

# RESEARCH REPORT

EQUITY

SEPTEMBRE  
2025

T1

T2

## | MAROC | TRIMESTRIEL Résultats des sociétés cotées

T3

T4

### POURSUITE DE LA **CROISSANCE...** À UN RYTHME MOINS SOUTENU

03 | Décélération de la croissance des revenus au T2-25

04 | Banques : Des réalisations qui confortent notre scénario de croissance 2025E

05 | Tableau récapitulatif des revenus trimestriels et semestriels des sociétés cotées



Attijari  
Global Research

Rapport à usage institutionnel

## EXECUTIVE SUMMARY

Le deuxième trimestre de l'année 2025 a été marqué par un contexte économique favorable à la croissance au Maroc. D'une part, le PIB confirme son accélération à +4,6% au T2-25 et les récentes prévisions pour l'année 2025 demeurent positives à +4,6%. D'autre part, l'inflation est maîtrisée autour des 1,0% à fin juin 2025.

En ce mois d'août, 68 sociétés cotées ont publié leurs réalisations commerciales au titre du second trimestre et du premier semestre 2025. Les principaux messages à retenir sont les suivants :

- Au T2-25, nous relevons une décélération continue de la croissance récurrente du CA de la cote, passant de +10,2% au T4-24 à +7,7% au T1-25 puis à 5,4%<sup>[1]</sup> au T2-25. Une tendance logique en raison d'une base comparable de plus en plus élevée des résultats et d'une normalisation du rythme de progression du secteur bancaire, considéré comme le « *moteur de croissance* » du marché boursier marocain ;
- Cette décélération de la croissance au T2-25 n'est pas entièrement reflétée sur les réalisations semestrielles. En effet, la croissance affichée des revenus des sociétés cotées au S1-25 ressort à +7,5%, soit son niveau le plus élevé au cours des 3 dernières années. Les secteurs ayant largement surperformé la croissance moyenne du marché sont : la Santé (+67,3%), le BTP (+26,0%) et l'Automobile (+20,6%) ;
- Le secteur immobilier accuse une baisse semestrielle de ses revenus à -6,3%. À l'origine, le repli du CA d'Addoha de -23,2% suite au changement des règles de comptabilisation des ventes entrées en vigueur début 2025. Hors cet effet, les revenus du secteur afficheraient une hausse de +11,2% au S1-25. Face à ce rythme de croissance, la question de la soutenabilité des niveaux de valorisation du secteur immobilier devraient revenir au devant de la scène en 2025. D'autant plus que le secteur se traite à un P/E 25E de 43,9x ;
- Les réalisations semestrielles du secteur bancaire confirment notre scénario de croissance pour 2025 [Cf. *Rapport Secteur Bancaire-Juillet 2025*]. Il s'agit d'une croissance annuelle du PNB et du RNPG de +7,2% et de +12,2% respectivement. Dans ces conditions, le secteur bancaire afficherait le profil de croissance le plus résilient de la cote conjugué à des multiples de valorisation attractifs, soit un P/E 25E de 15,2x.

**Maria IRAQI**

Senior Manager  
+212 529 03 68 01  
m.iraqui@attijari.ma

**Anass DRIF**

Financial Analyst  
+212 5 22 49 14 82  
a.drif@attijari.ma

[1] Croissance isopérimètre pour TGCC hors effet périmètre relatif à l'acquisition de 60% du capital de STAM

## DÉCÉLÉRATION DE LA CROISSANCE DES REVENUS AU T2-25

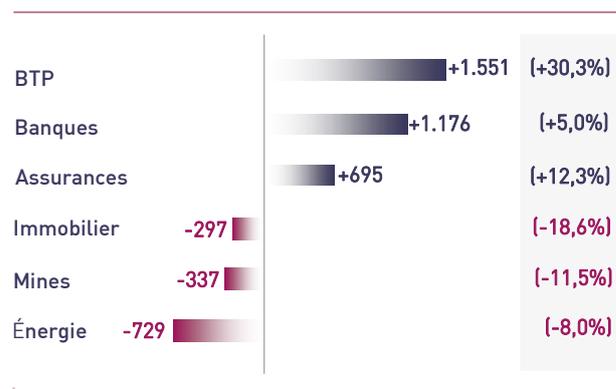
Après une reprise de +10,2% au T4-24 suivie d'une hausse de +7,7% au T1-25, les revenus du marché Actions affichent une décélération à +5,4% au T2-25 sur une base isopérimètre (hors effet acquisition de TGCC). En affiché, le CA de la cote au T2-25 ressort à 84,2 MMDH contre 78,9 MMDH au T2-24, soit une progression de +6,7%. Plus en détails :

- Le secteur **BTP** arrive en 1<sup>ère</sup> position avec une hausse de ses revenus affichés de +1.551 MDH. Ce secteur justifie à lui seul près du tiers de la croissance du CA de la cote. À l'origine, le Groupe TGCC dont le CA publié<sup>(1)</sup> s'est apprécié de +1.047 MDH (+50,4%) en marge de la finalisation de l'acquisition de 60% du capital de STAM ;
- Le secteur **Bancaire** affiche une décélération de la croissance de son PNB consolidé à +1.176 MDH (+5,0%) après une hausse de +2.352 MDH (+10,7%) et de +3.062 MDH (+15,3%) sur les deux trimestres précédents ;
- À l'opposé, le secteur **Énergie** accuse une baisse de -729 MDH (-8,0%) de son CA agrégé, suivi du secteur **Minier** dont les revenus ont reculé de -337 MDH (-11,5%). À l'origine, le repli des prix du pétrole à l'international et de la production d'Or de Managem en Guinée.

### MARCHÉ : ÉVOLUTION DU CA AFFICHÉ (MMDH)



### MARCHÉ : CONTRIBUTION À LA VARIATION DU CA T2-25 (MDH)



Au S1-25, le CA de la cote affiche une hausse de +7,5% à 168 MMDH et de +6,4% sur une base isopérimètre (hors effet périmètre de TGCC). Il s'agit de la croissance semestrielle la plus élevée durant les 3 dernières années. Plus en détails :

- 13 secteurs cotés, qui représentent 76% de la capitalisation du marché, ont connu une appréciation de leur niveau d'activité à savoir : Santé (+67%), BTP (+26%), Automobile (+21%), Industries & Services (+17%), Port (+15%), NTI (+13%), Grande Distribution (+12%), Financement (+12%), Ciment (+11%), Assurances (+9%), Banques (+8%), Agro-alimentaire (+4%) et Mines (+3%) ;
- Le secteur de l'Agriculture, qui pèse près de 1% dans la capitalisation, affiche des revenus quasi-stables (+0,3%) ;
- 3 secteurs cotés, dont la capitalisation représente près de 23% dans celle du marché, accusent un recul de leur CA. Il s'agit des secteurs Immobilier (-6%), Énergie (-4%) et Télécoms (-1%).

### MARCHÉ ACTIONS : CROISSANCE DES PRINCIPAUX SECTEURS COTÉS (%) Vs. POIDS DANS LA CAPITALISATION BOURSIÈRE



(1) En proforma, les revenus de TGCC affichent une hausse de 98,1 MDH

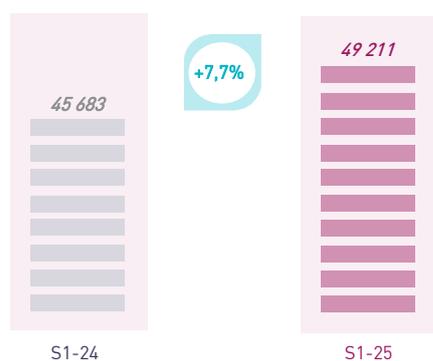
Sources : Communiqués de presse des sociétés cotées, BVC, Calculs AGR

## SECTEUR BANCAIRE : DES RÉALISATIONS QUI CONFORTENT NOTRE SCÉNARIO DE CROISSANCE EN 2025

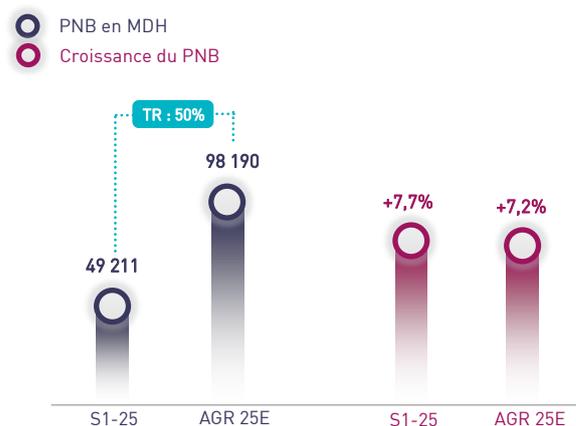
Lors de notre dernier rapport sur les banques cotées au Maroc, publié en juillet (*Cf. Rapport Secteur Bancaire-Juillet 2025*), nous avons révisé à la hausse nos prévisions de croissance du PNB consolidé des 7 banques cotées pour 2025E, passant de +5,6% initialement à +7,2%. Ainsi, les réalisations du secteur lors de ce premier semestre 2025 nous rassurent quant à la réalisation de notre scénario de croissance. Plus en détails, nous relevons les constats suivants :

- Les banques cotées affichent un PNB consolidé de 49,2 MMDH à fin juin 2025 contre 45,7 MMDH au S1-24, soit une progression de +7,7% ;
- Le taux de réalisation du PNB au terme de ce premier semestre ressort à 50% par rapport à une prévision annuelle du secteur pour 2025 de 98,2 MMDH.

### BANQUES COTÉES : PNB AGRÉGÉ AU S1-25 (MDH)



### BANQUES COTÉES : RÉALISATIONS VS. PRÉVISIONS AGR



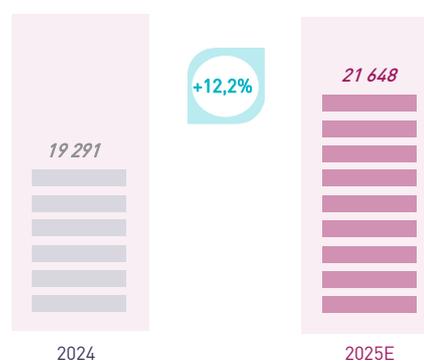
Les prévisions AGR concernant les principaux indicateurs financiers du secteur bancaire en 2025E sont les suivantes :

- Le coefficient d'exploitation devrait s'établir à 41,6% en 2025E, en baisse de -1,2 pts par rapport à 2024. À l'origine, une amélioration plus soutenue du PNB en comparaison aux frais de gestion ;
- Le coût du risque afficherait une hausse limitée à +0,7% et ce, compte tenu de l'amélioration attendue du contexte économique au Maroc, en Egypte et au Cameroun ;
- Le RNPG progresserait de +12,2% passant de 19.291 MDH en 2024 à 21.648 MDH en 2025E. Celui-ci devrait tirer profit de l'effet combiné de la dynamique du PNB et de la bonne maîtrise des frais de gestion et du coût du risque.

### BANQUES COTÉES : PRÉVISIONS AGR DU COEX & CDR



### BANQUES COTÉES : PRÉVISIONS AGR DU RNPG (MDH)



Sources : Calculs &amp; Estimations AGR


**RÉSULTATS TRIMESTRIELS**

		Chiffre d'Affaires/PNB			Chiffre d'Affaires/PNB			Chiffre d'Affaires/PNB		
En MDH		T1-25	T1-24	Var	T2-25	T2-24	Var	S1-25	S1-24	Var
Tel	Maroc Telecom	8 884	9 066	-2,0%	9 157	9 194	-0,4%	18 041	18 260	-1,2%
	Cosumar	2 667	2 439	9,3%	2 695	2 544	5,9%	5 362	4 983	7,6%
Agro-alimentaire	Lesieur Cristal	1 656	1 506	10,0%	1 168	1 205	-3,1%	2 824	2 711	4,2%
	SBM	351	362	-2,8%	830	756	9,8%	1 181	1 117	5,7%
	Oulmès	603	544	10,9%	885	778	13,8%	1 488	1 322	12,6%
	Mutandis	452	470	-3,8%	450	494	-8,9%	902	965	-6,5%
	Dari Couspate	192	222	-13,6%	185	179	3,5%	376	400	-6,0%
	Unimer	132	273	-51,6%	259	297	-12,8%	391	570	-31,4%
Banques	Attijariwafa bank	9 024	8 520	5,9%	8 671	8 502	2,0%	17 696	17 023	4,0%
	BCP	6 949	6 049	14,9%	6 967	6 789	2,6%	13 916	12 838	8,4%
	BOA	4 968	4 465	11,3%	5 519	5 106	8,1%	10 487	9 572	9,6%
	CIH Bank	1 300	1 123	15,8%	1 448	1 211	19,6%	2 748	2 333	17,8%
	BMCI	983	910	8,1%	1 007	977	3,0%	1 990	1 887	5,5%
	Crédit du Maroc	890	791	12,6%	885	815	8,5%	1 775	1 606	10,5%
	CFG Bank	303	208	45,7%	297	216	37,5%	600	424	41,5%
	Wafa Assurance	4 352	4 099	6,2%	3 530	3 051	15,7%	7 883	7 149	10,3%
Assurance	Sanlam Maroc	2 080	2 147	-3,1%	1 350	1 389	-2,8%	3 430	3 535	-3,0%
	AtlantaSanad	2 287	1 962	16,6%	1 376	1 133	21,4%	3 663	3 096	18,3%
	AFMA	92	86	6,7%	85	73	16,4%	177	159	11,3%
	Sonasis	1 551	1 249	24,2%	1 503	1 188	26,5%	3 054	2 437	25,3%
BTP	TGCC	1 845	1 709	8,0%	3 124	2 078	50,4%	5 531	3 902	41,7%
	Delta Holding	579	689	-16,0%	755	686	10,1%	1 333	1 375	-3,1%
	Jet Contractors	735	603	21,7%	789	777	1,6%	1 523	1 380	10,4%
	Aluminium du Maroc	300	264	13,6%	333	254	31,1%	633	518	22,2%
	SNEP	187	113	65,8%	173	144	20,5%	360	256	40,4%
Ciment	LafargeHolcim Maroc	2 048	1 884	8,7%	2 111	1 807	16,8%	4 159	3 691	12,7%
	Ciments du Maroc	992	870	14,0%	948	911	4,1%	1 939	1 781	8,9%
Immo	Addoha	722	689	4,8%	575	999	-42,4%	1 297	1 688	-23,2%
	Alliances	715	650	10,0%	618	559	10,6%	1 333	1 209	10,3%
	RDS	64	54	18,5%	106	38	178,9%	170	92	84,8%
Energie	TotalEnergies Marketing Maroc	3 892	4 230	-8,0%	3 652	4 232	-13,7%	7 544	8 462	-10,9%
	Taqi Morocco	2 943	2 959	-0,5%	2 437	2 692	-9,5%	5 379	5 651	-4,8%
	Afriquia Gaz	2 410	2 046	17,8%	2 290	2 183	4,9%	4 700	4 229	11,1%
Dis	Label Vie	4 158	3 825	8,7%	4 569	3 958	15,4%	8 727	7 783	12,1%
	Auto Hall	1 224	1 169	4,7%	1 470	1 261	16,6%	2 695	2 431	10,9%
Port	Auto Nejma	792	647	22,4%	1 002	643	55,8%	1 794	1 290	39,1%
	Marsa Maroc	1 280	1 140	12,3%	1 586	1 342	18,2%	2 842	2 482	14,5%
Mines	Managem	2 324	1 935	20,1%	2 098	2 473	-15,2%	4 422	4 408	0,3%
	SMI	302	251	20,3%	326	320	1,9%	628	571	10,0%
	CMT	169	140	20,7%	173	141	22,7%	343	281	22,1%
NTI	Disway	412	438	-5,9%	540	404	33,7%	952	842	13,1%
	HPS	309	288	7,2%	354	289	22,5%	663	578	14,7%
	S2M	70	58	21,0%	80	90	-12,1%	149	148	0,8%
	M2M Group	29	23	26,1%	32	31	3,2%	61	54	13,0%
Financement	Eqdom	140	130	7,7%	166	151	9,9%	306	281	8,9%
	Maghrebail	124	75	65,3%	91	122	-25,4%	215	197	9,1%
	Maroc Leasing	95	65	46,4%	76	62	23,0%	171	127	35,0%
	Salafin	94	93	0,8%	97	93	4,3%	191	186	2,7%
Santé	Akdital	940	611	53,8%	1 150	637	80,5%	2 089	1 249	67,3%
	Vicenne	NC	NC	-	305	201	51,7%	527	366	44,0%
Autres	CMGP Group	541	539	0,4%	579	577	0,3%	1 120	1 117	0,3%
	Ennaki Automobiles	338	439	-22,9%	612	529	15,7%	952	969	-1,8%
	Sothema	782	656	19,2%	767	673	14,0%	1 549	1 328	16,6%
	Risma	278	253	9,9%	375	344	9,0%	653	597	9,4%
	Promopharm	213	171	24,7%	226	244	-7,4%	438	414	5,8%
	CTM	332	159	108,8%	427	201	112,4%	758	360	110,6%
	Aradei Capital	150	146	2,7%	158	152	3,9%	308	298	3,4%
	Fenie Brossette	204	155	31,6%	170	188	-9,6%	374	344	8,7%
	SRM	52	35	50,0%	99	107	-6,8%	151	141	7,1%
	Stokvis Nord Afrique	41	29	41,4%	108	69	56,5%	149	98	52,0%
	Med Paper	19	22	-13,4%	23	27	-13,7%	42	49	-13,6%
	Maghreb Oxygène	69	71	-2,1%	85	78	9,1%	155	149	3,8%
	Afric Industries	11	10	9,7%	11	10	5,1%	21	20	7,4%
	Immorente Invest	20	18	11,6%	21	20	4,5%	41	38	8,1%
	Stroc Industrie	70	25	173,6%	73	24	208,4%	143	49	190,4%
	Balima	13	12	2,2%	13	12	3,6%	25	25	3,0%
	Zellidja	204	155	31,6%	170	188	-9,6%	374	343	9,0%
	Rebab Company	0,00	0,007	-100,0%	0,008	0,008	0,0%	0,015	0,015	0,0%

Sources : Communiqués de presse des sociétés cotées, Calculs 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.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

## ANALYST UEMOA

Oussama Boutabaa  
+212 5 22 49 14 82  
o.boutabaa@attijari.ma  
Casablanca

## SENIOR ANALYST

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

## FINANCIAL ANALYST

Ulderic 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 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  
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 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 différentes publications de Attijari Global Research sont préparées 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.

