : ÉVOLUTION DE L'ACTIONNARIAT POST OPV



## ... PERMETTANT DE RÉSOUDRE DEUX FACTEURS DE BLOCAGE HISTORIQUES DES INVESTISSEURS EN BOURSE

Historiquement, le titre CDM a été pénalisé par deux contraintes majeures qui réduisaient son attractivité en Bourse. La soutenabilité d'une telle situation a fait basculer CDM dans la catégorie des valeurs « délaissées » par les investisseurs. Il s'agit principalement :

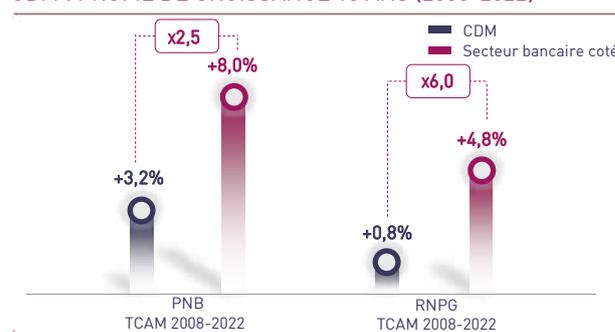
- (1) D'une « illiquidité » élevée à travers un Volume Moyen Quotidien en deçà des 0,5 MDH durant les 5 dernières années. À titre indicatif, ce VMQ est largement décalé par rapport aux niveaux affichés par les valeurs de l'AGR-30<sup>(1)</sup>. Une telle « illiquidité » dissuade à la fois les investisseurs et les analystes financiers pour intégrer le titre CDM dans leur scope de couverture ;
- (2) D'une stratégie de développement peu ambitieuse de la part de l'ancien Actionnaire de Référence. Un constat qui se reflétait sur le profil de croissance LT du PNB et du RNPG de la banque à travers des TCAM<sup>(2)</sup> de +3,2% et de +0,8% respectivement. Des niveaux de croissance largement décalés par rapport à la dynamique du secteur bancaire marocain sur la période 2008-2022. L'absence d'une véritable histoire de croissance a contribué à réduire l'intérêt des investisseurs envers le titre CDM.

Cette opération constitue selon nous, une réelle opportunité pour CDM lui permettant à la fois : (1) d'améliorer la liquidité de son titre en Bourse, (2) de marquer une rupture avec le passé en présentant ses nouvelles ambitions de croissance, (3) d'intégrer les stratégies de placement des gérants de fonds et l'univers de couverture des analystes financiers.

### CDM : POSITIONNEMENT DU VMQ DU TITRE DANS L'AGR-30



### CDM : PROFIL DE CROISSANCE 15 ANS (2008-2022)



(1) Univers investissable AGR composé de 30 valeurs, (2) TCAM sur la période 2008-2022

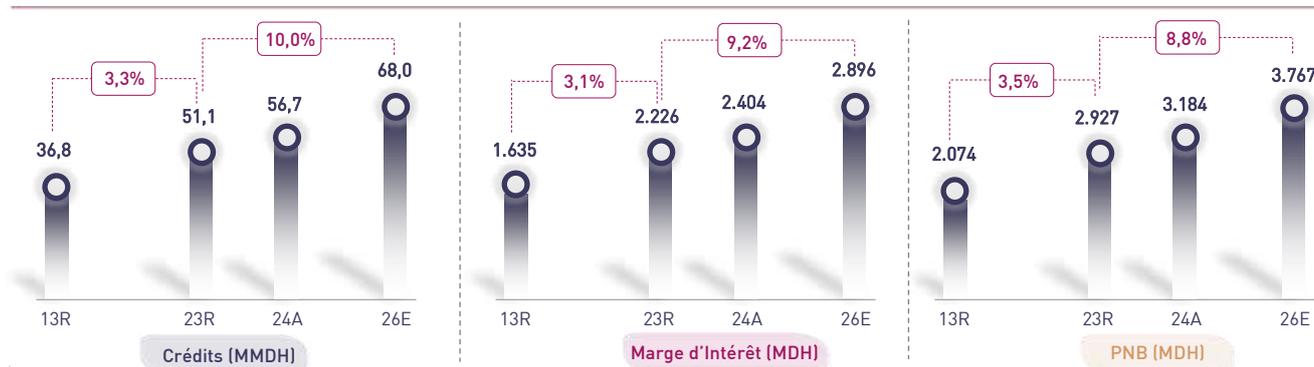
Sources : Prospectus d'informations CDM, BVC, Calculs & Estimations AGR

## UN POTENTIEL DE CROISSANCE LIBÉRÉ SUITE AU CHANGEMENT DE L'ACTIONNAIRE DE RÉFÉRENCE

À l'analyse de l'évolution des principaux indicateurs d'activité de CDM, force est de constater une rupture avec le profil de croissance de la dernière décennie (2013-2023). Ce constat reflète la vision du nouvel Actionnaire qui ambitionne d'insuffler à CDM un nouveau dynamisme lui permettant de mieux se repositionner au sein du secteur bancaire marocain :

- (1) **Crédits bancaires** : Avec des PDM de seulement 3,1% dans le crédit équipement, 3,2% dans le crédit habitat et 1,4% dans le leasing, CDM serait en mesure de multiplier par 3 son rythme de croissance passant d'un TCAM de +3,3% sur 2013-2023 à +10,0% durant la période 2023-2026E. Un scénario conservateur qui préserve la qualité du couple « *risque-rentabilité* » ;
- (2) **PNB** : Porté principalement par un effet de rattrapage de l'activité crédits et le développement des activités de marché, le PNB devrait enregistrer une hausse soutenue d'en moyenne +8,8% par an sur la période 2023-2026E contre un TCAM de seulement +3,5% durant la phase 2013-2023. Selon nos projections, la Marge d'Intérêt maintiendrait une contribution élevée dans le PNB, soit une moyenne de 76% sur 2024E-2026E contre 65% pour le secteur coté.

### CDM : PROFIL DE CROISSANCE DES PRINCIPAUX INDICATEURS D'ACTIVITÉ (TCAM SUR LA BASE DES PRÉVISIONS AGR)

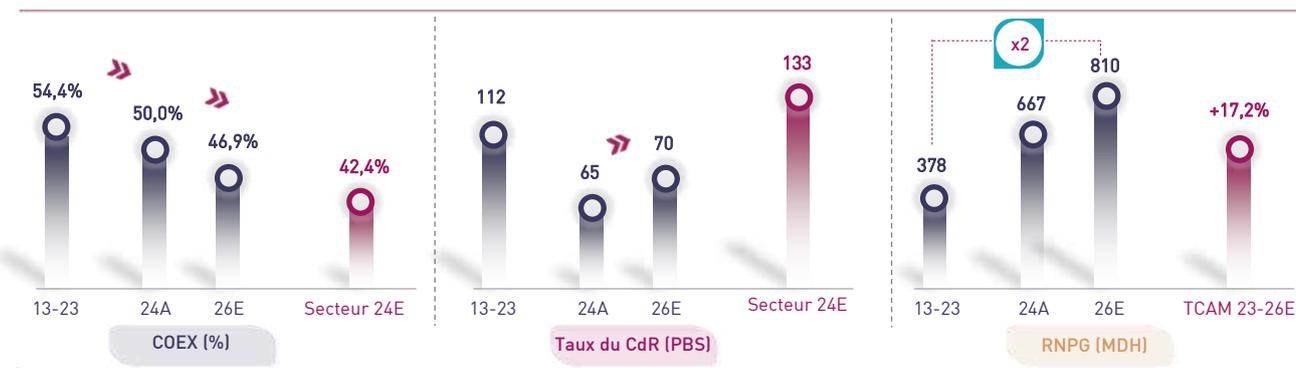


### UNE CROISSANCE DE L'ACTIVITÉ SE TRADUISANT POSITIVEMENT SUR LES INDICATEURS DE PROFITABILITÉ

Cette nouvelle dynamique commerciale devrait se refléter positivement sur les indicateurs de profitabilité de la banque grâce à une évolution relativement maîtrisée des frais généraux et du coût du risque :

- (1) **Coefficient d'exploitation** : Tenant compte d'un effet de base élevé des charges en 2023 (don au Fonds Spécial Séisme, charges d'autonomisation), le COEX devrait accélérer sa tendance baissière à horizon 2026E soutenu par la bonne dynamique du PNB. Cet indicateur devrait s'améliorer de -7,8 pts, passant de 54,6% à 46,9% durant la période 2023-2026E ;
- (2) **Coût du Risque** : Face à cette nouvelle dynamique commerciale, nous anticipons un TCAM du CDR de +4,6% sur 2023-2026E. Selon nos prévisions, le Taux du CDR se situerait à terme entre 60 et 70 PBS et ce, malgré sa forte baisse au S1-24 à 38 PBS. Selon nous, l'effet de rattrapage de l'activité crédit de CDM devrait s'opérer dans un premier temps au niveau des segments ayant un profil risque de bonne qualité ;
- (3) **Capacité bénéficiaire** : Nous anticipons une croissance du RNPG largement supérieure à celle du PNB, soit un TCAM de +17,2% durant la période 2023-2026E pour franchir les 800 MDH. Il s'agit d'une capacité bénéficiaire supérieure de plus de 2 fois par rapport à la moyenne observée durant la période 2013-2023, soit de 378 MDH.

### CDM : PRINCIPAUX INDICATEURS DU COUPLE « RISQUE-PROFITABILITÉ » (PRÉVISIONS AGR)



Sources : Prospectus d'informations CDM, Calculs & Estimations AGR

Ce rapport est destiné aux clients Attijari Global Research - À usage interne

## DES NIVEAUX DE VALORISATION EN NETTE AMÉLIORATION GRÂCE À LA « QUALITÉ » DE LA CROISSANCE ...

L'effet de rattrapage dont devrait bénéficier CDM sur la période 2024-2026 se reflèterait positivement sur les indicateurs de valorisation de son titre en Bourse :

- (1) **Le multiple des bénéfices (P/E)** ressort autour des 11,0x à horizon 2026E affichant une décote de 23% par rapport à la moyenne normative du secteur bancaire coté, soit de 14,6x. Des niveaux cibles attractifs à la fois par rapport au secteur et la moyenne historique du titre CDM de 21,7x durant la période 2013-2023 ;
- (2) **La rentabilité des Fonds Propres (ROE)** devrait franchir un nouveau palier, passant d'une moyenne historique de 7,2% à 10,4% à horizon 2026E pour s'aligner sur les standards du secteur bancaire coté. Cette amélioration attendue du ROE ne se reflète pas encore sur le **multiple des Fonds Propres (P/B)** qui ressort à des niveaux similaires à ceux de la période 2013-2023. Un constat qui atteste du potentiel d'appréciation du cours du titre en Bourse.

### CDM : PRINCIPAUX INDICATEURS DE VALORISATION DU TITRE EN BOURSE



### ... ET UNE MARGE DE MANŒUVRE ATTRACTIVE EN TERMES DE DIVIDENDE

À l'image des grands Groupes bancaires de la cote, CDM devrait maintenir une politique de dividende « attractive » permettant aux investisseurs en Bourse de bénéficier de la hausse soutenue de la capacité bénéficiaire de la banque sur la période 2024E-2026E. Sur la base d'un payout cible conservateur autour des 62% contre 70% en 2023, CDM serait en mesure d'améliorer son DPA de 34 DH en 2023 à 46 DH à horizon 2026E, soit un rendement de dividende moyen de 5,0%.

Avec un payout cible inférieur à celui du secteur, soit 62% contre 75% respectivement, CDM dispose d'une marge de manœuvre afin de surprendre positivement le marché à l'avenir. À titre indicatif, un relèvement du payout à 70% ou à 80% induirait des D/Y 26E respectifs de 6,1% et de 7,1%. Des niveaux de rendement deux fois supérieur à la moyenne du secteur bancaire coté qui s'établit à 3,5% en 2024E.

### CDM : PRINCIPAUX INDICATEURS RELATIFS À LA POLITIQUE DE DISTRIBUTION DU DIVIDENDE



Sources : Prospectus d'informations CDM, Calculs & Estimations AGR

Ce rapport est destiné aux clients Attijari Global Research - À usage interne



# PARTIE IV

## PERSPECTIVES DE CROISSANCE & MULTIPLES BOURSIERS 2024E-2026E



RÉVISION À LA HAUSSE DES PRÉVISIONS DE CROISSANCE  
DURANT LA PÉRIODE 2024E-2026E



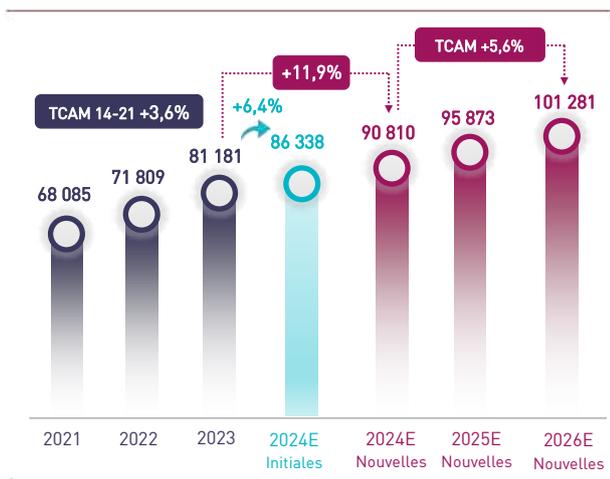
UN SECTEUR OFFRANT TOUJOURS DES DÉCOTES ATTRACTIVES EN  
TERMES DE VALORISATION

## RÉVISION À LA HAUSSE DES PRÉVISIONS DE CROISSANCE SUR LA PÉRIODE 2024E-2026E

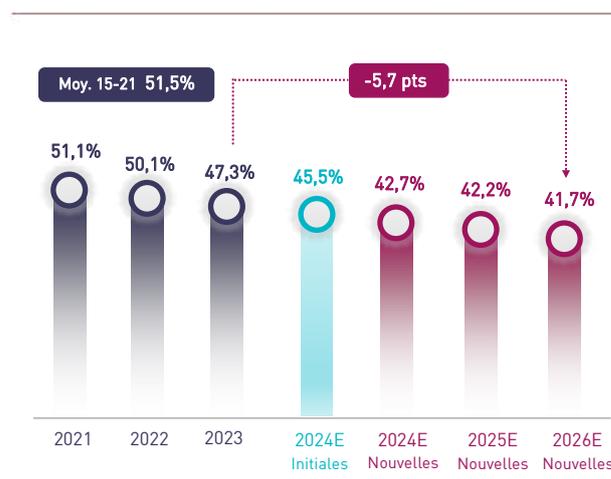
En marge de notre exercice d'actualisation des prévisions de croissance du secteur bancaire coté et tenant compte des réalisations à fin septembre 2024, nous avons procédé aux révisions suivantes :

- Relèvement de la croissance du PNB consolidé des banques cotées en 2024E à +11,9% contre +6,4% initialement. À l'origine, la performance exceptionnelle du résultat des activités de marché. Durant la période 2025E-2026E, nous anticipons une progression moyenne du PNB de +5,6% portée par la bonne dynamique de l'activité crédit ;
- Amélioration plus rapide que prévue du coefficient d'exploitation pour s'établir à 41,7% à horizon 2026E contre 47,3% en 2023. Ce scénario est justifié par la croissance soutenue du PNB comparativement aux frais de gestion, soit des TCAM respectifs de +7,7% contre +3,2% sur la période 2023-2026E ;

### BANQUES COTÉES : PNB CONSOLIDÉ (MDH)

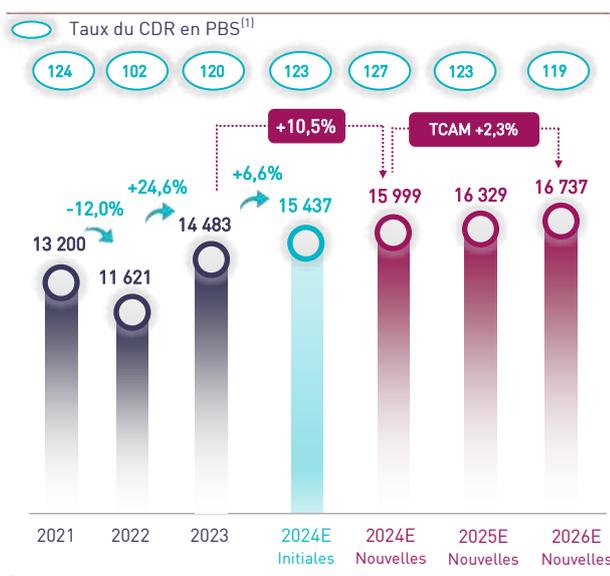


### BANQUES COTÉES : COEFFICIENT D'EXPLOITATION

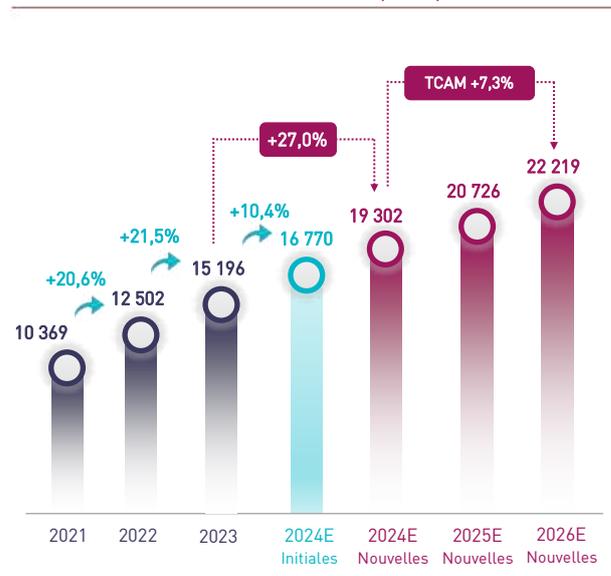


- Révision à la hausse du coût du risque, soit de +10,5% en 2024E contre une hausse de +6,6% prévue initialement. Cette révision est justifiée par la dégradation du risque souverain dans certains pays de présence en Afrique. Durant la période 2024E-2026E, l'évolution du coût du risque devrait se normaliser à travers un TCAM de +2,3% ;
- Révision à la hausse de la croissance bénéficiaire à +27,0% en 2024E contre une prévision initiale de +10,4%. Selon notre scénario, la forte dynamique du PNB sous l'effet du résultat exceptionnel des activités de marché devrait largement compenser la hausse du CDR. À horizon 2026E, les bénéfices agrégés des banques cotées devraient franchir les 22,0 MMDH, à travers un TCAM cible de +7,3% sur 2024E-2026E.

### BANQUES COTÉES : COÛT DU RISQUE AGRÉGÉ (MDH)



### BANQUES COTÉES : RNPG AGRÉGÉ (MDH)



(1) Coût du risque agrégé / Créances brutes sur la clientèle (Base Consolidée)

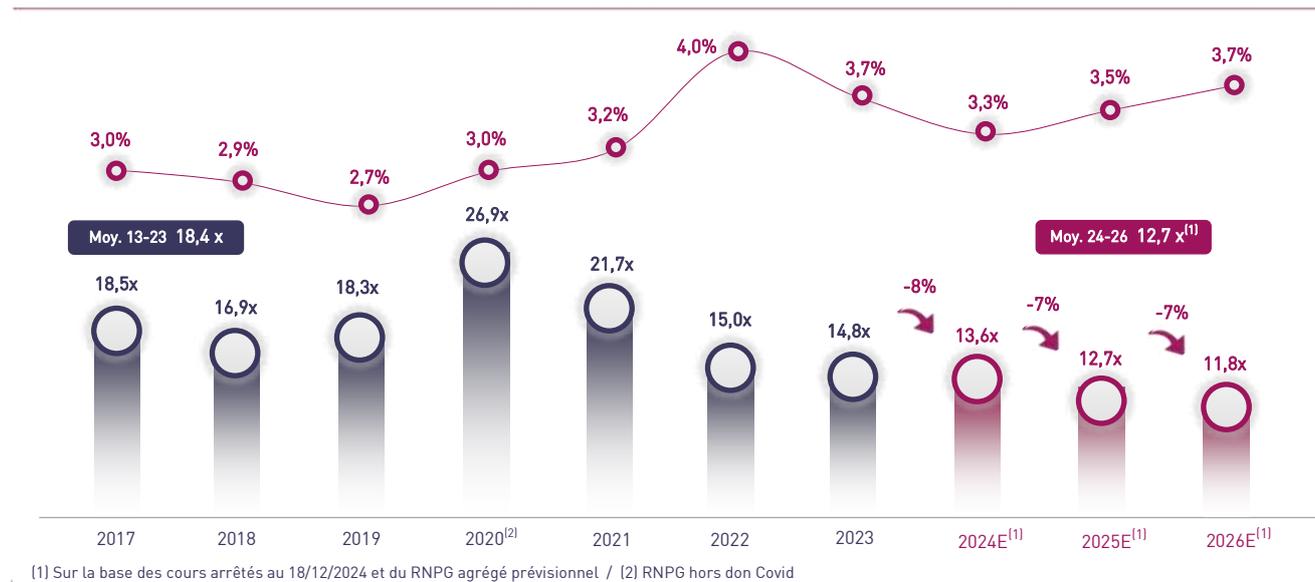
Sources : Etats Financiers Consolidés, Calculs & Estimations AGR

## UN SECTEUR OFFRANT TOUJOURS DES DÉCOTES ATTRACTIVES EN TERMES DE VALORISATION

Sur la base de notre scénario de croissance du secteur bancaire coté durant la période 2024E-2026E et tenant compte de la reprise des cours en Bourse depuis le début de l'année de +21,0%<sup>(1)</sup>, nous ressortons avec deux grands constats :

- Grâce à une croissance annuelle moyenne des bénéfices de +13,4% sur la période prévisionnelle étudiée, le secteur bancaire devrait améliorer ses multiples de valorisation. Le P/E pondéré du secteur ressort à 12,2x<sup>(1)</sup> en moyenne sur la période 2025E-2026E contre un niveau normatif de 18,4x sur 2013-2023. Il s'agit d'une décote de 34% ;
- Sur la base d'un payout moyen normatif de 63%, le D/Y du secteur ressort à 3,5% durant la période 2024E-2026E. Un niveau supérieur de +69 PBS au rendement des BDT-5 ans de 2,83% (en date du 24 décembre 2024).

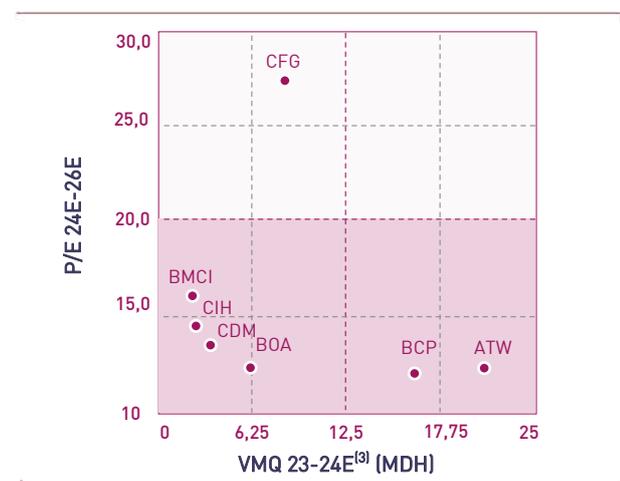
### SECTEUR BANCAIRE COTÉ : ÉVOLUTION DU P/E (x) VS. D/Y (%) DURANT LA PÉRIODE 2017-2026E (MOYENNE PONDÉRÉE)



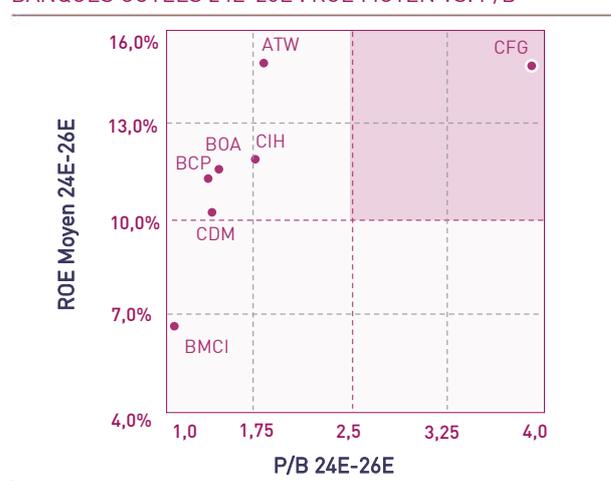
En termes de positionnement des titres bancaires en Bourse sur la période 2024E-2026E, nous relevons deux constats :

- À l'exception de CFG Bank qui dispose d'un positionnement relativement différent des banques matures, force est de constater une corrélation positive entre la rentabilité financière (ROE) et le multiple des fonds propres (P/B). Les titres ATW bank et CIH Bank sont les mieux valorisés en Bourse à travers un couple « ROE-P/B<sup>(1)</sup> » de « 15,0%-1,77x » et de « 11,9%-1,70x » respectivement ;
- ATW bank et BCP se distinguent à travers un P/E moyen<sup>(1)</sup> autour des 12,0x durant la période 24E-26E conjugué à un VMQ<sup>(3)</sup> supérieur à 17,0 MDH. CFG Bank affiche un P/E<sup>(1)</sup> décalé par rapport au secteur, soit de respectivement 27,6x et 12,7x. Une situation justifiée par le positionnement de la banque en tant que nouvel entrant au sein du secteur.

### BANQUES COTÉES 24E-26E : P/E VS. VMQ<sup>(3)</sup>



### BANQUES COTÉES 24E-26E : ROE MOYEN VS. P/B



[3] Volume Moyen Quotidien sur le Marché Central sur la période du 01/01/2023 au 18/12/2024

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

Ce rapport est destiné aux clients Attijari Global Research - À usage interne



# PARTIE V

## FICHES VALEURS



ATW BANK : FRANCHISSEMENT DES 10,0 MMDH DE BÉNÉFICES DÈS 2025E



BCP : FRANCHISSEMENT POUR LA 1<sup>ÈRE</sup> FOIS DE LA BARRE DES 5,0 MMDH DE BÉNÉFICES EN 2026E



BOA : UN EFFET RATTRAPAGE ATTENDU DES ACTIVITÉS DE MARCHÉ



CIH BANK : RÉAJUSTEMENT HAUSSIER DU CDR FACE À UN PROFIL DE CROISSANCE AGRESSIF



BMCI : UNE MARGE D'OPTIMISATION INTÉRESSANTE DES FRAIS DE GESTION



CDM : UN TITRE OFFRANT LE MEILLEUR COUPLE « RENDEMENT-CROISSANCE » DU SECTEUR BANCAIRE



CFG BANK : UN POTENTIEL DE CROISSANCE TOUJOURS IMPORTANT À HORIZON 2026E

## ATW BANK : FRANCHISSEMENT DES 10,0 MMDH DE BÉNÉFICES DÈS 2025E

- Après une croissance élevée de +15,5% en 2023, ATW bank devrait poursuivre son dynamisme à travers un TCAM de son PNB de +8,8% sur la période 2024E-2026E. Un scénario soutenu par le positionnement du Groupe au sein de la nouvelle dynamique d'investissement au Maroc. Il s'agit particulièrement : de l'Infrastructure, de la Construction, du Tourisme et de la Transition énergétique;
- Le COEX poursuivrait son amélioration passant de 40,7% en 2023 à une cible de 34,9% en 2025E, soit un gain de 5,8 pts. À noter que le contrôle rigoureux des coûts est considéré comme une priorité stratégique pour le Groupe. Celui-ci est soutenu de manière structurelle par l'adoption croissante des plateformes digitales par les clients ;
- Le coût du risque afficherait une hausse de +5,5% en 2024E sous l'effet de la montée du risque souverain en Afrique. Cet indicateur afficherait un TCAM de +4,4% durant la période 2024E-2026E, équivalent à un taux moyen cible<sup>(1)</sup> de 93 PBS contre 95 PBS en 2023 ;
- Le RNPG franchirait la barre des 10,0 MMDH à horizon 2025E. Dans cette perspective, le titre se traite à des multiples attractifs. À titre indicatif, le P/E 26E<sup>(2)</sup> ressort à 11,4x offrant une décote attractive de 40% par rapport au marché. Sur la base d'un TCAM normatif du DPA de +5,7%, le D/Y<sup>(2)</sup> moyen du titre ressort à 3,2% durant la période 2024E-2026E.

### ATW BANK : INDICATEURS CONSOLIDÉS SUR LA PÉRIODE 2021-2026E

Indicateurs CPC (MDH)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>PNB</b>	24 380	25 935	29 943	33 691	36 092	38 604
<i>Variation</i>	2,2%	6,4%	15,5%	12,5%	7,1%	7,0%
<b>Frais de Gestion</b>	11 289	11 133	12 190	12 310	12 884	13 486
<i>Variation</i>	-7,7%	-1,4%	9,5%	1,0%	4,7%	4,7%
<i>Coefficient d'exploitation</i>	46,3%	42,9%	40,7%	36,5%	35,7%	34,9%
<b>RBE affiché</b>	13 090	14 803	17 753	21 381	23 208	25 118
<i>Marge RBE</i>	53,7%	57,1%	59,3%	63,5%	64,3%	65,1%
<b>Coût du risque</b>	3 607	3 188	3 982	4 202	4 407	4 580
<i>Variation</i>	-33,9%	-11,6%	24,9%	5,5%	4,9%	3,9%
<i>Taux du coût du risque<sup>(1)</sup></i>	97	80	95	95	94	91
<b>RNPG affiché</b>	5 144	6 103	7 508	9 257	10 014	10 811
<i>Variation</i>	70,5%	18,6%	23,0%	23,3%	8,2%	8,0%
<i>Marge nette</i>	21,1%	23,5%	25,1%	27,5%	27,7%	28,0%

Indicateurs Bilan	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Crédits clientèle consolidés</b>	345 112	371 541	392 650	412 282	437 019	467 610
<i>Variation</i>	3,4%	7,7%	5,7%	5,0%	6,0%	7,0%
<b>Capitaux Propres PDG</b>	52 453	54 768	57 837	63 544	69 793	76 625
<i>Variation</i>	9,7%	4,4%	5,6%	9,9%	9,8%	9,8%
<i>ROE moyen</i>	10,3%	11,4%	13,3%	15,3%	15,0%	14,8%
<b>Total Bilan</b>	596 326	625 149	659 006	683 765	714 593	752 179
<i>ROA moyen</i>	1,06%	1,24%	1,41%	1,66%	1,73%	1,78%

Indicateurs Boursiers	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
BPA	23,9	28,4	34,9	43,0	46,5	50,3
P/E(x) <sup>(2)</sup>	20,4	13,8	13,2	13,3	12,3	11,4
DPA	15,0	15,5	16,5	17,5	18,5	19,5
Payout social	79%	79%	69%	59%	58%	56%
D/Y <sup>(2)</sup>	3,1%	4,0%	3,6%	3,1%	3,2%	3,4%
ANA	244	255	269	295	324	356
P/B(x) <sup>(2)</sup>	2,00	1,54	1,71	1,94	1,76	1,60

(1) Coût du risque / Crédits bruts sur la clientèle (Base consolidée) / (2) Sur la base des cours du 18 décembre 2024

## BCP : FRANCHISSEMENT POUR LA 1<sup>ÈRE</sup> FOIS DE LA BARRE DES 5,0 MMDH DE BÉNÉFICES EN 2026E

- Après une croissance de +10,6% en 2023, le Groupe BCP devrait enregistrer un TCAM de son PNB de +7,3% durant la période prévisionnelle 2023-2026E ;
- Après avoir atteint 49,2% en 2023, le COEX poursuivrait sa tendance baissière pour atteindre 44,5% à horizon 2026E. Un scénario justifié par l'achèvement des principaux investissements stratégiques au niveau du digital ;
- Le CDR afficherait une hausse de +12,5% à 6,0 MMDH en 2024E. À horizon 2026E, cet indicateur se stabiliserait autour des 6,1 MMDH, soit un taux de CDR<sup>(1)</sup> de 175 PBS contre 119 PBS pour le secteur. À l'origine de cet écart, l'effort de provisionnement du Groupe face à la montée du risque souverain en Afrique et le positionnement sur des segments relativement plus risqués à l'image de la PME et de la TPE ;
- Le RNPG franchirait pour la 1<sup>ère</sup> fois la barre des 5,0 MMDH à horizon 2026E. Ainsi, le titre se traite à un P/E 26E<sup>(2)</sup> de 11,4x contre un niveau normatif de 18,9x pour le marché Actions, soit une décote de 40%. Avec un DPA moyen cible de 11 DH, le D/Y<sup>(2)</sup> ressort à 3,9% durant la période prévisionnelle 2024E-2026E.

### BCP : INDICATEURS CONSOLIDÉS SUR LA PÉRIODE 2021-2026E

Indicateurs CPC (MDH)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>PNB</b>	20 087	20 608	22 795	25 882	26 966	28 100
<i>Variation</i>	<i>4,1%</i>	<i>2,6%</i>	<i>10,6%</i>	<i>13,5%</i>	<i>4,2%</i>	<i>4,2%</i>
<b>Frais de Gestion</b>	10 024	10 734	11 217	11 552	12 015	12 495
<i>Variation</i>	<i>-9,1%</i>	<i>7,1%</i>	<i>4,5%</i>	<i>3,0%</i>	<i>4,0%</i>	<i>4,0%</i>
<i>Coefficient d'exploitation</i>	<i>49,9%</i>	<i>52,1%</i>	<i>49,2%</i>	<i>44,6%</i>	<i>44,6%</i>	<i>44,5%</i>
<b>RBE affiché</b>	10 063	9 874	11 578	14 330	14 951	15 604
<i>Marge RBE</i>	<i>50,1%</i>	<i>47,9%</i>	<i>50,8%</i>	<i>55,4%</i>	<i>55,4%</i>	<i>55,5%</i>
<b>Coût du risque</b>	5 537	4 294	5 358	6 027	6 070	6 137
<i>Variation</i>	<i>-9,7%</i>	<i>-22,5%</i>	<i>24,8%</i>	<i>12,5%</i>	<i>0,7%</i>	<i>1,1%</i>
<i>Taux du coût du risque<sup>(1)</sup></i>	<i>192</i>	<i>140</i>	<i>168</i>	<i>185</i>	<i>180</i>	<i>175</i>
<b>RNPG affiché</b>	1 765	2 749	3 475	4 586	4 847	5 105
<i>Variation</i>	<i>43,6%</i>	<i>55,8%</i>	<i>26,4%</i>	<i>32,0%</i>	<i>5,7%</i>	<i>5,3%</i>
<i>Marge nette</i>	<i>8,8%</i>	<i>13,3%</i>	<i>15,2%</i>	<i>17,7%</i>	<i>18,0%</i>	<i>18,2%</i>

Indicateurs Bilan	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Crédits clientèle consolidés</b>	259 517	277 667	289 686	295 479	305 821	318 054
<i>Variation</i>	<i>1,5%</i>	<i>7,0%</i>	<i>4,3%</i>	<i>2,0%</i>	<i>3,5%</i>	<i>4,0%</i>
<b>Capitaux Propres PDG</b>	36 872	36 724	38 676	41 229	43 941	46 809
<i>Variation</i>	<i>0,1%</i>	<i>-0,4%</i>	<i>5,3%</i>	<i>6,6%</i>	<i>6,6%</i>	<i>6,5%</i>
<i>ROE moyen</i>	<i>4,8%</i>	<i>7,5%</i>	<i>9,2%</i>	<i>11,5%</i>	<i>11,4%</i>	<i>11,2%</i>
<b>Total Bilan</b>	465 014	500 629	520 245	531 639	552 016	576 196
<i>ROA moyen</i>	<i>0,60%</i>	<i>0,73%</i>	<i>0,81%</i>	<i>1,04%</i>	<i>1,06%</i>	<i>1,08%</i>

Indicateurs Boursiers	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
BPA	8,7	13,5	17,1	22,6	23,8	25,1
P/E(x) <sup>(2)</sup>	32,4	17,1	16,1	12,6	12,0	11,4
DPA	8,5	9,0	10,0	10,5	11,0	11,5
Payout social	75%	77%	78%	62%	62%	61%
D/Y <sup>(2)</sup>	3,0%	3,9%	3,6%	3,7%	3,9%	4,0%
ANA	181	181	190	203	216	230
P/B(x) <sup>(2)</sup>	1,55	1,28	1,45	1,41	1,32	1,24

(1) Coût du risque / Crédits clientèle (Base consolidée) / (2) Sur la base des cours du 18 décembre 2024

## BOA : UN EFFET RATTRAPAGE ATTENDU DES ACTIVITÉS DE MARCHÉ

- Le Groupe BOA devrait afficher une croissance annuelle moyenne de son PNB de +6,1% durant la période prévisionnelle 2024E-2026E. Au-delà de la dynamique de l'activité de crédit au Maroc, cette croissance est soutenue par un effet de rattrapage de la marge sur commissions et du résultat des activités de marché ;
- Le coefficient d'exploitation devrait s'améliorer de 6,6 pts à 45,3% à horizon 2026E. À cet effet, le Top Management a exprimé sa volonté de poursuivre l'amélioration de son efficacité opérationnelle lors de ses derniers communiqués ;
- Nous nous attendons à une hausse annuelle moyenne du coût du risque de +7,8% sur la période 2024E-2026E, soit un taux<sup>(1)</sup> cible de 136 PBS contre 119 PBS en 2023 ;
- La capacité bénéficiaire atteindrait les 3,6 MMDH à horizon 2026E. À cet effet, le titre se traite à un P/E 26E<sup>(2)</sup> de 11,7x affichant une décote de 38% par rapport au niveau normatif du marché Actions marocain de 18,9x. Sur la base d'un DPA stable de 7 DH, le D/Y<sup>(2)</sup> du titre ressort à 3,6% durant la période 2024E-2026E en ligne avec la moyenne du secteur bancaire coté.

### BOA : INDICATEURS CONSOLIDÉS SUR LA PÉRIODE 2021-2026E

Indicateurs CPC (MDH)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>PNB</b>	14 607	15 624	16 953	18 621	19 373	20 250
<i>Variation</i>	4,3%	7,0%	8,5%	9,8%	4,0%	4,5%
<b>Frais de Gestion</b>	7 956	8 281	8 800	8 524	8 833	9 170
<i>Variation</i>	-9,6%	4,1%	6,3%	-3,1%	3,6%	3,8%
<i>Coefficient d'exploitation</i>	54,5%	53,0%	51,9%	45,8%	45,6%	45,3%
<b>RBE affiché</b>	6 651	7 343	8 153	10 098	10 541	11 080
<i>Marge RBE</i>	45,5%	47,0%	48,1%	54,2%	54,4%	54,7%
<b>Coût du risque</b>	2 925	2 646	2 758	3 410	3 404	3 458
<i>Variation</i>	-15,3%	-9,5%	4,2%	23,6%	-0,2%	1,6%
<i>Taux du coût du risque<sup>(1)</sup></i>	137	116	119	142	135	130
<b>RNPG affiché</b>	2 007	2 305	2 662	3 253	3 432	3 624
<i>Variation</i>	172,0%	14,8%	15,5%	22,2%	5,5%	5,6%
<i>Marge nette</i>	13,7%	14,8%	15,7%	17,5%	17,7%	17,9%

Indicateurs Bilan	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Crédits clientèle consolidés</b>	197 020	209 469	212 196	220 684	231 718	244 463
<i>Variation</i>	1,5%	6,3%	1,3%	4,0%	5,0%	5,5%
<b>Capitaux Propres PDG</b>	23 808	25 205	26 749	28 514	30 435	32 548
<i>Variation</i>	5,5%	5,9%	6,1%	6,6%	6,7%	6,9%
<i>ROE moyen</i>	8,7%	9,4%	10,2%	11,8%	11,6%	11,5%
<b>Total Bilan</b>	345 058	383 155	388 185	415 316	451 600	495 000
<i>ROA moyen</i>	0,84%	0,97%	1,06%	1,24%	1,21%	1,17%

Indicateurs Boursiers	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
BPA	9,8	11,0	12,5	15,1	15,9	16,8
P/E(x) <sup>(2)</sup>	19,3	15,6	14,3	13,1	12,4	11,7
DPA	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0	7,0
Payout social	96%	96%	98%	81%	77%	73%
D/Y <sup>(2)</sup>	3,7%	4,1%	3,9%	3,6%	3,6%	3,6%
ANA	116	121	126	132	141	151
P/B(x) <sup>(2)</sup>	1,62	1,42	1,43	1,49	1,40	1,31

(1) Coût du risque / Crédits bruts sur la clientèle (Base consolidée) / (2) Sur la base des cours du 18 décembre 2024

## CIH BANK : RÉAJUSTEMENT HAUSSIER DU CDR FACE À UN PROFIL DE CROISSANCE AGRESSIF

- Après une période 2017-2023 de forte croissance, marquée par un TCAM de +14,5%, CIH Bank devrait revenir à un TCAM plus normatif de son PNB durant la période prévisionnelle 2024E-2026E, soit de +5,7% ;
- Le coefficient d'exploitation poursuivrait sa tendance baissière pour atteindre un niveau cible de 43,3% à horizon 2026E. Il s'agit d'un gain de 1,3 pts par rapport à 2023. Cette évolution est justifiée par la bonne maîtrise des frais de gestion durant la période étudiée ;
- Après une normalisation autour des 63 PBS sur 2021-2022, le taux du CDR enregistre une montée en charge à 134 PBS en 2023 suite à des anomalies concernant l'activité Factoring. Par mesure de prudence, nous retenons une stabilisation du coût du risque autour des 1,3 MMDH à horizon 2026E. Ceci est équivalent à une légère amélioration du taux du coût du risque<sup>(1)</sup> à 113 PBS ;
- Le RNPG devrait dépasser les 900 MDH à horizon 2026E, soit un TCAM de +9,3% durant la période 2023E-2026E. À cet effet, le titre se traite à un P/E 26E<sup>(2)</sup> de 13,8x contre un niveau normatif de 18,9x pour l'indice MASI. Tenant compte d'une hausse annuelle moyenne du DPA de +12,6%, le D/Y<sup>(2)</sup> moyen du titre ressort à 4,4% sur la période 2024E-2026E, supérieur à celui du secteur bancaire coté de 3,5%.

### CIH BANK : INDICATEURS CONSOLIDÉS SUR LA PÉRIODE 2021-2026E

Indicateurs CPC (MDH)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>PNB</b>	3 107	3 518	4 468	4 750	5 015	5 275
<i>Variation</i>	12,6%	13,2%	27,0%	6,3%	5,6%	5,2%
<b>Frais de Gestion</b>	1 718	1 861	1 992	2 081	2 184	2 284
<i>Variation</i>	1,3%	8,3%	7,0%	4,5%	5,0%	4,5%
<i>Coefficient d'exploitation</i>	55,3%	52,9%	44,6%	43,8%	43,6%	43,3%
<b>RBE affiché</b>	1 389	1 657	2 477	2 669	2 830	2 992
<i>Marge RBE</i>	44,7%	47,1%	55,4%	56,2%	56,4%	56,7%
<b>Coût du risque</b>	457	590	1 281	1 217	1 269	1 322
<i>Variation</i>	-54,2%	29,3%	116,9%	-5,0%	4,3%	4,2%
<i>Taux du coût du risque<sup>(1)</sup></i>	59	68	134	118	115	113
<b>RNPG affiché</b>	603	669	710	837	883	928
<i>Variation</i>	647,7%	11,0%	6,2%	17,8%	5,5%	5,0%
<i>Marge nette</i>	19,4%	19,0%	15,9%	17,6%	17,6%	17,6%

Indicateurs Bilan	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Crédits clientèle consolidés</b>	74 407	83 423	90 755	98 015	104 876	111 169
<i>Variation</i>	18,1%	12,1%	8,8%	8,0%	7,0%	6,0%
<b>Capitaux Propres PDG</b>	5 332	6 539	6 808	7 218	7 597	7 958
<i>Variation</i>	8,6%	22,6%	4,1%	6,0%	5,3%	4,8%
<i>ROE moyen</i>	11,8%	11,3%	10,6%	11,9%	11,9%	11,9%
<b>Total Bilan</b>	106 417	117 157	125 434	135 815	145 649	154 690
<i>ROA moyen</i>	0,63%	0,64%	0,64%	0,70%	0,69%	0,68%

Indicateurs Boursiers	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
BPA	21,3	21,9	23,3	26,6	28,0	29,5
P/E(x) <sup>(2)</sup>	15,9	13,9	15,1	15,4	14,5	13,8
DPA	14,0	14,0	14,0	16,0	18,0	20,0
Payout social	85%	72%	69%	69%	74%	78%
D/Y <sup>(2)</sup>	4,1%	4,6%	4,0%	3,9%	4,4%	4,9%
ANA	188	214	223	229	241	253
P/B(x) <sup>(2)</sup>	1,80	1,42	1,58	1,78	1,69	1,61

(1) Coût du risque / Crédits bruts sur la clientèle (Base consolidée) / (2) Sur la base des cours du 18 décembre 2024

Sources : Etats Financiers Consolidés, Calculs & Estimations AGR

Ce rapport est destiné aux clients Attijari Global Research - À usage interne

## BMCI : UNE MARGE D'OPTIMISATION INTÉRESSANTE DES FRAIS DE GESTION

- Après une quasi-stagnation de son activité durant la période 2016-2022, BMCI affiche une croissance de +12,6% de son PNB en 2023. Durant la période 2024E-2026E, nous nous attendons à une croissance plus modérée de +5,7% en moyenne annuelle. Un scénario conservateur tenant compte de la stratégie commerciale dynamique de la banque ;
- Le coefficient d'exploitation devrait poursuivre sa normalisation à travers une baisse cumulée de -5,3 pts durant la période 2023-2026E. Selon le Top Management, l'essentiel des investissements IT a été réalisé. Néanmoins, le COEX resterait à des niveaux élevés, soit 58,4% à horizon 2026E contre 47,3% pour le secteur bancaire coté en 2023 ;
- Le taux du coût du risque<sup>(1)</sup> devrait se situer autour des 100 PBS des crédits sur la période 2024E-2026E, soit un niveau supérieur à la moyenne observée durant la période 2017-2019 (82 PBS). Il s'agit d'une hausse annuelle moyenne du CDR de +1,7% sur la période étudiée ;
- Tenant compte du poids important des frais de gestion, le RNPG resterait en dessous de la barre des 600 MDH sur la période prévisionnelle. En dépit de cette contrainte, le titre se traite à un P/E 26E<sup>(2)</sup> relativement attractif de 13,3x. Sur la base d'un DPA normatif de 30 DH, le D/Y<sup>(2)</sup> cible moyen du titre ressortirait à 4,4% sur la période étudiée.

## BMCI : INDICATEURS CONSOLIDÉS SUR LA PÉRIODE 2021-2026E

Indicateurs CPC (MDH)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>PNB</b>	3 044	3 054	3 438	3 795	3 915	4 059
<i>Variation</i>	-0,3%	0,3%	12,6%	10,4%	3,2%	3,7%
<b>Frais de Gestion</b>	2 130	2 072	2 191	2 268	2 329	2 370
<i>Variation</i>	23,6%	-2,7%	5,7%	3,5%	2,7%	1,8%
<i>Coefficient d'exploitation</i>	70,0%	67,9%	63,7%	59,8%	59,5%	58,4%
<b>RBE affiché</b>	914	982	1 247	1 527	1 586	1 689
<i>Marge RBE</i>	30,0%	32,1%	36,3%	40,2%	40,5%	41,6%
<b>Coût du risque</b>	575	562	633	709	682	667
<i>Variation</i>	-36,2%	-2,4%	12,8%	11,9%	-3,7%	-2,2%
<i>Taux du coût du risque<sup>(1)</sup></i>	98	90	96	107	100	94
<b>RNPG affiché</b>	194	229	171	408	497	592
<i>Variation</i>	24,8%	17,8%	-25,1%	138,5%	21,6%	19,2%
<i>Marge nette</i>	6,4%	7,5%	5,0%	10,8%	12,7%	14,6%

Indicateurs Bilan	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Crédits clientèle consolidés</b>	51 574	54 488	58 854	58 854	60 619	63 044
<i>Variation</i>	1,4%	5,6%	8,0%	0,0%	3,0%	4,0%
<b>Capitaux Propres PDG</b>	7 239	7 255	7 191	7 361	7 539	7 799
<i>Variation</i>	-5,0%	0,2%	-0,9%	2,4%	2,4%	3,4%
<i>ROE moyen</i>	2,6%	3,2%	2,4%	5,6%	6,7%	7,7%
<b>Total Bilan</b>	67 611	70 755	75 201	75 201	77 330	80 249
<i>ROA moyen</i>	0,25%	0,27%	0,23%	0,54%	0,65%	0,75%

Indicateurs Boursiers	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
BPA	14,6	17,2	12,9	30,8	37,4	44,6
P/E(x) <sup>(2)</sup>	44,3	20,6	41,9	19,3	15,9	13,3
DPA	10,0	18,0	18,0	24,0	25,0	30,0
Payout social	25%	98%	123%	71%	61%	61%
D/Y <sup>(2)</sup>	1,5%	5,1%	3,3%	4,0%	4,2%	5,0%
ANA	545	546	542	554	568	587
P/B(x) <sup>(2)</sup>	1,19	0,65	1,00	1,07	1,05	1,01

(1) Coût du risque / Crédits bruts sur la clientèle (Base consolidée) / (2) Sur la base des cours du 18 décembre 2024

## CDM : UN TITRE OFFRANT LE MEILLEUR COUPLE « RENDEMENT-CROISSANCE » DU SECTEUR BANCAIRE

- Après une croissance de +13,9% en 2023, le Groupe CDM afficherait un TCAM de son PNB de +9,4% sur la période 2024E-2026E. Ce scénario est justifié par la nouvelle stratégie commerciale de la banque en marge de l'arrivée du nouvel Actionnaire de référence Holmarcom en 2023 ;
- Après que le COEX ait atteint un pic de 58,4% en 2022, en lien avec les frais d'autonomisation suite au changement de l'Actionnaire de référence, cet indicateur devrait se rapprocher de la moyenne sectorielle pour se stabiliser autour des 46,1% à horizon 2026E ;
- Le CDR devrait se normaliser autour des 510 MDH à horizon 2026E, équivalent à un taux du CDR<sup>(1)</sup> de 70 PBS contre 67 PBS sur 2018-2019. À noter que la hausse du coût du risque en 2023 est justifiée par un effet de base relativement faible en 2022 suite à la comptabilisation d'une reprise exceptionnelle ;
- Le RNPG devrait atteindre les 846 MDH à compter de 2026E, affichant un TCAM cible de +13,4%. Ainsi, le titre se traite à un P/E 26E<sup>(2)</sup> de 12,4x contre un niveau normatif du marché Actions marocain de 18,9x. La capacité du Groupe à soutenir la hausse de son DPA, permettrait au titre d'offrir un D/Y<sup>(2)</sup> de 4,6% sur la période 2024E-2026E, soit le meilleur du secteur bancaire coté.

### CDM : INDICATEURS CONSOLIDÉS SUR LA PÉRIODE 2021-2026E

Indicateurs CPC (MDH)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>PNB</b>	2 460	2 569	2 927	3 224	3 520	3 832
<i>Variation</i>	3,3%	4,4%	13,9%	10,2%	9,2%	8,8%
<b>Frais de Gestion</b>	1 335	1 500	1 599	1 566	1 655	1 765
<i>Variation</i>	1,1%	12,4%	6,6%	-2,1%	5,7%	6,6%
<i>Coefficient d'exploitation</i>	54,3%	58,4%	54,6%	48,6%	47,0%	46,1%
<b>RBE affiché</b>	1 125	1 069	1 328	1 658	1 865	2 067
<i>Marge RBE</i>	45,7%	41,6%	45,4%	51,4%	53,0%	53,9%
<b>Coût du risque</b>	64	310	445	396	449	510
<i>Variation</i>	-91,2%	388,0%	43,7%	-11,1%	13,4%	13,6%
<i>Taux du coût du risque<sup>(1)</sup></i>	13	60	81	65	67	70
<b>RNPG affiché</b>	627	404	503	704	780	846
<i>Variation</i>	229,7%	-35,6%	24,4%	40,0%	10,7%	8,5%
<i>Marge nette</i>	25,5%	15,7%	17,2%	21,8%	22,1%	22,1%

Indicateurs Bilan	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Crédits clientèle consolidés</b>	46 079	48 497	51 062	56 678	62 346	67 957
<i>Variation</i>	5,0%	5,2%	5,3%	11,0%	10,0%	9,0%
<b>Capitaux Propres PDG</b>	6 246	6 309	7 034	7 366	7 711	8 078
<i>Variation</i>	10,2%	1,0%	11,5%	4,7%	4,7%	4,8%
<i>ROE moyen</i>	10,5%	6,4%	7,5%	9,8%	10,3%	10,7%
<b>Total Bilan</b>	59 346	62 863	67 265	75 622	84 163	92 719
<i>ROA moyen</i>	1,08%	0,65%	0,77%	0,99%	0,98%	0,96%

Indicateurs Boursiers	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
BPA	57,7	37,2	46,2	64,7	71,7	77,8
P/E(x) <sup>(2)</sup>	10,4	16,1	17,2	14,9	13,4	12,4
DPA	25,9	27,0	34,2	40,0	44,0	48,0
Payout social	41%	70%	70%	62%	61%	62%
D/Y <sup>(2)</sup>	4,3%	4,5%	4,3%	4,2%	4,6%	5,0%
ANA	574	580	646	677	709	742
P/B(x) <sup>(2)</sup>	1,05	1,03	1,23	1,42	1,36	1,30

[1] Coût du risque / Crédits bruts sur la clientèle (Base consolidée) / [2] Sur la base des cours du 18 décembre 2024

## CFG BANK : UN POTENTIEL DE CROISSANCE TOUJOURS IMPORTANT À HORIZON 2026E

- Après une croissance de +31,4% en 2023, CFG Bank devrait afficher un TCAM de son PNB de +20,9% durant la période 2023-2026E. Ce scénario est justifié par la marge de progression naturelle dont dispose la banque au niveau de l'activité du crédit au Maroc ;
- Grâce à un effet taille croissant, le coefficient d'exploitation poursuivrait son optimisation passant de 66,0% en 2023 à 52,9% à horizon 2026E ;
- Le CDR devrait se situer autour des 64 MDH à horizon 2026E, équivalent à un taux du CDR<sup>(1)</sup> de 29 PBS contre 119 PBS pour le secteur bancaire coté. Ce décalage est justifié par le positionnement de la banque sur des segments de clients relativement moins risqués conjugué à un niveau élevé de garanties ;
- Tenant compte d'une normalisation progressive du taux d'IS, le RNPG devrait atteindre les 314 MDH à compter de 2026E, affichant un TCAM cible de +23,6%. À cet effet, le titre se traite à un P/E 26E<sup>(2)</sup> de 24,6x justifié par son profil de « valeur de croissance ».

## CFG BANK : INDICATEURS CONSOLIDÉS SUR LA PÉRIODE 2021-2026E

Indicateurs CPC (MDH)	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>PNB</b>	400	500	657	847	992	1 161
<i>Variation</i>	40,2%	25,0%	31,4%	28,8%	17,1%	17,0%
<b>Frais de Gestion</b>	347	387	434	507	550	615
<i>Variation</i>	30,9%	11,4%	12,2%	16,9%	8,5%	11,7%
<i>Coefficient d'exploitation</i>	86,7%	77,3%	66,0%	59,9%	55,5%	52,9%
<b>RBE affiché</b>	53	114	224	340	442	547
<i>Marge RBE</i>	13,3%	22,7%	34,0%	40,1%	44,5%	47,1%
<b>Coût du risque</b>	36	31	25	39	48	64
<i>Variation</i>	97,1%	-13,8%	-19,8%	55,9%	25,0%	31,1%
<i>Taux du coût du risque<sup>(1)</sup></i>	53	35	17	23	25	29
<b>RNPG affiché</b>	29	44	166	256	273	314
<i>Variation</i>	-167,9%	53,7%	278,3%	54,4%	6,6%	14,8%
<i>Marge nette</i>	7,1%	8,8%	25,3%	30,3%	27,5%	27,0%

Indicateurs Bilan	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>Crédits clientèle consolidés</b>	6 680	8 806	14 251	16 674	19 175	22 051
<i>Variation</i>	19,0%	31,8%	61,8%	17,0%	15,0%	15,0%
<b>Capitaux Propres PDG</b>	762	852	1 666	1 807	1 961	2 152
<i>Variation</i>	-7,0%	11,8%	95,6%	8,5%	8,5%	9,7%
<i>ROE moyen</i>	3,6%	5,4%	13,2%	14,8%	14,5%	15,3%
<b>Total Bilan</b>	11 648	15 372	22 134	25 362	28 626	32 309
<i>ROA moyen</i>	0,31%	0,40%	0,95%	1,14%	1,07%	1,08%

Indicateurs Boursiers	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
BPA	-	-	4,7	7,3	7,8	9,0
P/E(x) <sup>(2)</sup>	-	-	29,8	30,0	28,2	24,6
DPA	-	-	3,3	3,4	3,5	3,7
Payout social	-	-	110%	74%	71%	65%
D/Y <sup>(2)</sup>	-	-	2,3%	1,5%	1,6%	1,7%
ANA	-	-	48	52	56	61
P/B(x) <sup>(2)</sup>	-	-	2,97	4,26	3,93	3,58

[1] Coût du risque / Crédits bruts sur la clientèle (Base consolidée) / [2] Sur la base des cours du 18 décembre 2024



# ANNEXES



ANNEXE 1 : INDICATEURS À FIN SEPTEMBRE 2024



ANNEXE 2 : CROISSANCE À FIN SEPTEMBRE 2024



ANNEXE 3 : TAUX DE RÉALISATION - PRÉVISIONS ANNUELLES 2024 VS. RÉALISATIONS À FIN SEPTEMBRE 2024

## ANNEXE 1 : INDICATEURS À FIN SEPTEMBRE 2024

Banques	rubrique	9M-21	9M-22	9M-23	9M-24
<b>ATW bank</b>	<b>PNB</b>	18 408	19 735	22 288	25 173
	<i>Frais de gestion</i>	<i>8 430</i>	<i>8 636</i>	<i>8 948</i>	<i>9 054</i>
	<b>Coefficient d'exploitation</b>	45,8%	43,8%	40,1%	36,0%
	<i>Coût du risque de crédit</i>	<i>2 855</i>	<i>2 618</i>	<i>2 903</i>	<i>3 274</i>
	<b>RNPG</b>	3 825	4 522	5 808	7 204
	<i>Total Bilan</i>	<i>586 091</i>	<i>618 716</i>	<i>638 630</i>	<i>716 568</i>
<b>BCP</b>	<b>PNB</b>	15 037	14 832	17 650	19 590
	<i>Frais de gestion</i>	<i>7 295</i>	<i>7 681</i>	<i>8 230</i>	<i>8 280</i>
	<b>Coefficient d'exploitation</b>	48,5%	51,8%	46,6%	42,3%
	<i>Coût du risque de crédit</i>	<i>3 287</i>	<i>2 848</i>	<i>3 264</i>	<i>4 271</i>
	<b>RNPG</b>	2 161	2 182	3 570	3 932
	<i>Total Bilan</i>	<i>456 962</i>	<i>478 688</i>	<i>498 976</i>	<i>531 348</i>
<b>BOA</b>	<b>PNB</b>	10 849	11 355	12 599	14 052
	<i>Frais de gestion</i>	<i>5 882</i>	<i>6 029</i>	<i>6 440</i>	<i>6 391</i>
	<b>Coefficient d'exploitation</b>	54,2%	53,1%	51,1%	45,5%
	<i>Coût du risque de crédit</i>	<i>1 683</i>	<i>1 834</i>	<i>2 066</i>	<i>2 504</i>
	<b>RNPG</b>	1 676	1 771	2 032	2 689
	<i>Total Bilan</i>	<i>348 476</i>	<i>376 749</i>	<i>394 772</i>	<i>396 053</i>
<b>CIH Bank</b>	<b>PNB</b>	2 266	2 510	3 327	3 537
	<i>Frais de gestion</i>	<i>1 316</i>	<i>1 367</i>	<i>1 522</i>	<i>1 540</i>
	<b>Coefficient d'exploitation</b>	58,1%	54,5%	45,8%	43,5%
	<i>Coût du risque de crédit</i>	<i>320</i>	<i>279</i>	<i>747</i>	<i>808</i>
	<b>RNPG</b>	380	549	555	657
	<i>Total Bilan</i>	<i>95 660</i>	<i>112 043</i>	<i>123 367</i>	<i>135 581</i>
<b>BMCI</b>	<b>PNB</b>	2 243	2 265	2 570	2 869
	<i>Frais de gestion</i>	<i>1 531</i>	<i>1 585</i>	<i>1 667</i>	<i>1 701</i>
	<b>Coefficient d'exploitation</b>	68,2%	70,0%	64,9%	59,3%
	<i>Coût du risque de crédit</i>	<i>432</i>	<i>412</i>	<i>429</i>	<i>542</i>
	<b>RNPG</b>	209	121	240	314
	<i>Total Bilan</i>	<i>69 318</i>	<i>72 217</i>	<i>73 314</i>	<i>76 862</i>
<b>CDM</b>	<b>PNB</b>	1 816	1 925	2 196	2 439
	<i>Frais de gestion</i>	<i>988</i>	<i>1 050</i>	<i>1 119</i>	<i>1 141</i>
	<b>Coefficient d'exploitation</b>	54,4%	54,6%	51,0%	46,8%
	<i>Coût du risque de crédit</i>	<i>154</i>	<i>105</i>	<i>295</i>	<i>288</i>
	<b>RNPG</b>	391	438	446	575
	<i>Total Bilan</i>	<i>58 959</i>	<i>62 035</i>	<i>65 898</i>	<i>71 554</i>
<b>CFG Bank</b>	<b>PNB</b>	265	356	499	678

Sources : Etats Financiers Consolidés, Calculs AGR

Ce rapport est destiné aux clients Attijari Global Research - À usage interne

## ANNEXE 2 : CROISSANCE À FIN SEPTEMBRE 2024

banque	rubrique	9M-21	9M-22	9M-23	9M-24
<b>ATW bank</b>	<b>PNB</b>	1,4%	7,2%	12,9%	12,9%
	<i>Frais de gestion</i>	-10,9%	2,4%	3,6%	1,2%
	<b>Coefficient d'exploitation</b>	-6,3%	-2,0%	-3,6%	-4,2%
	<i>Coût du risque de crédit</i>	-38,1%	-8,3%	10,9%	12,8%
	<b>RNPG</b>	93,9%	18,2%	28,4%	24,0%
	<i>Total Bilan</i>	7,0%	5,6%	3,2%	12,2%
<b>BCP</b>	<b>PNB</b>	3,6%	-1,4%	19,0%	11,0%
	<i>Frais de gestion</i>	-9,7%	5,3%	7,1%	0,6%
	<b>Coefficient d'exploitation</b>	-7,2%	3,3%	-5,2%	-4,4%
	<i>Coût du risque de crédit</i>	-20,1%	-13,3%	14,6%	30,8%
	<b>RNPG</b>	55,6%	1,0%	64%	10,1%
	<i>Total Bilan</i>	3,2%	4,8%	4,2%	6,5%
<b>BOA</b>	<b>PNB</b>	4,1%	4,7%	11,0%	11,5%
	<i>Frais de gestion</i>	-11,6%	2,5%	6,8%	-0,8%
	<b>Coefficient d'exploitation</b>	-9,6%	-1,1%	-2,0%	-5,6%
	<i>Coût du risque de crédit</i>	-34,4%	9,0%	12,6%	21,2%
	<b>RNPG</b>	173,3%	5,7%	15%	32,3%
	<i>Total Bilan</i>	5,9%	8,1%	4,8%	0,3%
<b>CIH Bank</b>	<b>PNB</b>	10,4%	10,7%	32,6%	6,3%
	<i>Frais de gestion</i>	-0,2%	3,9%	11,4%	1,1%
	<b>Coefficient d'exploitation</b>	-6,1%	-3,6%	-8,7%	-2,2%
	<i>Coût du risque de crédit</i>	-58,5%	-13,0%	168,2%	8,1%
	<b>RNPG</b>	4030,0%	44,6%	1%	18,5%
	<i>Total Bilan</i>	8,8%	17,1%	10,1%	9,9%
<b>BMCI</b>	<b>PNB</b>	-2,6%	1,0%	13,5%	11,6%
	<i>Frais de gestion</i>	17,9%	3,6%	5,1%	2,1%
	<b>Coefficient d'exploitation</b>	11,8%	1,8%	-5,1%	-5,6%
	<i>Coût du risque de crédit</i>	-41,3%	-4,7%	4,2%	26,4%
	<b>RNPG</b>	78,5%	-42,2%	98,4%	30,7%
	<i>Total Bilan</i>	2,0%	4,2%	1,5%	4,8%
<b>CDM</b>	<b>PNB</b>	2,4%	6,0%	14,1%	11,1%
	<i>Frais de gestion</i>	-2,6%	6,3%	6,6%	2,0%
	<b>Coefficient d'exploitation</b>	-2,8%	0,2%	-3,6%	-4,2%
	<i>Coût du risque de crédit</i>	-73%	-32,1%	181,8%	-2,5%
	<b>RNPG</b>	275,7%	12%	2%	29,0%
	<i>Total Bilan</i>	2,3%	5,2%	6,2%	8,6%
<b>CFG Bank</b>	<b>PNB</b>	37%	34%	40%	36%

Sources : Etats Financiers Consolidés, Calculs AGR

Ce rapport est destiné aux clients Attijari Global Research - À usage interne

## ANNEXE 3 : TAUX DE RÉALISATION - PRÉVISIONS ANNUELLES 2024E VS. RÉALISATIONS À FIN SEPTEMBRE 2024

Banques	rubrique	9M-24	2024E	TR 9M-24
<b>ATW bank</b>	<b>PNB</b>	25 173	33 691	74,7%
	<b>RBE</b>	16 119	21 381	75,4%
	<b>RNPG</b>	7 204	9 257	77,8%
<b>BCP</b>	<b>PNB</b>	19 590	25 882	75,7%
	<b>RBE</b>	11 310	14 330	78,9%
	<b>RNPG</b>	3 932	4 586	85,7%
<b>BOA</b>	<b>PNB</b>	14 052	18 621	75,5%
	<b>RBE</b>	7 661	10 098	75,9%
	<b>RNPG</b>	2 689	3 253	82,7%
<b>CIH Bank</b>	<b>PNB</b>	3 537	4 750	74,5%
	<b>RBE</b>	1 997	2 669	74,8%
	<b>RNPG</b>	657	837	78,5%
<b>BMCI</b>	<b>PNB</b>	2 869	3 795	75,6%
	<b>RBE</b>	1 168	1 527	76,5%
	<b>RNPG</b>	314	408	76,8%
<b>CDM</b>	<b>PNB</b>	2 439	3 224	75,6%
	<b>RBE</b>	1 298	1 658	78,3%
	<b>RNPG</b>	575	704	81,7%
<b>CFG Bank</b>	<b>PNB</b>	678	847	80,0%
	<b>RBE</b>	280	340	82,4%
	<b>RNPG</b>	-	256	-

[1] Taux de réalisation : Réalisations septembre 2024 / Prévisions 2024E

Sources : Etats Financiers Consolidés, Calculs & Estimations AGR

Ce rapport est destiné aux clients Attijari Global Research - À usage interne

# ATTIJARI GLOBAL RESEARCH

## DIRECTEUR STRATÉGIE

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

## DIRECTEUR ÉCONOMIE

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

## DIRECTEUR ACTIVITÉS DE MARCHÉ

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

## SENIOR MANAGER

Maria Iraqi  
+212 5 29 03 68 01  
m.iraqi@attijari.ma  
Casablanca

## SENIOR ASSOCIATE

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

## SENIOR ASSOCIATE

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

## SENIOR ASSOCIATE

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

## INVESTOR RELATIONS ANALYST

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

## FINANCIAL ANALYST

Anass Drif  
+212 5 22 49 14 82  
a.drif@attijari.ma  
Casablanca

## SENIOR ANALYST

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

## FINANCIAL ANALYST

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

## 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 29 03 68 21  
s.mohcine@attijari.ma

Mehdi Benckroun  
+212 5 29 03 68 14  
m.benckroun@attijari.ma

### AIS- MAROC

Tarik Loudiyi  
+212 5 22 28 28 28  
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

Ernest Pouhe  
+237 651 23 51 15  
e.pouhe@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

### EUROPE

Youssef Hansali  
+33 1 81 69 79 45  
y.hansali@attijariwafa.net

### ÉGYPTE

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

### TUNISIE

Mehdi Belhabib  
+216 71 80 29 22  
mehdi.belhabib@attijaribank.com.tn

### MIDDLE EAST - DUBAÏ

Sherif Reda  
+971 50 560 8865  
sreda@attijari-me.com

### UEMOA - CÔTE D'IVOIRE

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

### CEMAC - GABON

Atef Gabsi (Gabon)  
+241 60 18 60 02  
atef.gabsi@ugb-banque.com  
Elvira Nomo (Cameroun)  
+237 67 27 34 367

## 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.

