

RESEARCH REPORT

EQUITY

JANVIER
2025



CDM : DES RÉALISATIONS 2024E SUPÉRIEURES AUX ATTENTES

- 03 | Un atterrissage 2024E qui devrait surpasser les anticipations du marché
- 04 | Un cours objectif révisé à 1.253 DH, offrant un upside de 17%
- 05 | Annexes



Attijari
Global Research

ACHETER

Ancienne opinion	ACHETER
Date de publication	28/10/2024
Ancien cours objectif	1.100

CDM

Secteur	BANQUES
Reuters	CDM.CS
Bloomberg	CDM MC

1.253 DH

Actuel 27/01/2025	1.069 DH
Potentiel	+17%
Horizon	12 MOIS

ARGUMENTAIRE D'INVESTISSEMENT

En marge de notre analyse des réalisations de CDM à fin septembre 2024, nous avons révisé à la hausse nos prévisions de croissance sur la période 2024E-2026E et ce, par rapport à celles communiquées par le Management lors de l'OPV en novembre dernier. Les messages à retenir se déclinent comme suit :

- Nous croyons que les réalisations de CDM au titre de 2024E devraient agréablement surprendre le marché, tant au niveau de la croissance des profits que de la distribution du dividende ;
- Tenant compte d'un effet rattrapage plus rapide que prévu au niveau de l'activité crédit conjugué à une meilleure maîtrise des coûts, la banque serait en mesure d'afficher une croissance de ses bénéfices de +40,0% en 2024E contre une prévision initiale de +32,0%. À cet effet, le DPA 24E ressortirait meilleur que prévu ;
- Grâce à une croissance soutenable des bénéfices d'en moyenne +18,9% par an durant la période 2023-2026E et un payout stable autour des 70%, le titre CDM bénéficierait selon nous, d'un positionnement très attractif au niveau du couple « P/E-D/Y ». Plus en détails, le P/E 26E⁽¹⁾ ressort à 13,5x par rapport à une cible fondamentale du secteur bancaire de 14,1x. Pour sa part, le D/Y moyen⁽¹⁾ du titre sur la période 2024E-2026E s'élèverait à 4,7% contre une moyenne de 3,4% pour les banques cotées ;
- Au terme de notre exercice de valorisation, nous révisons à la hausse le cours objectif du titre CDM à 1.253 DH contre 1.100 DH initialement. Il s'agit d'un potentiel d'appréciation en Bourse de +17% sur un horizon de 12 mois contre un prix marché de 1.069 DH en date du 27/01/2025. Ainsi, nous recommandons aux investisseurs d'ACHETER le titre.

Walid Kabbaj

Senior Associate
+212 522 49 14 82
w.kabbaj@attijari.ma

ÉVOLUTION DU TITRE (BASE 100)



INDICATEURS MARCHÉ

Performances (%)	1 M	3 M	12 M
CDM	+9,4	+13,3	+25,0
MASI	+8,5	+12,3	+25,0

VMQ (MDH)	1 M	3 M	12 M
CDM	10,6	12,2	3,9
MASI	518	350	247

Capitalisation	Au 24/01/2025
En MDH	11.425,3
En M\$	1.143

Cours arrêtés au 24/01/2025

(1) Cours arrêtés au 24 janvier 2025

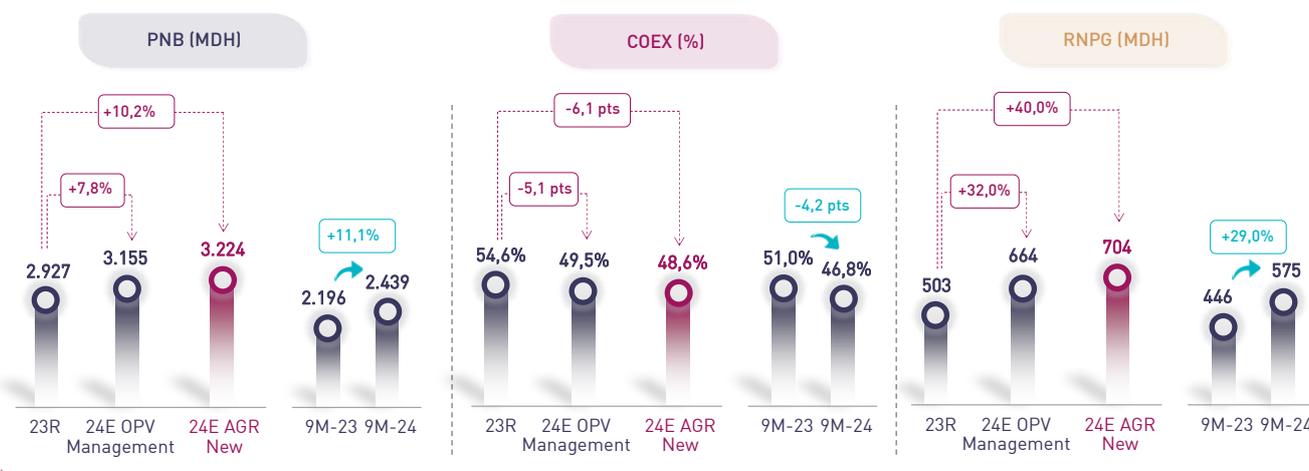
Sources : Réunion Management OPV, États Financiers CDM, Calculs & Estimations AGR

UN ATTERRISSAGE 2024E QUI DEVRAIT SURPASSER LES ANTICIPATIONS DU MARCHÉ

Au terme des 9 premiers mois de l'année 2024, CDM a réalisé des performances solides sur le plan commercial et opérationnel. À cet effet, nous croyons que la banque devrait surprendre positivement le marché à travers des réalisations 2024 qui surpassent les prévisions émises par le Management lors de l'OPV réalisée en novembre dernier. Notre exercice d'actualisation des prévisions 2024E ressort comme suit :

- (1) Révision à la hausse de la croissance du PNB, passant de +7,8% initialement à +10,2%. À l'origine, un rattrapage plus rapide que prévu des gains de PDM au niveau de l'activité « Crédit » conjugué à un développement accéléré des activités de marché dont le poids dans le PNB ressort à 12,0% à fin septembre 2024 contre 9,0% en 2023 ;
- (2) Une maîtrise meilleure que prévu des frais de gestion justifiant une révision à la baisse du COEX de -6,1 pts à 48,6% en 2024E contre une prévision initiale conservatrice de 49,5%. À noter que l'exercice 2023 a été marqué par des charges non récurrentes, en l'occurrence : les frais d'autonomisation, le don au Fonds Spécial Séisme et le contrôle fiscal ;
- (3) Révision à la hausse de la **capacité bénéficiaire** à 704 MDH en 2024E en forte hausse de +40,0% contre +32,0% initialement.

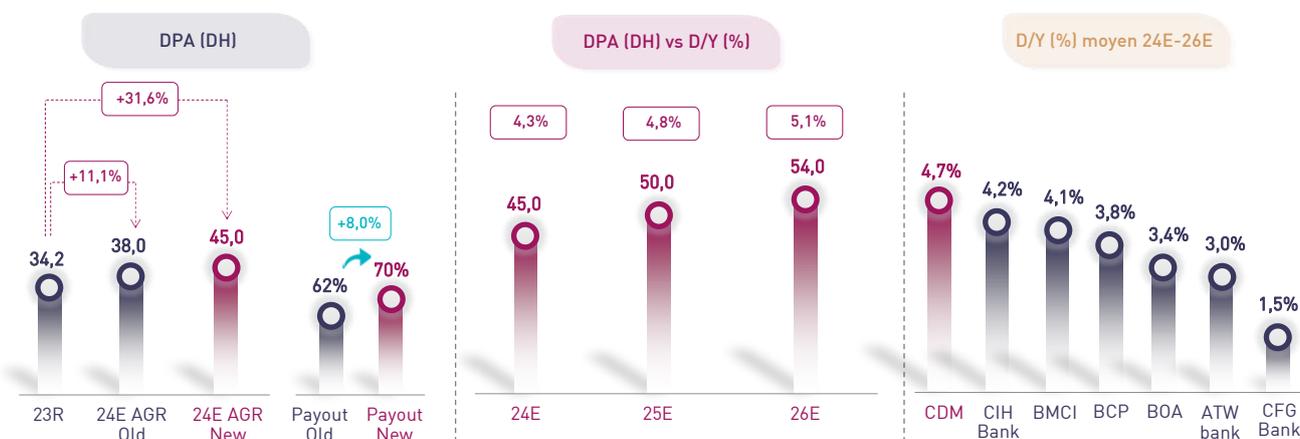
CDM : RÉVISION DES PRÉVISIONS DE CROISSANCE EN 2024E



UN TITRE EN MESURE D'OFFRIR LE MEILLEUR RENDEMENT DE DIVIDENDE DU SECTEUR BANCAIRE

Nous croyons que CDM serait en mesure de relever sensiblement son DPA 24E à 45 DH contre une estimation initiale de 38 DH. Il s'agit d'une hausse de plus de +30%. Ce scénario est soutenu par deux facteurs. D'une part, un Payout cible de 70% en ligne avec la politique cible du Management. D'autre part, un Actionnaire de référence qui adopterait, selon nous, une politique de dividende plus généreuse durant les premières années post-acquisition de CDM. Rappelons que le Payout est passé d'une moyenne de 41% durant la période 2016-2021 à 70% sur 2022-2023. Dans ces conditions, le titre CDM afficherait selon nos projections, le meilleur rendement de dividende du secteur bancaire sur la période 2024E-2026E, soit un D/Y⁽¹⁾ moyen de 4,7%.

CDM : ÉVOLUTION DES PRINCIPALES HYPOTHÈSES DU DIVIDENDE SUR LA PÉRIODE 2024E-2026E⁽¹⁾



(1) Cours arrêtés au 24 janvier 2025

UN COURS OBJECTIF RÉVISÉ À 1.253 DH, OFFRANT UN UPSIDE DE 17%

Principales hypothèses de valorisation retenues

- Un TCAM du PNB de +9,4% sur la période 2023-2026E. Au-delà, le taux cible est de +6,1%. Un scénario soutenu par un effet rattrapage progressif des PDM de l'activité crédit sur des segments où CDM était historiquement moins présent (PME & TPE) ;
- Amélioration continue du COEX en ligne avec la tendance lourde du secteur. Ce ratio devrait passer de 54,6% en 2023 à 46,1% à horizon 2026E pour atteindre une cible LT de 47,0% ;
- Un TCAM du CDR de +4,6% sur la période 2023-2026E, équivalent à un taux de CDR moyen de 67 PBS. Au-delà, le taux du CDR cible ressort à 77 PBS, en cohérence avec la cible du Management. Ce niveau tient compte de la diversification du portefeuille crédits sur des segments relativement plus risqués ;
- L'évolution du résultat distribuable devrait suivre celle du RNPG à travers un TCAM de +18,9% sur la période 2023-2026E. Au-delà, le TCAM cible ressort à +6,4% ;
- Le coût des FP (Kcp) ressort à 8,51%. Celui-ci tient compte d'une PDR Actions de 6,4%, d'un beta de 0,83 et d'un rendement des BDT 10 ans de 3,2%. Au final, nous retenons une croissance Terminale de 3,0%.

La valeur fondamentale des Capitaux Propres de CDM ressort à 13.630 MDH. Celle-ci est équivalente à un cours par Action de 1.253 DH contre un prix marché de 1.069 DH en date du 27/01/2025. Ainsi, le titre offre un potentiel de hausse de +17% sur les 12 mois à venir.

CDM : BUSINESS PLAN PRÉVISIONNEL SUR LA PÉRIODE 2023-2033E

EN MDH	2023R	2024E	2025E	2026E	27E-33E ⁽¹⁾
PNB	2.927	3.224	3.520	3.832	4.936
Croissance	+13,9%	+10,2%	+9,2%	+8,8%	+6,1%
Poids marge d'intérêt	76,0%	74,6%	74,9%	75,6%	76,5%
Poids marge sur commissions	14,9%	14,5%	14,1%	13,8%	13,0%
Coefficient d'exploitation	54,6%	48,6%	47,0%	46,1%	46,8%
Variation	-3,8 pts	-6,1 pts	-1,5 pts	-1,0 pt	+0,1 pt
Coût du Risque	445	396	449	510	750
Taux du CdR (PBS)	81	65	67	70	76
Impôt sur les bénéfices	380	554	632	707	771
Résultat distribuable ⁽²⁾	453	634	702	761	987
Croissance	+24,4%	+40,0%	+10,7%	+8,5%	+6,4%
Coût des Fonds Propres	-	8,51%	8,51%	8,51%	8,51%

(1) Moyenne simple sur la période 2027E-2033E / (2) Représente en moyenne 90% du RNPG

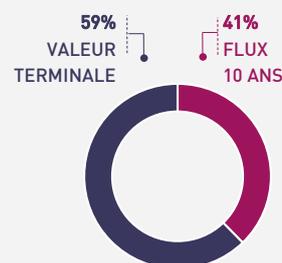
Grace à son profil de croissance, CDM serait en mesure d'améliorer considérablement ses niveaux de valorisation à travers un P/E 26E⁽³⁾ de 13,5x contre un P/E⁽⁴⁾ fondamental cible pour le secteur bancaire entre [14x-15x]. Ainsi, le titre dispose d'un positionnement sectoriel très attractif au niveau du couple « P/E - TCAM des bénéfices » sur la période 2023-2026E.

CDM : ÉVOLUTION DES PRINCIPAUX RATIOS BOURSIERS DU TITRE⁽³⁾



(3) Cours arrêtés au 24 janvier 2025 / (4) Sur la base de notre valorisation fondamentale du secteur bancaire coté

CDM : VENTILATION DES FP CIBLES



CDM : CALCUL DU COÛT DES FP

JANVIER 2025	Niveaux
BDT 10 ans	3,2%
Beta 2 ans	0,83
Prime de Risque Actions	6,4%
Coût des Fonds Propres	8,51%

CDM | MAROC |

BLOOMBERG: CDM MC

Bilan (MDH)	2020⁽¹⁾	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Capitaux Propres Part du Groupe	5 665	6 246	6 309	7 034	7 366	7 656	7 958
Dépôts clientèle	44 525	46 239	48 582	51 755	55 896	59 250	62 805
Crédits clientèle	43 897	46 079	48 497	51 062	56 678	62 346	67 957
Total Bilan	57 913	59 346	62 863	67 265	75 622	84 163	92 719
CPC (MDH)	2020⁽¹⁾	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PNB	2 381	2 460	2 569	2 927	3 224	3 520	3 832
Frais de Gestion	1 235	1 335	1 500	1 599	1 566	1 655	1 765
RBE	1 146	1 125	1 069	1 328	1 658	1 865	2 067
Coût du Risque	722	64	310	445	396	449	510
Impôts	175	426	345	380	554	632	707
RNPG	247	627	404	503	704	780	846
Croissance (%)	2020⁽¹⁾	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PNB	-0,9%	3,3%	4,4%	13,9%	10,2%	9,2%	8,8%
RBE	3,2%	-1,9%	-5,0%	24,3%	24,9%	12,5%	10,8%
Coût du Risque	124,7%	-91,2%	388,0%	43,7%	-11,1%	13,4%	13,6%
RNPG	-51,4%	153,6%	-35,6%	24,4%	40,0%	10,7%	8,5%
DPA	-75,7%	469,2%	4,2%	26,7%	31,6%	11,1%	8,0%
Dépôts clientèle	1,6%	3,9%	5,1%	6,5%	8,0%	6,0%	6,0%
Crédits clientèle	-0,7%	5,0%	5,2%	5,3%	11,0%	10,0%	9,0%
Profitabilité / Rentabilité	2020⁽¹⁾	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Coefficient d'Exploitation (%)	51,9%	54,3%	58,4%	54,6%	48,6%	47,0%	46,1%
Taux du Coût du risque (PBS)	151	13	60	81	65	67	70
Taux d'IS effectif (CPC)	41,3%	40,3%	46,4%	43,3%	44,0%	44,8%	45,5%
Marge Nette	10,4%	25,5%	15,7%	17,2%	21,8%	22,1%	22,1%
ROA	0,43%	1,08%	0,65%	0,77%	0,99%	0,98%	0,96%
ROE	4,4%	10,5%	6,4%	7,5%	9,8%	10,4%	10,8%
Payout social	50%	41%	70%	70%	70%	70%	69%
Données par Action (DH)	2020⁽¹⁾	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Cours fin de période ⁽²⁾	459	600	600	797	1 050	1 050	1 050
BPA	22,7	57,7	37,2	46,2	64,7	71,7	77,8
DPA	4,6	25,9	27,0	34,2	45,0	50,0	54,0
ANA	521	574	580	646	677	704	731
Multiples Boursiers (fin de période)⁽²⁾	2020⁽¹⁾	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
P/E (x)	20,2	10,4	16,1	17,2	16,2	14,7	13,5
D/Y (%)	1,0%	4,3%	4,5%	4,3%	4,3%	4,8%	5,1%
P/B (x)	0,88	1,05	1,03	1,23	1,55	1,49	1,44
Capitalisation (MDH)	4 993	6 529	6 529	8 672	11 425	11 425	11 425

(1) Hors don Covid versé en 2020 / (2) Cours arrêtés au 24 janvier 2025

Sources : États Financiers CDM, Calculs & Estimations AGR

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.iraqui@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

Ulderich Djadjo
+237 681 77 89 40
u.djadjo@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 Benckekroun
+212 5 29 03 68 14
m.benckekroun@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
e.nomo@attijarisecurities.com

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 ses 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'exhaustivité 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 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.

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.

