

RESEARCH REPORT

EQUITY

JUILLET
2025

| MAROC | BILAN & PERSPECTIVES Secteur Bancaire

BANQUES COTÉES : UN NOUVEAU POTENTIEL DE HAUSSE SE LIBÈRE EN BOURSE EN 2025

- 02 | Recommandations
- 04 | Environnement macro-économique & sectoriel
- 09 | Réalisations des banques cotées en 2024
- 18 | Perspectives de croissance & multiples boursiers 2025E-2027E
- 21 | Fiches valeurs



Attijari
Global Research

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

RECOMMANDATIONS

Comme anticipé lors de notre dernier rapport ([Rapport Secteur Bancaire - Janvier 2025](#)), le secteur bancaire marocain continue d'enregistrer de nouveaux records historiques en 2024. Au niveau des **Emplois**, la dynamique d'investissement que connaît le Royaume a propulsé le poids des crédits à l'équipement dans la structure globale des crédits à 21%, soit un plus haut de 15 ans. Sur le plan des **Ressources**, les dépôts clientèle^[1] affichent leur plus forte croissance depuis 2009, soit de +9,6%, soutenue par les effets de l'amnistie fiscale de 2024. Dans ces conditions, le poids des RAV^[2] dans la structure des dépôts franchit pour la 1^{ère} fois la barre des 70,0%. Sur le volet de la **Rentabilité**, le ROE^[3] moyen du secteur dépasse, pour la 1^{ère} fois depuis 2014, le seuil de référence des 12,0%.

Au terme de l'exercice 2024, il est réconfortant de constater que le secteur bancaire coté enregistre des réalisations quasiment en ligne avec nos prévisions initiales. Les taux de réalisation annuels du PNB, du RBE et du RNPG ressortent à 101%, 101% et 100% respectivement. Plus en détails, le PNB agrégé du secteur progresse de +12,8% à 91,4 MMDH, porté par la bonne dynamique de l'ensemble des lignes de métier. Grâce à l'implémentation continue du digital et à la bonne gestion du coût du risque, le RNPG progresse de manière plus que proportionnelle de +27,0% à 19,3 MMDH.

En marge de notre exercice d'actualisation des valorisations fondamentales des banques cotées, nous ressortons avec une capitalisation cible du secteur bancaire de 379 MMDH contre 320 MMDH initialement^[3]. Celle-ci offre un potentiel d'appréciation de +18%. À cet effet, nous recommandons aux investisseurs de surpondérer la poche « Banques » au niveau de leurs portefeuilles en Bourse.

Notre avis positif vis-à-vis du secteur bancaire coté est soutenu par deux arguments :

- 1) La révision à la hausse des prévisions de croissance des bénéfices sur la période 2024-2027E, à travers un TCAM de +8,4%, ramènerait le P/E 27E^[3] du secteur à 13,0x. Un niveau offrant une décote de 24% par rapport à la moyenne LT du secteur bancaire, soit de 17,0x ;
- 2) Les hausses des cours des valeurs bancaires en Bourse sont historiquement précédées par un réajustement haussier de leur niveau de rentabilité financière. Le franchissement du secteur bancaire d'un nouveau palier de ROE en 2024, libère un nouveau potentiel de performance boursière en 2025E.

BANQUES COTÉES : VALORISATIONS FONDAMENTALES Vs. RECOMMANDATIONS

Valeurs	Cours ^[3]	TCAM 24-27E		Multiples 2027E ^[3]			Cours cibles AGR			Recommandation AGR
		PNB	RNPG	P/E (x)	D/Y(%)	ROE(%)	Ancien	Nouveau	Upside	
ATW bank ^[4]	725	5,9%	7,5%	13,2	3,0%	14,9%	-	-	-	-
BCP	315	5,0%	9,2%	11,8	4,1%	11,3%	325	391	+24%	ACHETER
BOA	268,85	4,9%	6,9%	13,8	3,7%	12,5%	225	300	+12%	ACHETER
CDM	1.030	7,5%	9,4%	11,5	5,6%	11,0%	1.253	1.285	+25%	ACHETER
CIH Bank	410,10	7,5%	12,3%	11,8	4,9%	11,6%	441	492	+20%	ACHETER
BMCi	579	5,0%	19,2%	14,0	5,2%	7,0%	779	700	+21%	ACHETER
CFG Bank	249,95	18,9%	18,8%	19,9	1,8%	17,7%	246	287	+15%	ACHETER
Secteur	-	5,7%	8,4%	13,0x	3,6%	12,9%	-	-	+18%	-

[1] Dépôts sur la clientèle (Base GPBM) [2] Ressources à vue (Base GPBM) [3] Cours arrêtés au 18/07/2025 [4] Pas de recommandation en raison des liens capitalistiques entre AGR et Attijariwafa bank

SOMMAIRE

I. ENVIRONNEMENT MACRO-ÉCONOMIQUE & SECTORIEL

- A. Révision à la hausse de la croissance économique nationale en 2025E
- B. Le super cycle d'investissement du Maroc dynamise la croissance des crédits
- C. Un environnement des taux, favorable à l'accélération des crédits bancaires
- D. Le poids des dépôts non rémunérés franchit pour la 1^{ère} fois la barre des 70%

II. RÉALISATIONS DES BANQUES COTÉES EN 2024

- A. Résultats agrégés des banques cotées : Annuels 2024 Vs. T1-2025
- B. Des réalisations 2024 en ligne avec nos prévisions de croissance
- C. Une forte croissance du PNB... tirée par la performance des activités de marché
- D. Le COEX du secteur bancaire coté atteint un plus bas historique
- E. Amélioration du taux de contentieux après quatre années de dégradation
- F. Hausse du coût du risque tirée par la nouvelle politique du Groupe BCP en la matière
- G. Une rentabilité financière du secteur qui franchit nouveau palier
- H. Un dividende en nette progression..., soutenu par la croissance des bénéfices

III. PERSPECTIVES DE CROISSANCE & MULTIPLES BOURSIERS 2025E-2027E

- A. Révision à la hausse des prévisions de croissance sur la période 2025E-2027E
- B. Des valorisations en nette amélioration grâce à la force de la croissance

IV. FICHES VALEURS

- A. ATW bank : un groupe au cœur de la nouvelle dynamique d'investissement du Maroc
- B. BCP : franchissement de la barre des 5,0 MMDH de bénéfices dès 2026E
- C. BOA : une activité soutenue par le financement des projets d'infrastructure
- D. CIH Bank : les 1,0 MMDH de bénéfices en ligne de mire pour 2025E
- E. BMCI : dans l'attente d'une meilleure optimisation du COEX
- F. CDM : le meilleur couple « rendement-croissance » du secteur bancaire
- G. CFG Bank : Une montée en charge de l'activité toujours importante sur le MT

VI. ANNEXES

- A. Annexe 1 : Indicateurs au T1-2025
- B. Annexe 2 : Croissance au T1-2025
- C. Annexe 3 : Taux de réalisation - Prévisions annuelles 2025E Vs. Réalisations du T1-2025



PARTIE I

ENVIRONNEMENT MACRO-ÉCONOMIQUE & SECTORIEL



RÉVISION À LA HAUSSE DE LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE NATIONALE EN 2025E



LE SUPER CYCLE D'INVESTISSEMENT DU MAROC DYNAMISE LA CROISSANCE DES CRÉDITS



UN ENVIRONNEMENT DES TAUX, FAVORABLE À L'ACCÉLÉRATION DES CRÉDITS BANCAIRES



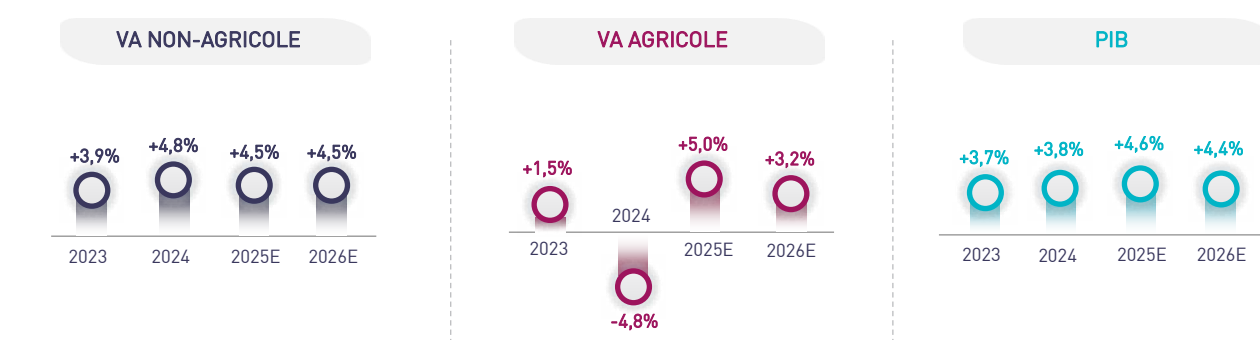
LE POIDS DES DÉPÔTS NON RÉMUNÉRÉS FRANCHIT POUR LA 1^{ÈRE} FOIS LA BARRE DES 70%

RÉVISION À LA HAUSSE DE LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE NATIONALE EN 2025E

Selon les dernières prévisions de Bank Al-Maghrib, la croissance économique devrait s'accélérer en 2025E à +4,6% après +3,8% en 2024. Cette évolution est nettement supérieure aux prévisions communiquées en mars dernier qui anticipaient une croissance de +3,9% pour l'année 2025E.

À l'origine de ce scénario, une révision à la hausse de la croissance de la VA non agricole à 4,5% contre 4,0%. Celle-ci est soutenue par les grands chantiers d'infrastructure et la dynamique de l'activité touristique. Aussi, la croissance de la VA agricole a été revue à la hausse, soit à +5,0% contre +2,5% initialement et -4,8% en 2024. Cette hypothèse tient compte d'une production céréalière de 44 MQx contre 35 MQx initialement prévu, en hausse de +41,0% par rapport à la campagne précédente. En 2026E, la croissance économique devrait se consolider à +4,4% traduisant le retour à la normale de la récolte céréalière autour d'une moyenne de 50 MQx.

MAROC : CROISSANCE DES PRINCIPAUX AGRÉGATS ÉCONOMIQUES 2022-2025E

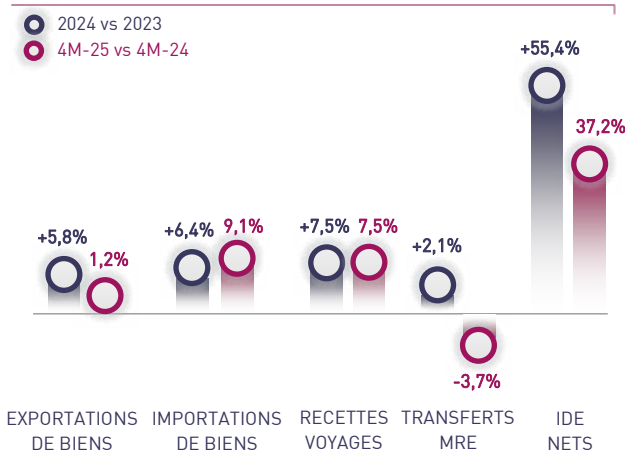


Après une quasi-stagnation en 2023, les échanges extérieurs se redressent en 2024 à travers des exportations en hausse de +5,8% à 455 MMDH et des importations en hausse de +6,4% à 761 MMDH. Malgré l'allègement de la facture énergétique de -6,5% à 114 MMDH, la hausse des importations est portée par les Biens d'Équipement, les PF⁽¹⁾ de consommation et les Demi-Produits. Les exportations sont tirées par la bonne dynamique des ventes des Phosphates du secteur Automobile.

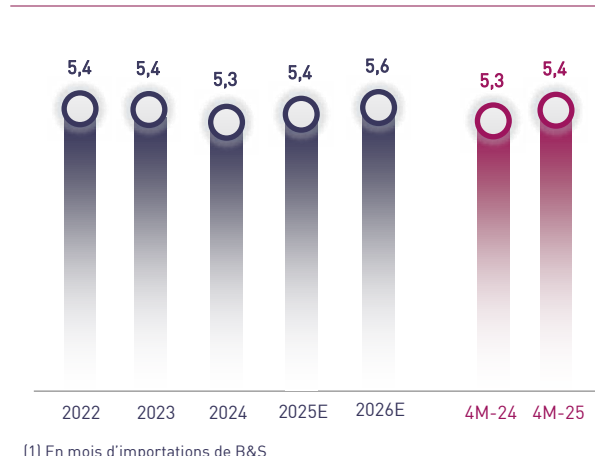
Au terme de l'année 2024, le déficit commercial s'est alourdi de +7,3% à 307 MMDH. Les recettes voyages s'améliorent de +7,5% à 11,0 MMDH grâce à des arrivées touristiques records, soit plus de 17,4 Mn de visiteurs sur la même année. Les transferts MRE maintiennent leur cap haussier à plus de 117 MMDH, soit une croissance de +2,1%. Pour sa part, le flux net des IDE ressort à 17,2 MMDH en hausse de +55,4%. Au final, les Avoirs Officiels de Réserve de Bank Al-Maghrib ressortent à 375 MMDH couvrant plus de 5 mois d'importations de Biens & Services à fin 2024.

À fin avril 2025, les échanges de biens poursuivent leur progression (+1,2% pour les exportations à 154,1 MMDH et +9,1% pour les importations à 263,0 MMDH) et le déficit commercial se creuse de +20,0% à 109 MMDH. Les recettes voyages progressent de +7,5% à 34,4 MMDH tandis que les transferts MRE se replient de -3,7% à 35,9 MMDH. Le flux net des IDE affiche une performance de +37,2% à 11,1 MMDH. Dans ces conditions, les Avoirs Officiels de Réserve de Bank Al-Maghrib ressortent à 390,7 MMDH couvrant plus de 5 mois d'importations de Biens & Services à fin avril 2025.

ÉCHANGES EXTÉRIEURS: 2024/2023 & 4M-25/4M-24



AVOIRS OFFICIELS DE RÉSERVE⁽¹⁾ 2022-2026E



(1) Produits finis

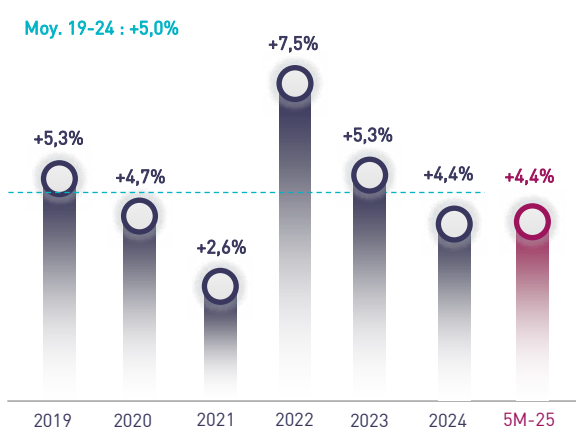
Sources : Rapport de politique monétaire de Bank Al-Maghrib du T1-2025 et du T2-2025, Calculs AGR

LE SUPER CYCLE D'INVESTISSEMENT DU MAROC DYNAMISE LA CROISSANCE DES CRÉDITS

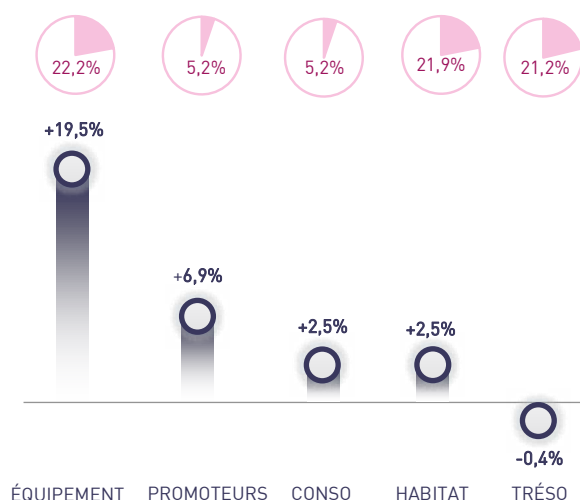
À fin mai 2025, les crédits bancaires progressent de +4,4% en glissement annuel à 1.145 MMDH (+48,0 MMDH). Cette évolution demeure en ligne avec celle de 2024, portée par le super cycle d'investissement que connaît le Maroc :

- Les **crédits à l'équipement** s'accroissent de +19,5% à 253,6 MMDH (+41,3 MMDH) après +17,9% en 2024 et +12,9% en 2023. Les crédits à l'équipement confirment leur reprise de +6,2% entamée en 2022 après 2 années successives de baisse durant 2020-2021. Les secteurs Industries, Energies et BTP ont contribué positivement à cette dynamique de croissance ;
- Les **crédits promoteurs** s'accroissent de +6,9% à 59,5 MMDH (+3,9 MMDH), soit la plus forte hausse depuis 2017. Cette croissance confirme la reprise entamée en 2024 (+5,7%) après une baisse cumulée de -8,8% sur la période 2020-2023. 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 à compter de 2024. Après un repli sensible 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 +39,6% au terme de l'année 2024.
À noter que ce programme a suscité un vif intérêt auprès des Marocains résidant à l'étranger qui représentent près de 25% du total des bénéficiaires dont le nombre s'élève à 54.000 à fin juin 2025 ;
- Les **crédits à la consommation** enregistrent une hausse de +2,5% à 59,8 MMDH (+1,4 MMDH) et ce, après +1,3% en 2023. Cette croissance est nettement inférieure à la moyenne annuelle de +5,1% observée sur la période 2015-2019. À l'origine, les impacts long terme de la crise sanitaire et de la période inflationniste, qui pèsent sur le moral et la capacité d'endettement des ménages. À cet effet, l'indice de confiance des ménages du HCP ressort à des plus bas de 46,6 pts au T1-25 contre une moyenne 2018-2019 (Pré-Covid) de 80,4 pts ;
- Les **crédits à l'habitat** affichent une reprise de +2,5% à 251,1 MMDH (+6,1 MMDH) après une phase de décélération de la croissance durant la période 2021-2024. Ce retour de dynamisme est soutenu par les retombées positives du Programme d'Aide Directe au Logement. À noter que ce niveau de croissance est en deçà de la moyenne 10 ans observée durant la période 2015-2024, soit de +3,9%. La reprise des mises en chantier à compter de 2023 ainsi que l'assouplissement monétaire de BAM devrait soutenir la reprise des crédits à l'habitat en 2025E. À noter que le TD de BAM affiche une baisse cumulée de -75 PBS depuis juin 2024 pour s'établir à 2,25% en mars 2025 ;
- Les **crédits de trésorerie** se stabilisent autour des 243,2 MMDH (-0,4%). Le manque de dynamisme de ce segment s'expliquerait par un effet de normalisation des niveaux de BFR des entreprises au Maroc dans un contexte marqué par la détente continue des prix des matières premières à l'internationale. À titre indicatif, le prix du baril de Brent est passé d'une moyenne de 99,0 \$ en 2022 à 79,9 \$ en 2024 puis à 71,0 \$ durant les 5 premiers mois de 2025.

MAROC : CROISSANCE DES CRÉDITS BANCAIRES (BAM)



CROISSANCE PAR CATÉGORIE À FIN MAI 2025



Poids par catégorie de crédit dans les crédits bancaires à fin mai 2025

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

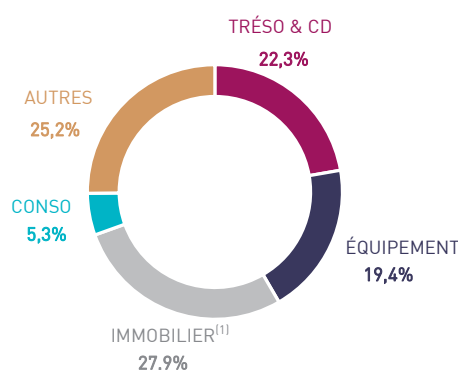
Ce rapport est destiné aux clients Attijari Global Research - À usage interne

UN ENVIRONNEMENT DES TAUX, FAVORABLE À L'ACCÉLÉRATION DES CRÉDITS BANCAIRES

La dynamique des crédits bancaires à fin mai 2025 s'est traduite par une légère évolution de leur structure avec des variations comprises entre -1,4 pts et +2,8 pts. Plus en détails, nous relevons les constats suivants :

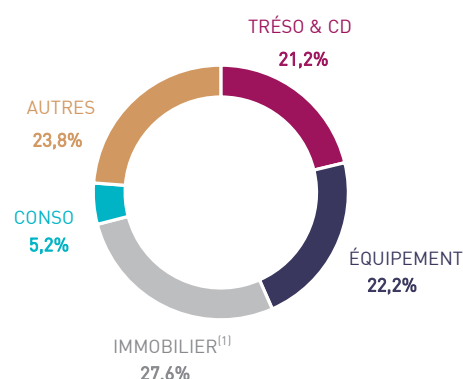
- Le poids des **crédits à l'équipement** gagne +2,8 pts passant de 19,4% à fin mai 2024 à 22,2% à fin mai 2025, soit le plus haut historique. Cette progression s'est opérée principalement au détriment des **crédits de trésorerie** perdent -1,0 pt passant de 22,3% à 21,2% et des **Autres crédits** qui perdent -1,4 pts passant de 25,2% à 23,8% ;
- Le poids des **crédits immobiliers** recule de -0,3 pt passant de 27,9% à 27,6% et celui des **crédits à la consommation** baisse légèrement de -0,1 pt passant de 5,3% à 5,2% et durant la période étudiée.

MAROC : STRUCTURE DES CRÉDITS BANCAIRES 5M-24



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

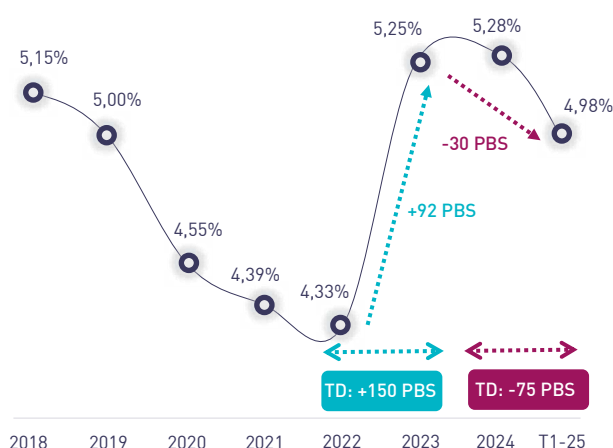
MAROC : STRUCTURE DES CRÉDITS BANCAIRES 5M-25



Les conditions de financement de l'économie, principalement celles afférentes au Trésor demeurent avantageuses. La baisse des Taux obligataires se poursuit durant cette première période de l'année 2025. Rappelons que Bank Al-Maghrib a décidé de maintenir inchangé son TD à 2,25% lors de sa 2^{ème} réunion de politique monétaire de l'année 2025 et ce, après deux baisses successives en décembre 2024 et en mars 2025 de -25 PBS chacune. Une orientation soutenue par un contexte désinflationniste au Maroc. En effet, l'inflation au Maroc ressort à +0,7% en avril et à +0,4% en mai bien en dessous de l'objectif de stabilité des prix fixé à 2,0%. Parallèlement, l'inflation sous jacente confirme à son tour cette tendance en s'établissant en dessous des 1,1% en mai 2025.

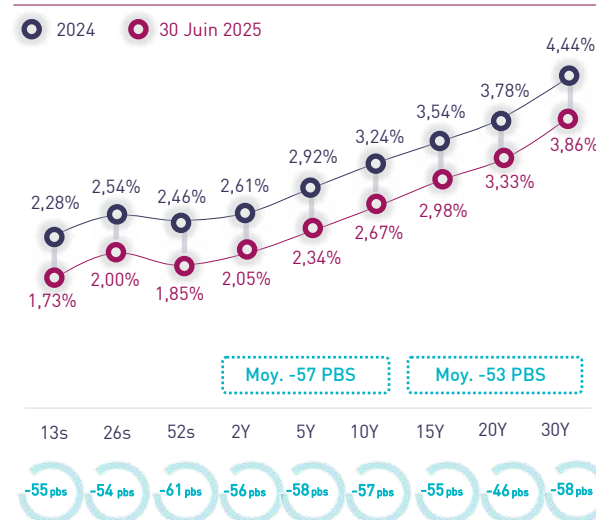
Les Taux débiteurs continuent d'intégrer la baisse cumulée du TD de -75 PBS depuis juin 2024. Ces derniers affichent un repli de -45 PBS à 4,98% au T1-25 et ce, depuis le démarrage du cycle accommodant de Bank Al-Maghrib. Les crédits bancaires⁽²⁾ devraient afficher une nette accélération de +6,2% et +6,1% respectivement en 2025E et 2026E.

MAROC : TAUX D'INTÉRÊT DÉBITEURS⁽²⁾



(2) Moyenne annuelle des taux moyens pondérés débiteurs trimestriels de BAM

MAROC : COURBE OBLIGATAIRE PRIMAIRE



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

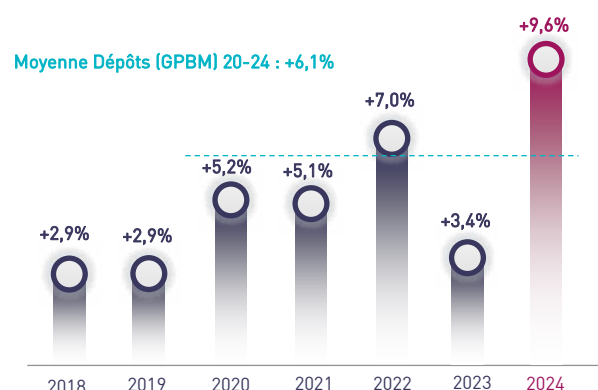
LE POIDS DES DÉPÔTS NON RÉMUNÉRÉS FRANCHIT POUR LA 1^{ÈRE} FOIS LA BARRE DES 70%

Sur une base sociale, les dépôts clientèle progressent de +9,6% en glissement annuel à fin 2024 à 1.279 MMDH, soit +111,8 MMDH. Il s'agit de la plus forte croissance des dépôts au Maroc observée au cours des 15 dernières années.

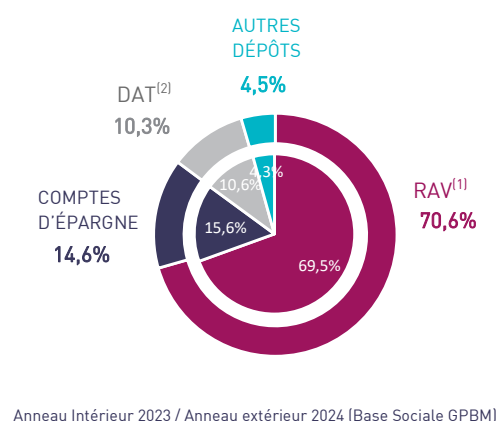
La hausse des dépôts en 2024 est portée par les RAV⁽¹⁾ qui progressent de +11,3% à 900,9 MMDH, soit de +91,8 MMDH, profitant des dépôts additionnels générés par l'opération d'amnistie fiscale. Pour leur part, les dépôts rémunérés augmentent à un rythme moins important de +5,6% à 375,7 MMDH, soit un surplus de +20,0 MMDH.

Au final, le poids des RAV⁽¹⁾ se renforce dans la structure des dépôts de +1,1 pts passant de 69,5% en 2023 à 70,6% en 2024. Cette évolution s'est opérée au détriment des comptes d'épargne dont le poids baisse de -1,0 pt à 14,6% et des DAT⁽²⁾ dont le poids continue de reculer de -0,3 pt à 10,3%. Le poids des RAV⁽¹⁾ dans le total des dépôts enregistre ainsi un nouveau plus haut historique au titre de l'année 2024.

MAROC : CROISSANCE DES DÉPÔTS CLIENTÈLE (GPBM)



MAROC : STRUCTURE DÉPÔTS CLIENTÈLE 2024 VS. 2023

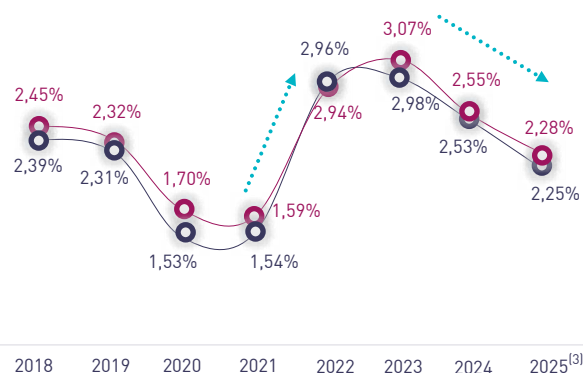


Le mouvement d'aplatissement de la courbe obligataire depuis le début de l'année pourrait s'accélérer davantage durant le second semestre 2025. Un scénario soutenu par l'ajustement mécanique des taux courts face aux anticipations de baisse de TD et de la relative inertie des taux longs dans un contexte de faible inflation.

Cette tendance baissière des Taux serait soutenue par les facteurs suivants: (1) La baisse des exigences de rentabilité des investisseurs dans un contexte de reflux des pressions inflationnistes. Ainsi, l'inflation a été revue à la baisse pour la 5^{ème} fois consécutive à 1,0% pour 2025, (2) Une bonne maîtrise de l'Offre du Trésor sur le marché intérieur tenant compte de la récente sortie à l'international et d'une situation confortable des finances publiques et enfin, (3) Une anticipation de la poursuite de la politique accommodante en 2025.

MAROC : RENDEMENTS DES BDT (SECONDAIRES)

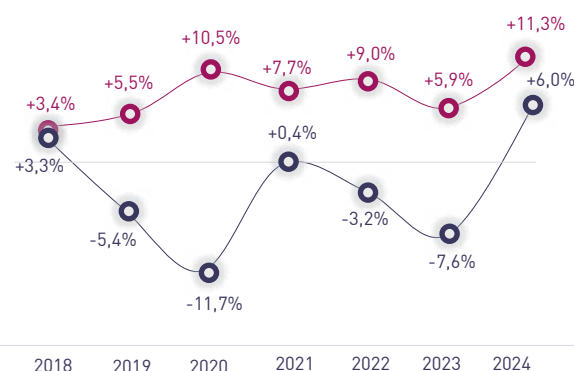
- Taux BDT 52 semaines
- Taux BDT 26 semaines



(3) Données arrêtées au 30/06/2025

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

- Croissance annuelle des RAV
- Croissance annuelle des DAT



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

Sources : 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 : ANNUELS 2024 VS. T1-2025



DES RÉALISATIONS 2024 EN LIGNE AVEC NOS PRÉVISIONS DE CROISSANCE



UNE FORTE CROISSANCE DU PNB... TIRÉE PAR LA PERFORMANCE DES ACTIVITÉS DE MARCHÉ



LE COEX DU SECTEUR BANCAIRE COTÉ ATTEINT UN PLUS BAS HISTORIQUE



AMÉLIORATION DU TAUX DE CONTENTIEUX APRÈS QUATRE ANNÉES DE DÉGRADATION



HAUSSE DU COÛT DU RISQUE TIRÉE PAR LA NOUVELLE POLITIQUE DU GROUPE BCP EN LA MATIÈRE



UNE RENTABILITÉ FINANCIÈRE DU SECTEUR QUI FRANCHIT NOUVEAU PALIER



UN DIVIDENDE EN NETTE PROGRESSION..., SOUTENU PAR LA CROISSANCE DES BÉNÉFICES

RÉSULTATS AGRÉGÉS DES BANQUES COTÉES : ANNUELS 2024 VS. T1-2025

En 2024, le secteur bancaire coté affiche un PNB agrégé de 91,6 MMDH (+10,4 MMDH) en hausse de +12,8% :

- ⇒ La **marge d'intérêt** s'améliore de +6,3% (+3,3 MMDH) grâce à un effet volume positif avec une légère amélioration de la marge d'intermédiation. À noter que les crédits consolidés du secteur coté progressent de +4,6% en 2024 ;
- ⇒ La **marge sur commissions** progresse de +5,6% (+880 MDH) soutenue par la montée en charge des activités du commerce international, des filiales spécialisées et de l'usage croissant des services digitaux par les clients ;
- ⇒ Les **activités de marché**⁽¹⁾ enregistrent une forte hausse de +48,3% (+6,2 MMDH) après +51,7% en 2023. À l'origine, un contexte de Taux favorable conjugué à la poursuite de l'amélioration de l'activité change.

L'optimisation continue des coûts grâce au Digital Banking conjuguée à la bonne dynamique du PNB (+12,8%) a permis la baisse du **coefficient d'exploitation**⁽²⁾ de -4,5 pts à 42,8%. Le **coût du risque** augmente de +9,8% en 2024 et ce, après +24,6% en 2023 sous l'effet de la dégradation du risque souverain en Afrique. Au final, les banques cotées affichent un RNPG en hausse de +27,0% à 19,3 MMDH en 2024, offrant un ROE⁽³⁾ élevé de 12,3%.

À fin mars 2025, les réalisations des banques cotées⁽⁴⁾ maintiennent leur tendance haussière de fond, à travers un PNB en hausse de +10,3% et un RNPG en amélioration +18,7% à 5,6 MMDH. Des réalisations portées par la solide performance des **activités de marché**⁽¹⁾ dans un contexte de Taux toujours favorable.

BANQUES COTÉES⁽⁴⁾ : COMPTE DE RÉSULTAT AGRÉGÉ 2023-2024 (BASE CONSOLIDÉE)

Rubrique (en MDH)	2023 ⁽⁵⁾	2024	VAR 2024/2023 ⁽⁵⁾	T1-24	T1-25	VAR T1-25/T1-24
PRODUIT NET BANCAIRE	81 181	91 608	+12,8%	21 857	24 115	+10,3%
Frais de gestion	38 421	39 189	+2,0%	9 330	9 588	+2,8%
Coefficient d'exploitation	47,3%	42,8%	-4,5 pts	42,7%	39,8%	-2,9 pts
RÉSULTAT BRUT D'EXPLOITATION	42 759	52 419	+22,6%	12 527	14 526	+16,0%
Coût du risque de crédit	14 483	15 905	+9,8%	3 711	3 924	+5,7%
Taux du Coût du risque de crédit (PBS) ⁽⁶⁾	120	126	+6 PBS	136	137	+2 PBS
RÉSULTAT D'EXPLOITATION	28 277	36 513	+29,1%	8 816	10 602	+20,3%
Autres produits et charges	291	293	+0,9%	57	203	+256,3%
RÉSULTAT AVANT IMPÔTS	28 568	36 807	+28,8%	8 873	10 805	+21,8%
Impôts sur les bénéfices	9 669	12 860	+33,0%	3 160	4 039	+27,8%
RÉSULTAT NET	18 899	23 947	+26,7%	5 713	6 766	+18,4%
Intérêts minoritaires	3 703	4 656	+25,7%	960	1 125	+17,2%
RÉSULTAT NET PART DU GROUPE	15 196	19 291	+27,0%	4 753	5 641	+18,7%
Capitaux Propres - Part du Groupe	145 961	157 309	+7,8%	144 295	155 496	+7,8%
ROE ⁽³⁾	10,4%	12,3%	+1,9 pts	13,2%	14,5%	+1,3 pts

Au titre de l'exercice 2024, les banques cotées ont maintenu leur effort de distribution à travers une hausse du dividende de +17,1% à 9,6 MMDH. Une évolution justifiée par la solide progression des bénéfices dans un contexte où le payout moyen du secteur se maintient au-dessus des 70%. Le D/Y 24 moyen du secteur coté s'élève à 3,7%, supérieur de +90 PBS par rapport au rendement benchmark des taux BDT 5 ans.

BANQUES COTÉES : INDICATEURS RELATIFS À LA POLITIQUE DE DIVIDENDE

Rubrique (en MDH)	2022	2023	2024	VAR 23/22	VAR 24/23
RÉSULTAT SOCIAL	9 375	10 760	13 238	+14,8%	+23,0%
Dividendes	7 586	8 225	9 630	+8,4%	+17,1%
PAYOUT SECTEUR	81%	76%	73%	-4%	-4%
Capitalisation du secteur	187 722	224 557	260 597	19,6%	16,0%
D/Y SECTEUR	4,0%	3,7%	3,7%	-0,4%	0,0%
D/Y Marché Actions	3,3%	3,5%	2,9%	+0,2%	-0,6%
Taux BDT 5 ans	2,9%	3,5%	2,8%	+0,6%	-0,7%

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

(2) Le COEX 2023 intègre une contribution au Fonds Spécial dédié à la gestion du séisme d'Al-Haouz estimée à 900 MDH

(3) RNPG agrégé annualisé / Capitaux Propres Part du Groupe (fin de période)

(4) Périmètre des banques cotées hors CFG Bank au T1-24 et T1-25

(5) Les résultats 2023 intègrent le don au Fonds Spécial Séisme estimé à 900 MDH des banques cotées

(6) Coût du risque agrégé annualisé rapporté aux Créances brutes sur la clientèle en 2023 et 2024 et aux Créances nettes sur la clientèle au T1-24 et T1-25

Sources : Etats Financiers Consolidés, Calculs & Estimations AGR

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

DES RÉALISATIONS 2024 EN LIGNE AVEC NOS PRÉVISIONS DE CROISSANCE

Au terme de 2024, le secteur bancaire coté affiche des réalisations quasiment alignées sur nos prévisions de croissance publiées lors de notre dernier rapport ([Rapport Secteur Bancaire - Janvier 2025](#)) :

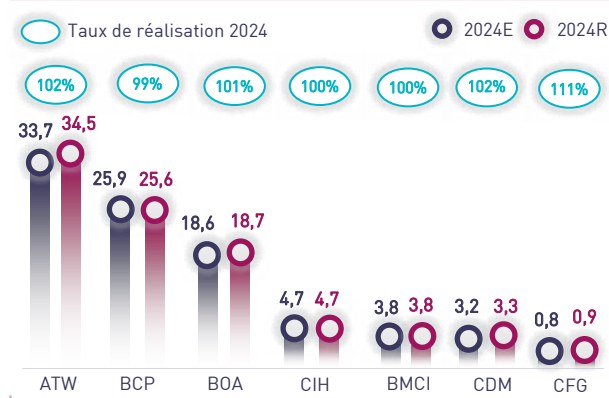
- ⇒ Le **PNB** du secteur progresse de +12,8% à 91,6 MMDH contre une prévision AGR de +11,9% à 90,8 MMDH. Il s'agit d'un taux de réalisation de 101%. Cette surperformance est justifiée par un comportement meilleur que prévu de la **marge d'intérêt** grâce à un « effet taux » positif ;
- ⇒ Le **COEX** ressort à 42,8% quasiment en ligne avec notre prévision de 42,7%. Le **CDR** affiche une hausse de +9,8% à 15,9 MMDH en ligne avec notre prévision de 16,0 MMDH, soit un **taux de CDR**⁽¹⁾ de 126 PBS contre une prévision initiale de 127 PBS ;
- ⇒ Le **RNPG** du secteur bancaire coté ressort en hausse de +27,0% à 19,3 MMDH identique à notre prévision publiée initialement.

BANQUES COTÉES : RÉSULTATS 2024 (BASE CONSOLIDÉE) VS. PRÉVISIONS AGR 2024E

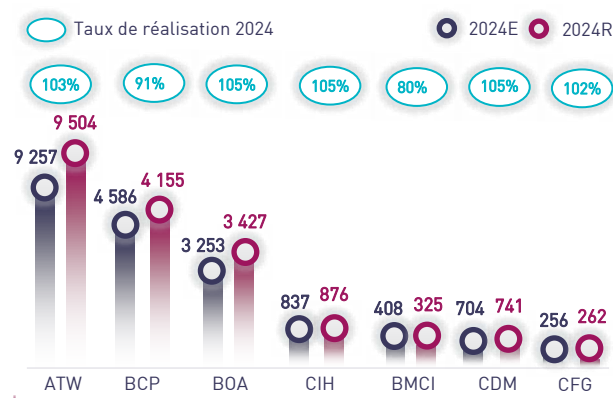
Rubrique (en MDH)	2023 ⁽³⁾	2024	VAR 2024/2023 ⁽³⁾	2024E	VAR AGR 2024E/2023 ⁽³⁾	TR 2024
PRODUIT NET BANCAIRE	81 181	91 608	+12,8%	90 810	+11,9%	101%
Marge d'intérêt	52 629	55 970	+6,3%	55 331	+5,1%	101%
Marge sur commissions	15 693	16 573	+5,6%	16 382	+4,4%	101%
Activités de marchés et Autres ⁽²⁾	12 859	19 065	+48,3%	19 097	+48,5%	100%
FRAIS DE GESTION	38 421	39 189	+2,0%	38 808	+1,0%	101%
Coefficient d'exploitation	47,3%	42,8%	-4,5 pts	42,7%	-4,6 pts	-
RÉSULTAT BRUT D'EXPLOITATION	42 759	52 419	+22,6%	52 002	+21,6%	101%
Coût du risque de crédit	14 483	15 905	+9,8%	15 999	+10,5%	99%
Taux du Coût du risque de crédit (PBS) ⁽¹⁾	120	126	+6 PBS	127	+7 PBS	-
RÉSULTAT NET PART DU GROUPE	15 196	19 291	+27,0%	19 302	+27,0%	100%
Dividendes distribués	8 225	9 630	+17,1%	8 787	+6,8%	110%
PAYOUT (BASE SOCIALE)	76%	73%	-4%	64%	-12%	-

- **Au niveau du PNB**, l'ensemble des banques cotées affichent des réalisations 2024 supérieures ou en ligne avec nos prévisions, à l'exception de BCP. Une situation justifiée par des prévisions relativement optimistes concernant les activités de marché de la banque ;
- **Au niveau de la capacité bénéficiaire**, l'ensemble des banques cotées affiche des réalisations 2024 supérieures à nos prévisions, à l'exception de BCP ([Research Paper-BCP-Résultats T1-25](#)) et BMCI ([Research Paper-BCP-Résultats 2024](#)). Un décalage justifié par la hausse plus importante que prévu du CDR et de la composante IS .

BANQUES COTÉES : PNB CONSOLIDÉ 2024R VS. 2024E



BANQUES COTÉES : RNPG CONSOLIDÉ 2024R VS. 2024E



(1) Coût du risque agrégé annualisé rapporté aux Créances brutes sur la clientèle (en fin de période)

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

(3) Les résultats 2023 intègrent le don au Fonds Spécial Séisme estimé à 900 MDH pour les banques cotées

Sources : Etats Financiers Consolidés, Calculs & Estimations AGR

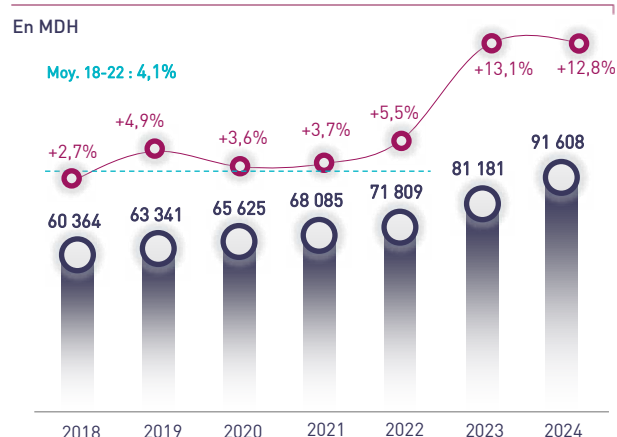
Ce rapport est destiné aux clients Attijari Global Research - À usage interne

UNE FORTE CROISSANCE DU PNB... TIRÉE PAR LA PERFORMANCE DES ACTIVITÉS DE MARCHÉ

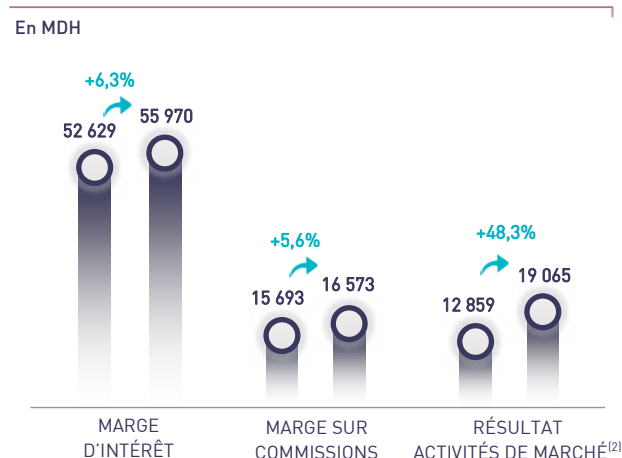
En 2024, le PNB agrégé des banques cotées progresse de +12,8% à 91,6 MMDH. Après une hausse de +13,1% en 2023, cette croissance, largement au-dessus du TCAM 18-22 (+4,1%), est portée par les activités de marché. Plus en détails :

- **Marge d'intérêt** : Principal contributeur aux revenus du secteur bancaire coté avec un poids de 61,1% dans le PNB et une progression de +6,3% (+3,3 MMDH). Cette évolution s'explique par un effet volume tiré par les crédits à l'équipement. La marge d'intermédiation⁽¹⁾, quant à elle, s'améliore légèrement de +8,0 PBS à 4,82% ;
- **Marge sur commissions** : Une amélioration de +5,6% en 2024 (+880 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**⁽²⁾ : Le résultat des activités de marché⁽²⁾ augmente de +48,3% (+6,2 MMDH) après une croissance de +51,7% une année auparavant. À l'origine, la performance du portefeuille de Taux qui a bénéficié de cycle monétaire accommodant de BAM, soit 2 décisions de baisses du TD de -25 PBS chacune en 2024. Aussi, l'augmentation des volumes de change des clients Corporate, de plus en plus impactés par la hausse de la volatilité des devises, a soutenu les résultats de l'activité Change au Maroc.

BANQUES COTÉES : PNB AGRÉGÉ (BASE CONSOLIDÉE)



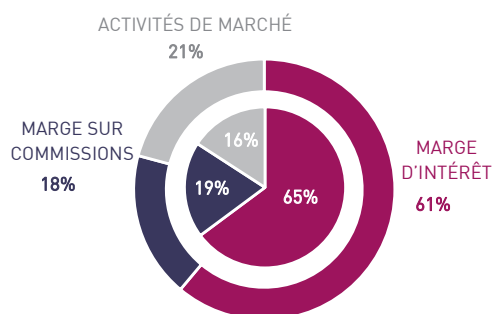
BANQUES COTÉES : VENTILATION DE LA CROISSANCE



Les 3 grandes banques universelles à savoir ATW bank, BCP et BOA, affichent des croissances respectives de +15,2%, +12,4% et +10,4%. Des performances portées par le résultat des activités de marché⁽²⁾. CIH, BMCI et CDM affichent des croissances respectives de +6,1%, +10,2% et +12,9% principalement grâce à l'appréciation de la marge d'intérêt. Plus en détails, BMCI a bénéficié d'une amélioration de la marge d'intermédiation⁽¹⁾ tandis que CIH et CDM ont profité d'un effet volume. En tant que nouvelle banque « challenger », CFG Bank maintient une croissance élevée de +43,2%.

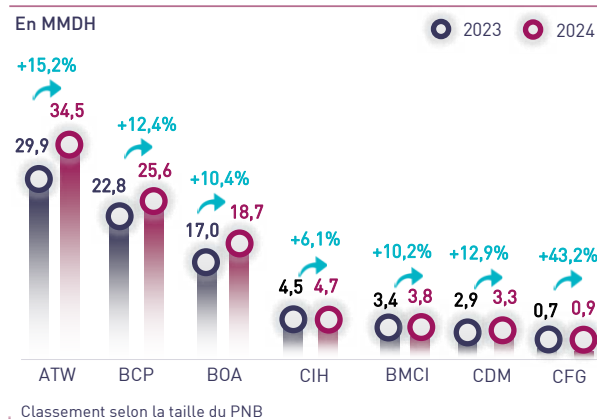
La contribution du résultat des activités de marché⁽²⁾ se renforce dans la structure du PNB des banques cotées de +5,0 pts passant de 15,8% en 2023 à 20,8% en 2024. Une montée en charge qui s'est opérée au détriment du poids de la marge d'intérêt (-3,7 pts à 61,1%) et de la marge sur commissions (-1,2 pts à 18,1%). La quote-part des activités de marché⁽²⁾ dans le PNB des banques cotées, dépasse pour la 1^{ère} fois celui de la marge sur commissions en 2024. Cette activité devient ainsi le 2^{ème} contributeur au PNB du secteur bancaire coté après la marge d'intérêt.

BANQUES COTÉES : STRUCTURE DU PNB 2024 VS. 2023



Anneau Intérieur 2023 / Anneau extérieur 2024 (Base Consolidée)

BANQUES COTÉES : ÉVOLUTION DU PNB CONSOLIDÉ



(1) Marge d'intérêt rapportée aux prêts et créances sur la clientèle (Base consolidée)

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

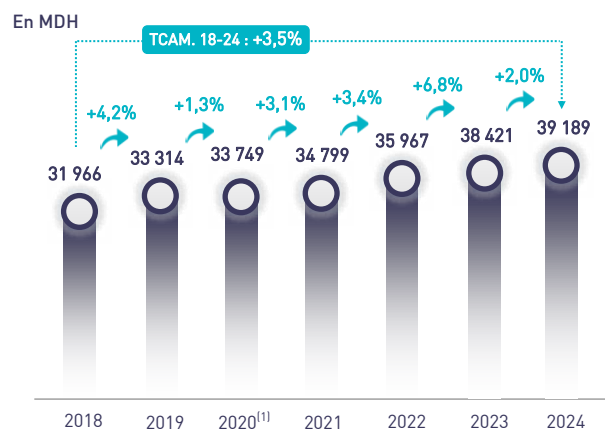
Sources : Etats Financiers Consolidés, Calculs & Estimations AGR

LE COEX DU SECTEUR BANCAIRE COTÉ ATTEINT UN PLUS BAS HISTORIQUE

Depuis 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 du PNB sur la période 2023-2024, soit d'en moyenne +12,9% par an :

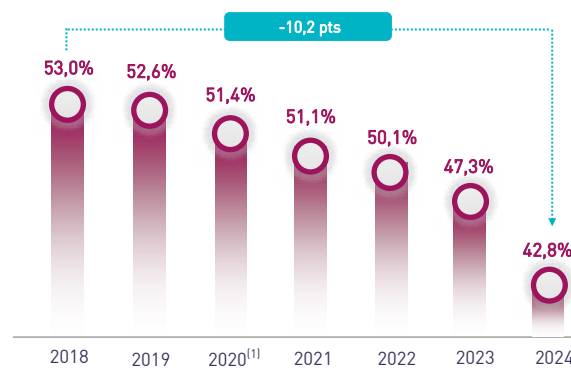
- Les frais de gestion récurrents affichent une croissance maîtrisée d'en moyenne +3,5% entre 2018 et 2024. Il s'agit d'une variation 2 fois inférieure à celle du PNB qui ressort à +7,3% durant la même période ;
- Le coefficient d'exploitation récurrent poursuit sa tendance baissière de fond, passant d'un plus haut de 53,0% en 2018 à 42,8% en 2024, soit un plus bas historique de plus de 10 ans. Il s'agit d'une baisse cumulée considérable de -10,2 pts sur une période de 6 ans allant de 2018 à 2024.

BANQUES COTÉES : FRAIS DE GESTION CONSOLIDÉS



(1) Hors don Covid-19

BANQUES COTÉES : COEFFICIENT D'EXPLOITATION⁽²⁾

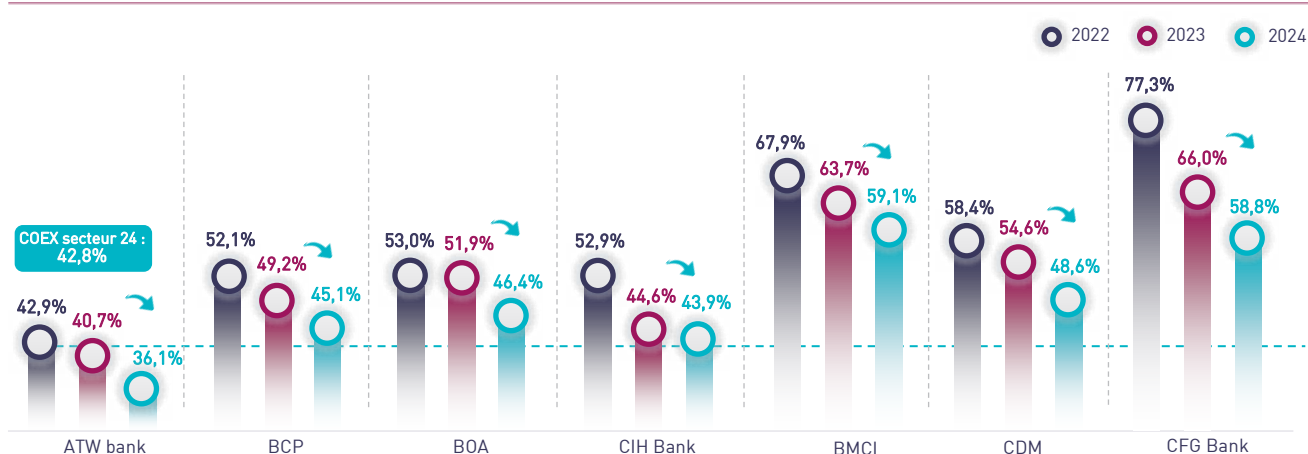


(2) Frais de gestion agrégés / PNB agrégé (Base consolidée)

En 2024, nous relevons une amélioration généralisée 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 36,1% en baisse de -4,6 pts soutenu par son plan d'économie des charges reposant sur le digital. Le COEX de la BCP s'allège de -4,1 pts à 45,1% grâce à l'optimisation du réseau de distribution et celui de BOA s'améliore de -5,5 pts à 46,4% grâce à ses mesures d'efficacité opérationnelles ;
- Le COEX de CIH Bank ressort à 43,9% en légère baisse de -0,7 pt. BMCI et CDM améliorent leur COEX à 59,1% (-4,6 pts) et 48,6% (-6,0 pts) respectivement. Il s'agit d'une normalisation progressive après une hausse importante des charges liée aux investissements informatiques pour BMCI et de la non récurrence des frais d'autonomisation, du don au Fonds Spécial Séisme et du contrôle fiscal pour CDM ;
- CFG Bank affiche un ratio en phase de normalisation progressive à 58,8% après 66,0% en 2023 et 77,3% en 2022.

ÉVOLUTION DU COEFFICIENT D'EXPLOITATION SUR LA PÉRIODE 2022 À 2024 (BASE CONSOLIDÉE)



Sources : Etats Financiers Consolidés, Calculs & Estimations AGR

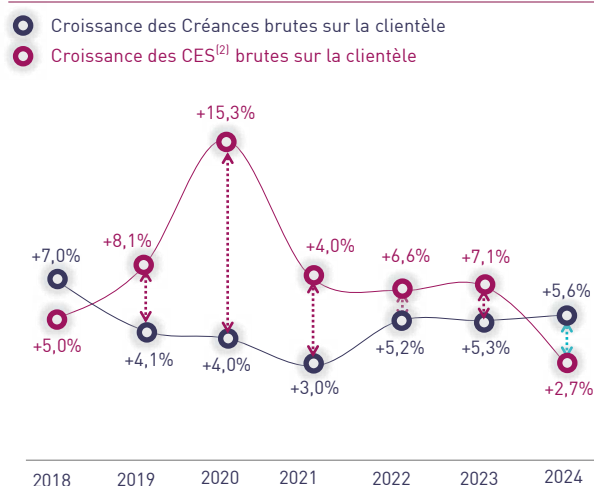
Ce rapport est destiné aux clients Attijari Global Research - À usage interne

AMÉLIORATION DU TAUX DE CONTENTIEUX AU MAROC APRÈS QUATRE ANNÉES DE DÉGRADATION

Après 4 années de hausse sur la période 2020-2023, le taux de contentieux⁽¹⁾ du secteur bancaire coté s'améliore passant de 8,69% en 2023 à 8,45% en 2024. À l'origine, une croissance des créances en souffrance inférieure à celle des crédits à la clientèle, soit +2,7% contre +5,6% respectivement. Le taux de contentieux demeure largement supérieur à la moyenne pré-Covid 2016-2019 soit de 7,49%.

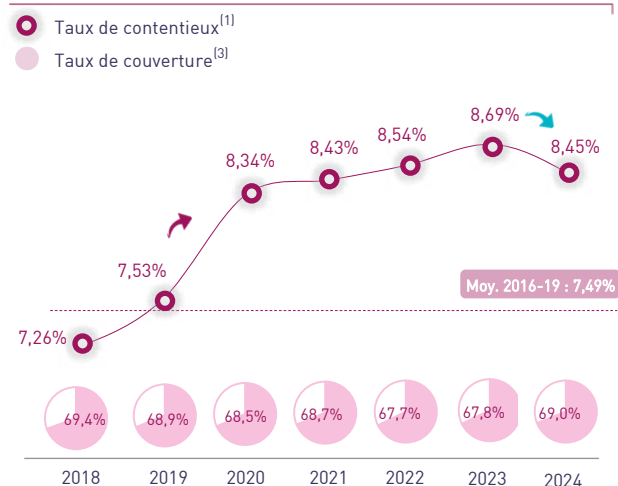
Le taux de couverture⁽³⁾ des CES par les provisions se renforce passant de 67,8% en 2023 à 69,0% en 2024. Cet indicateur se situe légèrement en dessous de la moyenne observée durant la période pré-Covid 2016-2019, soit de 69,6%.

BANQUES COTÉES : CRÉANCES CLIENTÈLE VS CES⁽²⁾ (GPBM)



(2) Créances en souffrance

BANQUES COTÉES : CONTENTIALITÉ (GPBM)



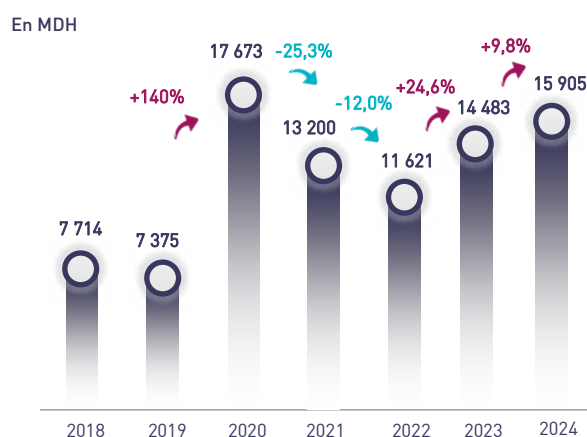
(1) Créances en souffrances brutes sur la clientèle / Créances brutes sur la clientèle

(3) Provisions pour CES brutes sur la clientèle / CES brutes sur la clientèle

Au niveau social, nous assistons en 2024 à une baisse du taux de contentieux du secteur bancaire coté au Maroc pour la 1^{ère} fois depuis 2018. Celui-ci passe de 8,69% à 8,45%, soit une baisse de -24 PBS. Cette évolution a été tirée par CDM, BOA, ATW bank et CFG Bank qui ont amélioré leur taux de contentieux. Les banques CIH Bank et BMCI accusent, quant à elles, une dégradation de leur taux de contentieux.

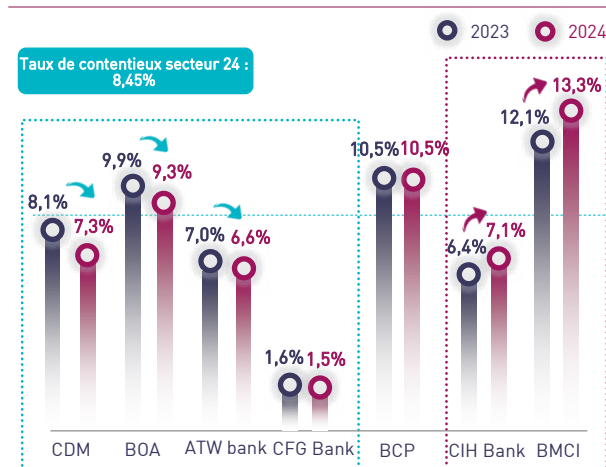
Au niveau consolidé, le CDR affiche un retournement de tendance post-Covid à travers une augmentation de +24,6% en 2023 (+2,9 MMDH) puis de +9,8% en 2024 (+1,4 MMDH). Cette hausse s'expliquerait par la montée du risque souverain au niveau de certains pays de présence en Afrique, notamment l'Egypte, le Cameroun et le Gabon ainsi que par une politique de provisionnement prudente et proactive dans un contexte mondial instable.

BANQUES COTÉES : COÛT DU RISQUE (BASE CONSOLIDÉE)



(4) Coût du risque (Base Consolidée)

BANQUES COTÉES : TAUX DE CONTENTIEUX⁽¹⁾ (GPBM)



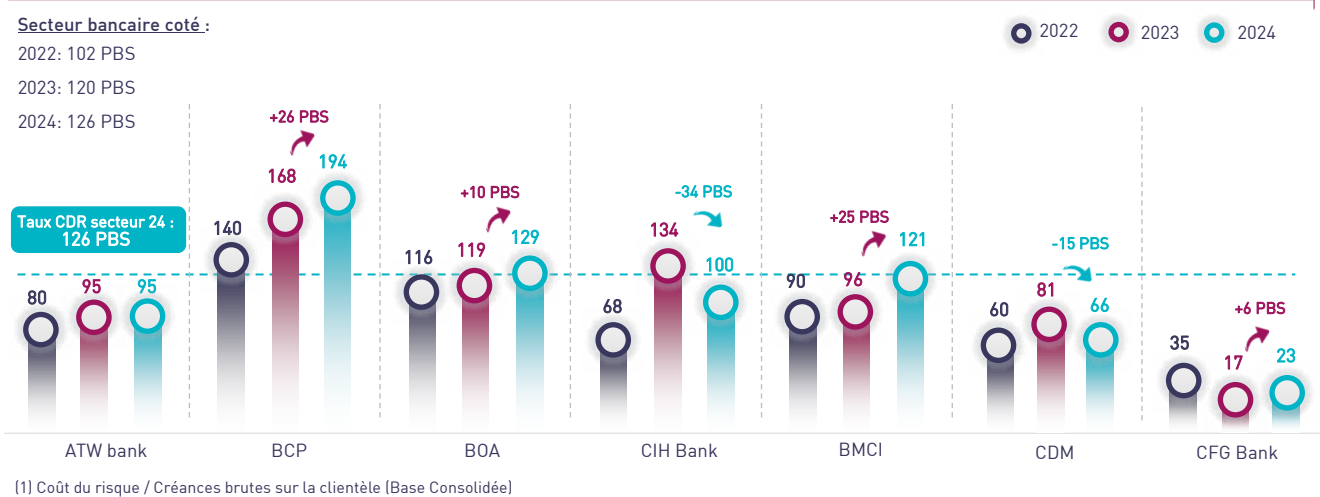
Sources : GPBM, Etats Financiers Consolidés, Calculs AGR

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

HAUSSE DU COÛT DU RISQUE TIRÉE PAR LA NOUVELLE POLITIQUE DU GROUPE BCP EN LA MATIÈRE

Sur une base consolidée, le taux du CDR⁽¹⁾ du secteur bancaire coté poursuit sa tendance haussière passant de 120 PBS en 2023 à 126 PBS en 2024 contre une moyenne de 82 PBS durant la période 2017-2019. En effet, 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.

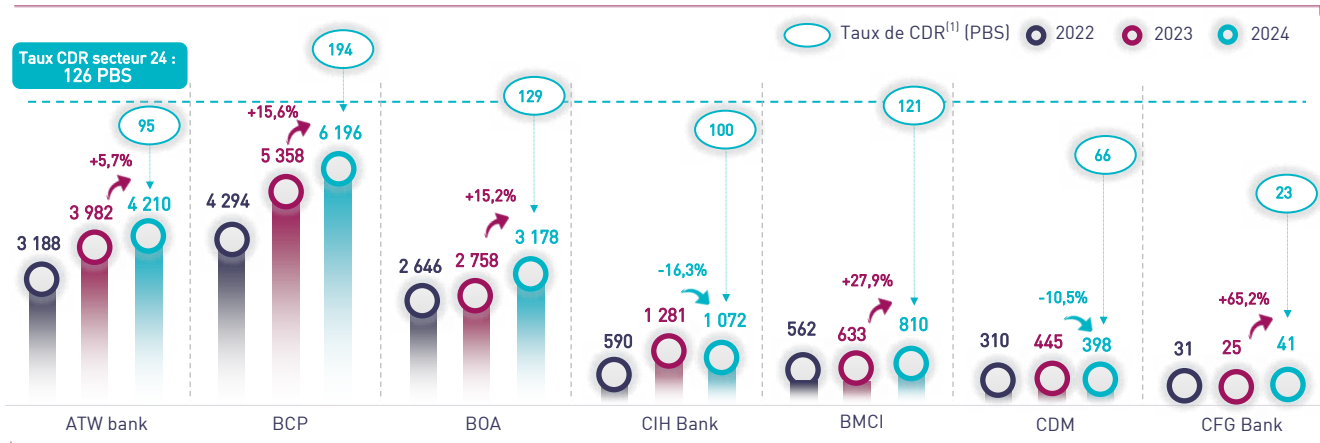
BANQUES COTÉES : COMPARATIF DES TAUX DU COÛT DU RISQUE⁽¹⁾ (PBS)



Sur la base des évolutions du coût du risque (CDR) des banques cotées en 2024, nous relevons les constats suivants :

- ATW bank enregistre une légère hausse de +5,7% de son CDR, soit +228 MDH suite à une provision supplémentaire liée à la dégradation de la notation du Gabon. BCP et BOA accusent une hausse de leur CDR de +15,6% (+838 MDH) et de +15,2% (+420 MDH) respectivement. Il s'agit d'une politique de provisionnement prudente et proactive ;
- Après plusieurs années de forte croissance, à travers un TCAM des crédits⁽²⁾ de +16% sur 2017-2022, le CDR de CIH Bank a plus que doublé en 2023 passant de 590 MDH à 1.281 MDH suite à des anomalies dans l'activité factoring. En 2024, celui-ci s'améliore de -16,3% à 1.072 MDH, soit un taux de CDR de 100 PBS après 134 PBS en 2023 et une moyenne de 63 PBS sur 2021-22. Les niveaux actuels constitueraient une nouvelle référence selon le Management ;
- Le CDR de CDM se replie de -10,5% grâce à une amélioration du taux de contentieux et une baisse des créances en souffrance en 2024. BMCI accuse une hausse de son CDR de +27,9%, équivalent à un taux de 121 PBS. L'objectif étant de renforcer ses provisions sur les créances en souffrance du portefeuille « crédit à la consommation » ;
- Le CDR de CFG Bank évolue de +65,2% à 41 MDH, soit un taux de 23 PBS. C'est un niveau relatif maîtrisé du fait de son positionnement sur des segments peu risqués (Crédits immobiliers acquéreurs et Crédits d'investissement aux Moyennes et Grandes entreprises). À noter que la banque demeure en phase de développement de ses activités.

BANQUES COTÉES : COÛT DU RISQUE (MDH) DE 2022 À 2024 (BASE CONSOLIDÉE)



(2) Crédits bruts sur la clientèle (Base Consolidée)

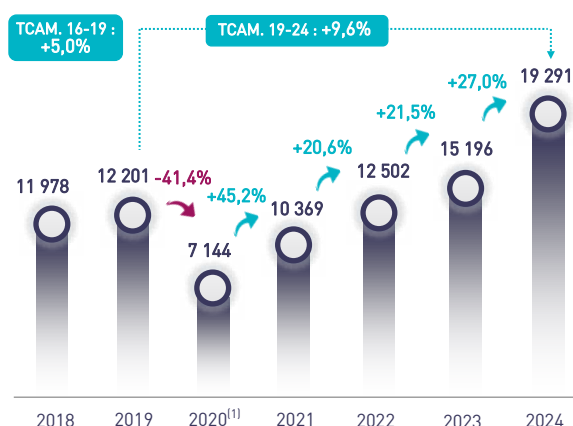
Sources : Etats Financiers Consolidés, Calculs AGR

UNE RENTABILITÉ FINANCIÈRE DU SECTEUR QUI FRANCHIT UN NOUVEAU PALIER

Post-Covid, le secteur bancaire coté a connu une solide reprise de ses bénéfices, passant de 7,1 à 19,3 MMDH durant la période en 2020-2024, soit un TCAM de +28,2%. Le profil de croissance des bénéfices récurrents du secteur a presque doublé, passant d'un TCAM de +5,0% sur 2016-2019 à +9,6% durant la période 2019-2024. Ce constat atteste à la fois de la résilience du *Business Model* des grands groupes bancaires au Maroc et de la qualité de gestion du Top-Management.

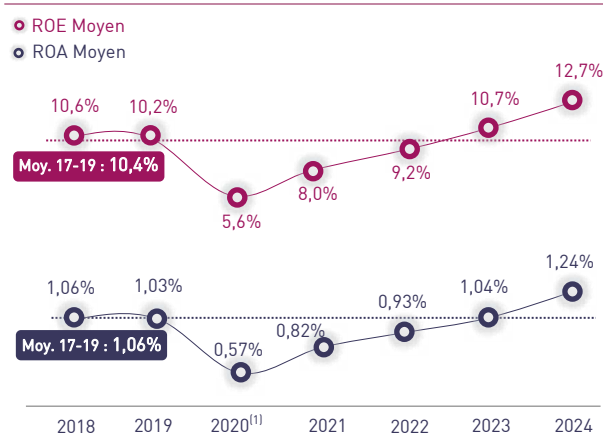
Au final, la rentabilité des fonds propres^[2] des banques cotées s'améliore de +2,0 pts passant de 10,7% en 2023 à 12,7% en 2024. Un ROE^[2] qui dépasse sensiblement la moyenne Pré-Covid 2017-2019 de 10,4%.

SECTEUR COTÉ : RNPG^[1] (MDH) (BASE CONSOLIDÉE)



(1) Hors don Covid versé en 2020

SECTEUR COTÉ : ROE MOYEN^[2] VS. ROA MOYEN^[3]



(2) RNPG récurrent / Moyenne des Capitaux Propres PDG des années N & N-1

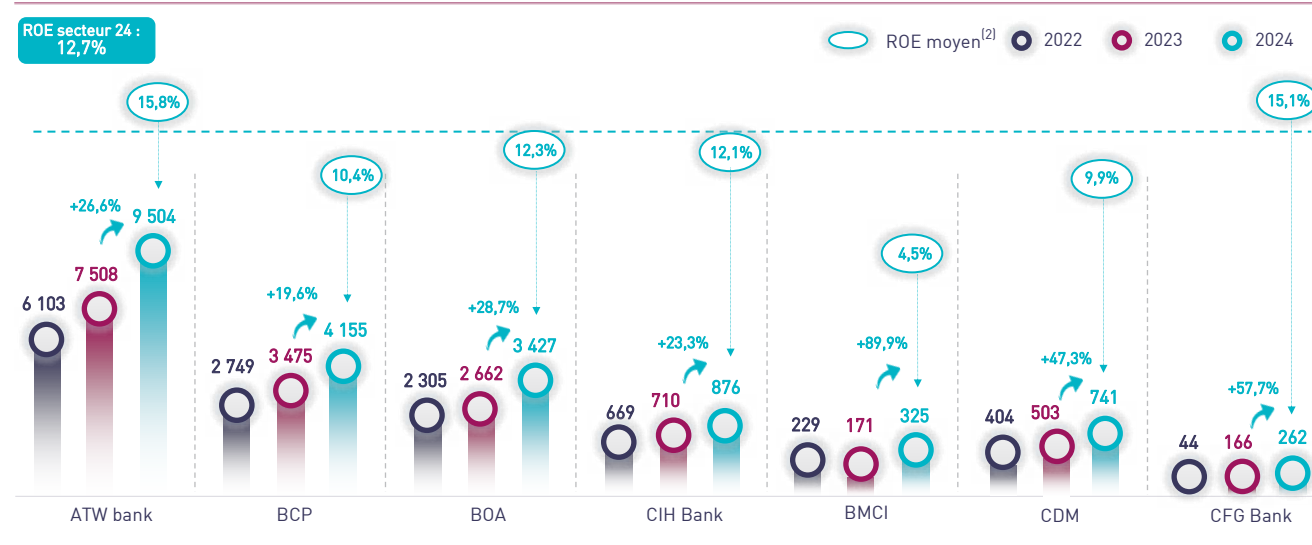
(3) RN récurrent / Moyenne du total Actif des années N et N-1

Au niveau des grands Groupes bancaires cotés, dont les fonds propres sont supérieurs à 25 MMDH, ATW bank affiche le niveau de rentabilité le plus attractif à 15,8% en 2024 suivi de BOA à 12,3% puis de BCP à 10,4%.

Concernant les banques cotées dont les fonds propres se situent entre 7 et 8 MMDH, CIH Bank enregistre le meilleur ROE à 12,1% suivi de CDM à 9,9%. La BMCI affiche toujours le ROE le plus faible du secteur bancaire coté à 4,5%, pénalisée par le poids élevé des frais de gestion. En 2024, le COEX de la BMCI ressort à 59,1% largement supérieur à celui du secteur bancaire coté de 42,8%.

Avec des fonds propres de 1,8 MMDH, CFG Bank affiche un ROE de 15,1% en 2024 après un niveau de 13,2% en 2023 et de 5,4% en 2022.

POSITIONNEMENT DES BANQUES COTÉES : RNPG (MDH) VS. ROE MOYEN^[2] EN 2024 (BASE CONSOLIDÉE)



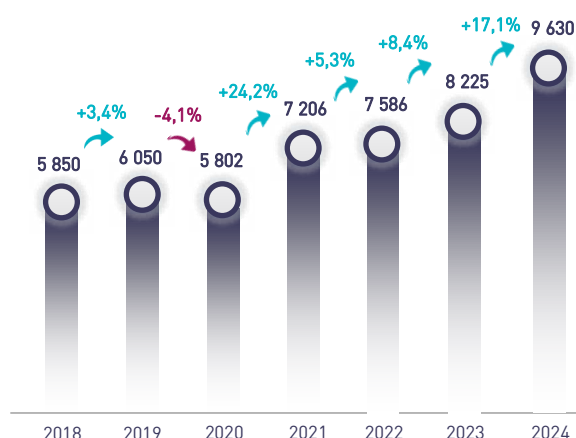
Sources : Etats Financiers Consolidés, Calculs & Estimations AGR

UN DIVIDENDE EN NETTE PROGRESSION..., SOUTENU PAR LA CROISSANCE DES BÉNÉFICES

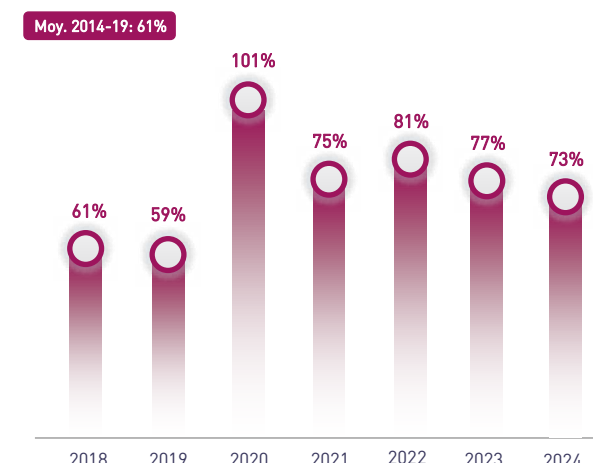
Le secteur bancaire coté maintient une politique de dividende généreuse au titre de l'exercice 2024 :

- Après une baisse limitée de -4,1% en 2020, nous avons assisté à une solide reprise des dividendes de +24,2% à 7,2 MMDH en 2021, de +5,3% à 7,6 MMDH en 2022 et de +8,4% à 8,2 MMDH en 2023.
- En 2024, le secteur coté a maintenu son effort de rémunération des Actionnaires à travers un payout (base sociale) au-dessus des 70%. Ainsi, les dividendes agrégés des banques cotées progressent de +17,1% à 9,6 MMDH.

BANQUES COTÉES : MASSE DES DIVIDENDES (MDH)



BANQUES COTÉES : PAYOUT⁽¹⁾ (BASE SOCIALE)

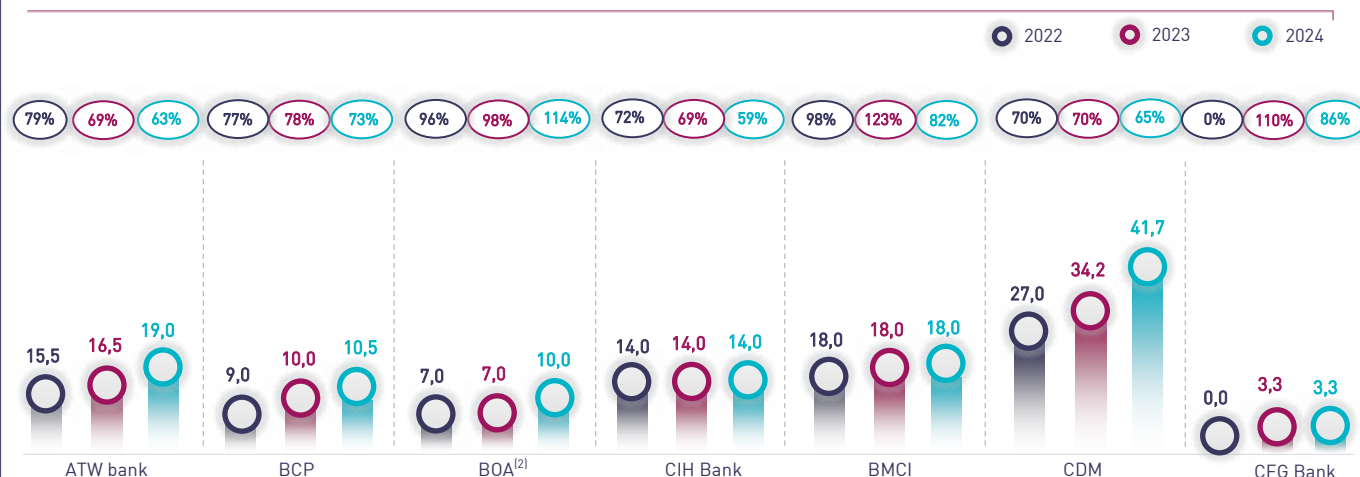


(1) Dividendes agrégés / Résultats nets sociaux agrégés

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

- Les Groupes ATW bank, BCP, BOA et CDM ont annoncé au titre de l'exercice 2024 des hausses respectives de leur DPA de +15,2%, +5,0%, +42,9% et +21,9%. À noter que la BOA a distribué les dividendes en 2024 en partie sous forme de cash (5 DH/action) et en partie sous forme d'actions gratuites (5 DH/action)⁽²⁾ ;
- CIH Bank et CFG Bank préservent en 2024 leur dividende normatif annoncé au titre de l'exercice 2023, soit des DPA respectifs de 14,0 DH et 3,3 DH ;
- Le DPA annoncé par la BMCI a été maintenu à 18 DH en 2024. Ce dernier demeure toujours inférieur aux niveaux historiques de 30 DH. Une situation qui pèse sur la dynamique du titre en Bourse.

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



(2) Prise en compte de l'augmentation de capital de BOA donnant lieu à l'attribution d'actions gratuites, pour un montant de 626 MDH, 631 MDH et de 1.079 MDH en 2022, 2023 et 2024.

Sources : Etats Financiers Sociaux, Calculs AGR



PARTIE IV

PERSPECTIVES DE CROISSANCE & MULTIPLES BOURSIERS 2025E-2027E



RÉVISION À LA HAUSSE DES PRÉVISIONS DE CROISSANCE SUR
LA PÉRIODE 2025E-2027E



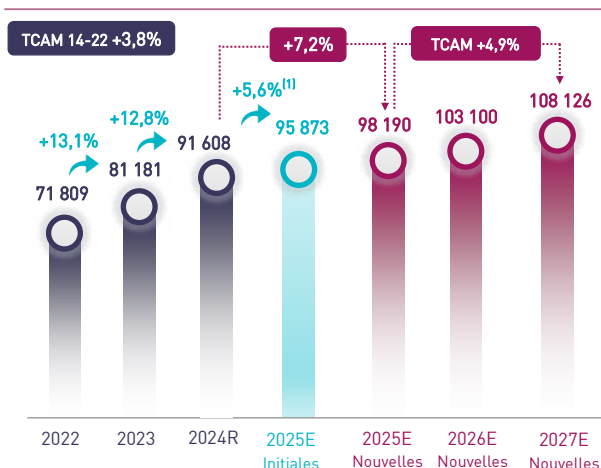
DES VALORISATIONS EN NETTE AMÉLIORATION GRÂCE À LA
FORCE DE LA CROISSANCE

RÉVISION À LA HAUSSE DES PRÉVISIONS DE CROISSANCE SUR LA PÉRIODE 2025E-2027E

En marge de notre exercice d'actualisation des prévisions de croissance du secteur bancaire coté et tenant compte des réalisations à fin mars 2025, nous avons procédé aux révisions suivantes :

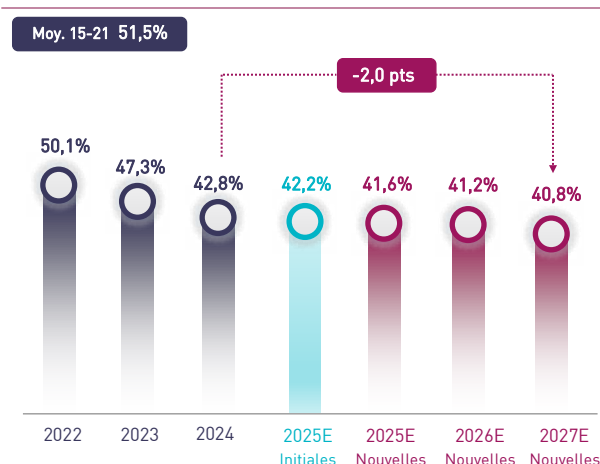
- Relèvement de la croissance du PNB consolidé des banques cotées en 2025E à +7,2% contre +5,6% initialement. À l'origine, la solide performance du résultat des activités de marché. Durant la période 2026E-2027E, nous anticipons une progression moyenne du PNB de +4,9% portée par la bonne dynamique de l'activité crédit ;
- Amélioration plus rapide que prévue du coefficient d'exploitation pour s'établir en moyenne à 41,2% sur la période 2025E-2027E contre 42,8% en 2024R. Ce scénario est justifié par la croissance soutenue du PNB comparativement aux frais de gestion, soit des TCAM respectifs de +5,7% contre +4,0% sur la période 2024-2027E ;

BANQUES COTÉES : PNB CONSOLIDÉ MDH)



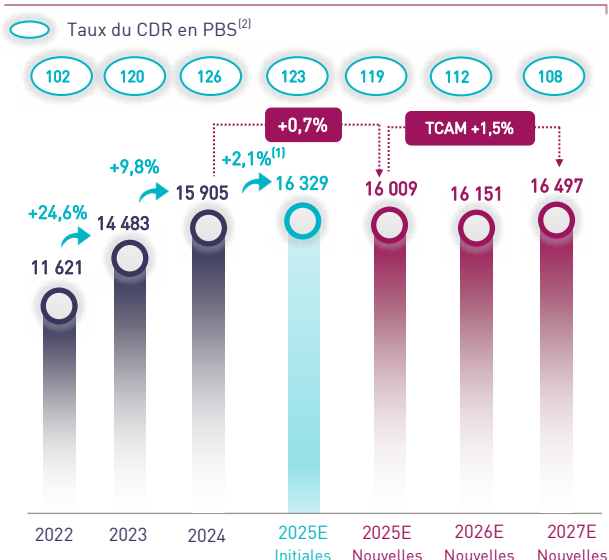
(1) Croissance 2025E estimée sur la base du PNB 2024 estimé initialement par AGR

BANQUES COTÉES : COEFFICIENT D'EXPLOITATION



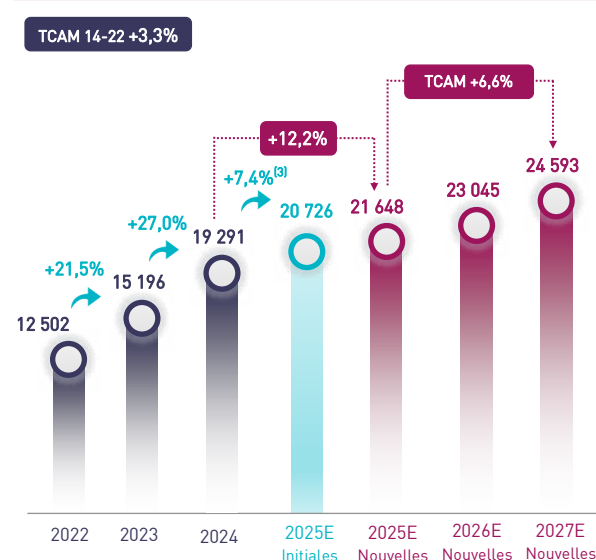
- Progression moins rapide que prévu du coût du risque, soit +0,7% en 2025E contre +2,1% prévue initialement. Cette révision est justifiée par l'amélioration du contexte économique au Maroc, en Egypte et au Cameroun. Sur la période 2025E-2027E, le CDR afficherait un TCAM de +1,5%. Le taux du CDR ⁽¹⁾ devrait ainsi se normaliser progressivement pour atteindre 108 PBS à horizon 2027E, soit des niveaux comparables à 2022 ;
- Révision à la hausse de la croissance du RNPG à +12,2% en 2025E contre +7,4% initialement. En effet, les banques bénéficieront d'une dynamique positive de leur PNB combinée à une bonne maîtrise de leur frais de gestion et CDR. À horizon 2027E, le RNPG du secteur franchirait les 24,0 MMDH, soit un TCAM cible de +6,6% sur 2025E-2027E.

BANQUES COTÉES : COÛT DU RISQUE AGRÉGÉ (MDH)



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

BANQUES COTÉES : RNPG AGRÉGÉ (MDH)



(3) Croissance 2025E estimée sur la base du RNPG 2024 estimé initialement par AGR

Sources : Etats Financiers Consolidés, Calculs & Estimations AGR

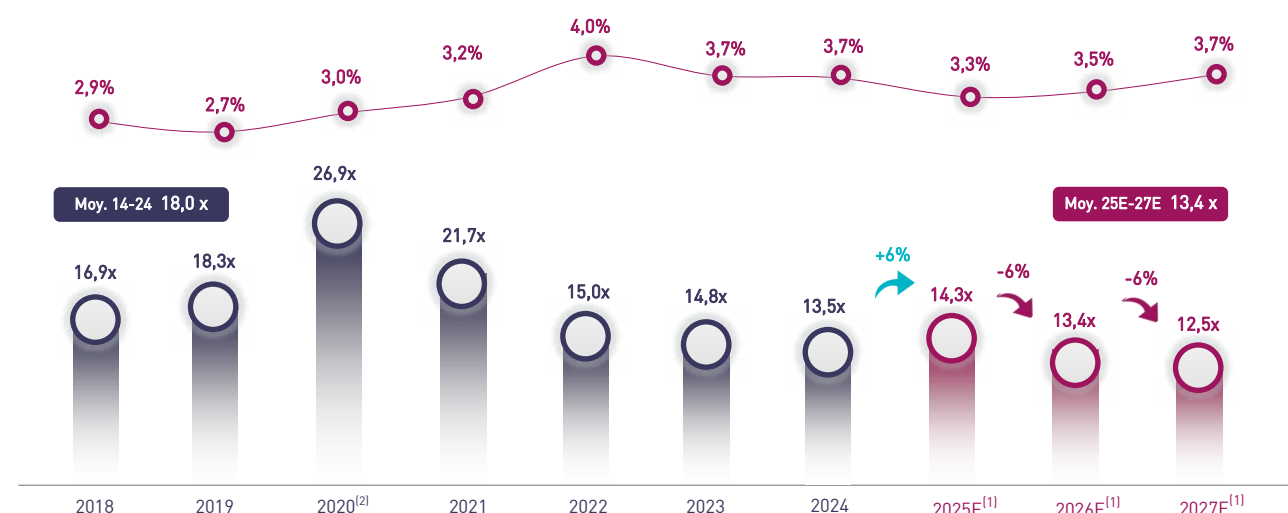
Ce rapport est destiné aux clients Attijari Global Research - À usage interne

DES VALORISATIONS EN NETTE AMÉLIORATION GRÂCE À LA FORCE DE LA CROISSANCE

Sur la base de notre scénario de croissance des banques cotées durant la période 2025E-2027E et tenant compte de la performance boursière du secteur depuis le début de l'année de +17,8%⁽¹⁾, nous ressortons avec deux constats :

- Grâce à une croissance annuelle moyenne des bénéfices de +8,5% sur la période prévisionnelle étudiée, le secteur bancaire continuerait à améliorer ses multiples de valorisation. Le P/E pondéré du secteur ressort à 13,4⁽¹⁾ en moyenne sur 2025E-2027E contre un niveau normatif de 18,0x sur 2014-2024. Il s'agit d'une décote de -25% ;
- Sur la base d'un payout moyen normatif de 68%, le D/Y du secteur ressort à 3,5% en moyenne sur 2025E-2027E. Un niveau supérieur de +100 PBS au rendement des BDT 5 ans de 2,50% (en date du 30 juin 2025).

SECTEUR BANCAIRE COTÉ : ÉVOLUTION DU P/E (x) VS. D/Y (%) DURANT LA PÉRIODE 2018-2027E (MOYENNE PONDÉRÉE)

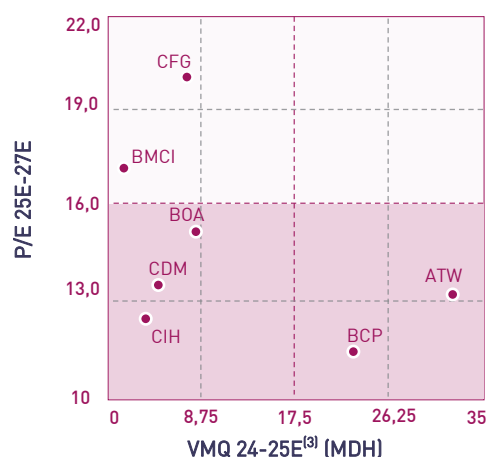


(1) Sur la base des cours arrêtés au 30/06/2025 et du RNPG agrégé prévisionnel / (2) RNPG hors don Covid

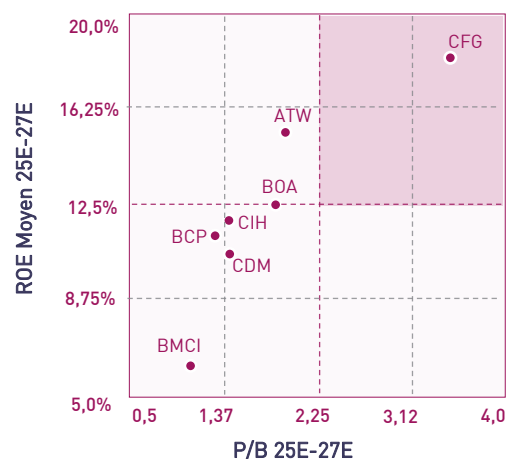
En termes de positionnement des titres bancaires en Bourse sur la période 2025E-2027E, nous relevons deux constats :

- 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 BOA sont les mieux valorisés en Bourse à travers un couple « ROE-P/B⁽¹⁾ » de « 15,3%-1,95x » et de « 12,5%-1,86x » respectivement ;
- ATW bank et BCP se distinguent à travers un P/E moyen⁽¹⁾ entre 11,5x et 13,3x durant la période 25E-27E conjugué à un VMQ⁽³⁾ supérieur à 22 MDH. CFG Bank affiche un P/E⁽¹⁾ décalé par rapport au secteur, soit de respectivement 20,1x et 13,4x. Une situation justifiée par le positionnement de la banque en tant que nouvel entrant sur le marché.

BANQUES COTÉES 25E-27E : P/E VS. VMQ⁽³⁾



BANQUES COTÉES 25E-27E : ROE MOYEN VS. P/B



(3) Volume Moyen Quotidien sur le Marché Central sur la période du 01/01/2024 au 30/06/2025

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



PARTIE V

FICHES VALEURS



ATW BANK : UN GROUPE AU CŒUR DE LA NOUVELLE DYNAMIQUE D'INVESTISSEMENT DU MAROC



BCP : FRANCHISSEMENT DE LA BARRE DES 5,0 MMDH DE BÉNÉFICES DÈS 2026E



BOA : UNE ACTIVITÉ SOUTENUE PAR LE FINANCEMENT DES PROJETS D'INFRASTRUCTURE



CIH BANK : LES 1,0 MMDH DE BÉNÉFICES EN LIGNE DE MIRE POUR 2025E



BMCI : DANS L'ATTENTE D'UNE MEILLEURE OPTIMISATION DU COEX



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



CFG BANK : UNE MONTÉE EN CHARGE DE L'ACTIVITÉ TOUJOURS IMPORTANTE SUR LE MT

ATW BANK : UN GROUPE AU CŒUR DE LA NOUVELLE DYNAMIQUE D'INVESTISSEMENT DU MAROC

- Après deux années de forte croissance de plus de +15% par an sur 2023-2024, le PNB de ATW bank devrait poursuivre sa progression à travers un TCAM de +5,9% durant 2024-2027E. Un scénario soutenu par le positionnement fort du Groupe au sein de l'économie marocaine lui permettant de capter l'essentiel de la nouvelle dynamique d'investissement du Royaume. À noter que la banque s'accapare une PDM dominante sur les crédits Corporates, soit autour des 40,0% ;
- Le COEX poursuivrait son amélioration passant de 36,1% en 2024 à une cible de 34,4% en 2027E, soit un gain de 1,7 pts. À noter que l'optimisation des coûts est soutenue par l'adoption croissante des plateformes digitales par les clients ;
- Le coût du risque afficherait une baisse de -3,5% en 2025E grâce à l'amélioration de l'environnement économique au Maroc et dans certains pays de présence en Afrique. Cet indicateur afficherait un TCAM de +1,7% durant la période 2025E-2027E, équivalent à un taux cible⁽¹⁾ de 75 PBS en 2027E contre une moyenne de 70 PBS sur 2012-2019 ;
- Le RNPG franchirait la barre des 10,0 MMDH en 2025E. Dans cette perspective, le titre se traite à des multiples très attractifs. Le P/E 27E⁽²⁾ ressort à 12,4x offrant une décote de 27% par rapport à la moyenne 10 ans du secteur bancaire, soit de 17,0x⁽³⁾. Sur la base d'un TCAM normatif du DPA de +5,0%, le D/Y⁽²⁾ moyen du titre ressort à 3,1% durant la période 2025E-2027E.

ATW BANK : INDICATEURS CONSOLIDÉS SUR LA PÉRIODE 2022-2027E

Indicateurs CPC (MDH)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PNB	25 935	29 943	34 507	36 830	38 809	40 971
<i>Variation</i>	6,4%	15,5%	15,2%	6,7%	5,4%	5,6%
Frais de Gestion	11 133	12 190	12 463	13 025	13 546	14 088
<i>Variation</i>	-1,4%	9,5%	2,2%	4,5%	4,0%	4,0%
<i>Coefficient d'exploitation</i>	42,9%	40,7%	36,1%	35,4%	34,9%	34,4%
RBE affiché	14 803	17 753	22 044	23 805	25 263	26 883
<i>Marge RBE</i>	57,1%	59,3%	63,9%	64,6%	65,1%	65,6%
Coût du risque	3 188	3 982	4 210	4 061	4 147	4 199
<i>Variation</i>	-11,6%	24,9%	5,7%	-3,5%	2,1%	1,3%
<i>Taux du coût du risque</i>	80	95	95	85	80	75
RNPG affiché	6 103	7 508	9 504	10 394	10 981	11 792
<i>Variation</i>	18,6%	23,0%	26,6%	9,4%	5,7%	7,4%
<i>Marge nette</i>	23,5%	25,1%	27,5%	28,2%	28,3%	28,8%

Indicateurs Bilan	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Crédits clientèle consolidés	371 541	392 650	413 591	446 678	484 646	523 417
<i>Variation</i>	7,7%	5,7%	5,3%	8,0%	8,5%	8,0%
Capitaux Propres PDG	54 768	57 837	62 456	68 762	75 441	82 714
<i>Variation</i>	4,4%	5,6%	8,0%	10,1%	9,7%	9,6%
<i>ROE moyen</i>	11,4%	13,3%	15,8%	15,8%	15,2%	14,9%
Total Bilan	625 149	659 006	726 493	794 388	873 267	954 879
<i>ROA moyen</i>	1,24%	1,41%	1,69%	1,68%	1,62%	1,59%

Indicateurs Boursiers	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
BPA	28,4	34,9	44,2	48,3	51,0	54,8
P/E (x)	13,8	13,2	12,9	14,1	13,3	12,4
DPA	15,5	16,5	19,0	20,0	21,0	22,0
Payout social	79%	69%	63%	60%	60%	58%
D/Y	4,0%	3,6%	3,3%	2,9%	3,1%	3,2%
ANA	255	269	290	320	351	384
P/B (x)	1,54	1,71	1,96	2,13	1,94	1,77

[1] Coût du risque / Crédits bruts sur la clientèle (Base consolidée) / [2] Sur la base des cours du 30 juin 2025 [3] Moyenne 2015-2024 (hors année 2020 marquée par la crise Covid)

Sources : Etats Financiers Consolidés, Calculs & Estimations AGR

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

BCP : FRANCHISSEMENT DE LA BARRE DES 5,0 MMDH DE BÉNÉFICES DÈS 2026E

- Après une croissance moyenne de +11,5% durant la période 2023-2024, le Groupe BCP poursuivrait sa dynamique à travers un TCAM de son PNB de +5,0% durant la période prévisionnelle 2024-2027E ;
- Après avoir atteint 45,1% en 2024, le COEX poursuivrait sa tendance baissière pour atteindre 43,2% à horizon 2027E, soit une amélioration de -1,9 pts. À l'origine, l'impact favorable du Digital Banking qui permet une amélioration des niveaux de productivité du réseau de distribution ;
- Le CDR afficherait une légère hausse de +1,0% à 6,3 MMDH en 2025E, soit un taux de CDR⁽¹⁾ de 188 PBS. À horizon 2027E, cet indicateur se stabiliserait autour des 6,3 MMDH, soit un taux de CDR⁽¹⁾ de 175 PBS contre 108 PBS pour le secteur. À l'origine de cet écart, la politique de provisionnement prudente et proactive du Groupe ;
- Le RNPG franchirait pour la 1^{ère} fois la barre des 5,0 MMDH à horizon 2026E pour atteindre 5,4 MMDH en 2027E. Ainsi, le titre se traite à un P/E 27E⁽²⁾ de 10,9x contre une moyenne 10 ans du secteur bancaire de 17,0x⁽³⁾, soit une décote de 36%. Avec un DPA moyen cible de 12,2 DH, le D/Y⁽²⁾ ressort à 4,2% durant la période prévisionnelle 2025E-2027E, soit l'un des meilleurs rendements des grandes capitalisations du marché marocain.

BCP : INDICATEURS CONSOLIDÉS SUR LA PÉRIODE 2022-2027E

Indicateurs CPC (MDH)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PNB	20 608	22 795	25 611	27 485	28 656	29 630
<i>Variation</i>	2,6%	10,6%	12,4%	7,3%	4,3%	3,4%
Frais de Gestion	10 734	11 217	11 556	11 990	12 388	12 800
<i>Variation</i>	7,1%	4,5%	3,0%	3,8%	3,3%	3,3%
<i>Coefficient d'exploitation</i>	52,1%	49,2%	45,1%	43,6%	43,2%	43,2%
RBE affiché	9 874	11 578	14 055	15 494	16 267	16 830
<i>Marge RBE</i>	47,9%	50,8%	54,9%	56,4%	56,8%	56,8%
Coût du risque	4 294	5 358	6 196	6 258	6 262	6 331
<i>Variation</i>	-22,5%	24,8%	15,6%	1,0%	0,1%	1,1%
<i>Taux du coût du risque</i>	140	168	194	188	180	175
RNPG affiché	2 749	3 475	4 155	4 821	5 158	5 411
<i>Variation</i>	55,8%	26,4%	19,6%	16,0%	7,0%	4,9%
<i>Marge nette</i>	13,3%	15,2%	16,2%	17,5%	18,0%	18,3%

Indicateurs Bilan	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Crédits clientèle consolidés	277 667	289 686	287 241	298 730	312 173	324 660
<i>Variation</i>	7,0%	4,3%	-0,8%	4,0%	4,5%	4,0%
Capitaux Propres PDG	36 728	38 676	41 069	43 755	46 575	49 546
<i>Variation</i>	-0,4%	5,3%	6,2%	6,5%	6,4%	6,4%
<i>ROE moyen</i>	7,5%	9,2%	10,4%	11,4%	11,4%	11,3%
Total Bilan	500 629	520 245	542 279	563 974	589 357	612 935
<i>ROA moyen</i>	0,73%	0,81%	0,94%	1,04%	1,07%	1,08%

Indicateurs Boursiers	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
BPA	13,5	17,1	20,4	23,7	25,4	26,6
P/E (x)	17,1	16,1	13,5	12,2	11,4	10,9
DPA	9,0	10,0	10,5	11,5	12,0	13,0
Payout social	77%	78%	73%	69%	67%	69%
D/Y	3,9%	3,6%	3,8%	4,0%	4,1%	4,5%
ANA	181	190	202	215	229	244
P/B (x)	1,28	1,45	1,36	1,35	1,27	1,19

(1) Coût du risque / Crédits clientèle (Base consolidée) / (2) Sur la base des cours du 30 juin 2025 (3) Moyenne 2015-2024 (hors année 2020 marquée par la crise Covid)

BOA : UNE ACTIVITÉ SOUTENUE PAR LE FINANCEMENT DES PROJETS D'INFRASTRUCTURE

- Le Groupe BOA devrait afficher une croissance annuelle moyenne de son PNB de +4,9% durant la période 2025E-2027E. Cette croissance est portée par l'engagement du Groupe dans le financement de grands projets d'investissement au Maroc ;
- Après une baisse cumulée de -12,6 pts sur la période 2019-2024, le COEX poursuivrait sa tendance baissière de 1,8 pts à 44,6% à horizon 2027E. Le Top Management a exprimé sa volonté de poursuivre ses efforts au niveau de l'efficacité opérationnelle malgré les exigences relatives aux investissements IT ;
- Nous nous attendons à une hausse annuelle moyenne maîtrisée du coût du risque de +1,9% durant la période 2025E-2027E, soit un taux⁽¹⁾ cible de 116 PBS contre 129 PBS en 2024 ;
- La capacité bénéficiaire atteindrait 4,2 MMDH à horizon 2027E. À cet effet, le titre se traite à un P/E 27E⁽²⁾ de 14,4x affichant une décote de 15% par rapport au niveau normatif du secteur bancaire marocain de 17,0x⁽³⁾. Sur la base d'un DPA stable de 10 DH, le D/Y⁽²⁾ du titre ressort à 3,6% durant la période 2025E-2027E en ligne avec la moyenne du secteur bancaire coté.

BOA : INDICATEURS CONSOLIDÉS SUR LA PÉRIODE 2022-2027E

Indicateurs CPC (MDH)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PNB	15 624	16 953	18 717	19 827	20 673	21 576
<i>Variation</i>	7,0%	8,5%	10,4%	5,9%	4,3%	4,4%
Frais de Gestion	8 281	8 800	8 690	8 941	9 280	9 632
<i>Variation</i>	4,1%	6,3%	-1,2%	2,9%	3,8%	3,8%
<i>Coefficient d'exploitation</i>	53,0%	51,9%	46,4%	45,1%	44,9%	44,6%
RBE affiché	7 343	8 153	10 027	10 885	11 393	11 944
<i>Marge RBE</i>	47,0%	48,1%	53,6%	54,9%	55,1%	55,4%
Coût du risque	2 646	2 758	3 178	3 316	3 268	3 361
<i>Variation</i>	-9,5%	4,2%	15,2%	4,4%	-1,5%	2,8%
<i>Taux du coût du risque</i>	116	119	129	128	119	116
RNPG affiché	2 305	2 662	3 427	3 741	3 969	4 189
<i>Variation</i>	14,8%	15,5%	28,7%	9,2%	6,1%	5,6%
<i>Marge nette</i>	14,8%	15,7%	18,3%	18,9%	19,2%	19,4%

Indicateurs Bilan	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Crédits clientèle consolidés	209 469	212 196	225 617	238 026	252 308	266 184
<i>Variation</i>	6,3%	1,3%	6,3%	5,5%	6,0%	5,5%
Capitaux Propres PDG	25 205	26 749	29 129	30 713	32 524	34 555
<i>Variation</i>	5,9%	6,1%	8,9%	5,4%	5,9%	6,2%
<i>ROE moyen</i>	9,4%	10,2%	12,3%	12,5%	12,6%	12,5%
Total Bilan	383 155	388 185	423 279	455 756	493 903	531 799
<i>ROA moyen</i>	0,97%	1,06%	1,23%	1,24%	1,21%	1,19%

Indicateurs Boursiers	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
BPA	11,0	12,5	15,9	17,3	18,4	19,4
P/E (x)	15,6	14,3	12,9	16,1	15,2	14,4
DPA	7,0	7,0	10,0	10,0	10,0	10,0
Payout social	96%	98%	114%	105%	99%	94%
D/Y	4,1%	3,9%	4,9%	3,6%	3,6%	3,6%
ANA	121	126	135	142	151	160
P/B (x)	1,42	1,43	1,52	1,97	1,86	1,75

(1) Coût du risque / Crédits bruts sur la clientèle (Base consolidée) / (2) Sur la base des cours du 30 juin 2025 (3) Moyenne 2015-2024 (hors année 2020 marquée par la crise Covid)

CIH BANK : LES 1,0 MMDH DE BÉNÉFICES EN LIGNE DE MIRE POUR 2025E

- Après une croissance de +12,8% sur la période 2017-2024, CIH Bank devrait revenir à un TCAM plus normatif de son PNB durant la période prévisionnelle 2025E-2027E, soit de +7,5%. Notre scénario est soutenu par une dynamique commerciale favorable conjuguée à la bonne tenue des activités de marché ;
- Le coefficient d'exploitation poursuivrait sa tendance baissière pour atteindre un niveau cible de 42,9% à horizon 2027E. Il s'agit d'un gain de 1,0 pt par rapport à 2024. Cette évolution est justifiée par la hausse maîtrisée des frais de gestion par rapport à la dynamique du PNB durant la période étudiée ;
- Après une normalisation autour des 63 PBS sur 2021-2022 (523 MDH en moyenne), le taux du CDR⁽¹⁾ enregistre une montée en charge à 134 PBS en 2023 (1,3 MMDH) suite à des anomalies concernant l'activité Factoring. En 2024, ce taux se normalise à 100 PBS suite au recouvrement des créances, soit un montant de 1,1 MMDH. Par mesure de prudence, nous anticipons une stabilisation du CDR à 1,1 MMDH à horizon 2027E équivalent à un taux⁽¹⁾ de 83 PBS ;
- Le RNPG franchirait les 1,0 MMDH dès 2025E et se situerait autour des 1,2 MMDH à horizon 2027E. Il s'agit d'un TCAM de +12,3% durant la période 2024-2027E. À cet effet, le titre se traite à un P/E 27E⁽²⁾ de 11,7x contre un niveau normatif de 17,0x⁽³⁾ pour le secteur bancaire. Tenant compte d'une hausse annuelle moyenne du DPA de +12,6%, le D/Y⁽²⁾ moyen du titre ressort à 4,4% sur la période 2025E-2027E, supérieur à celui du secteur bancaire coté de +90 PBS.

CIH BANK : INDICATEURS CONSOLIDÉS SUR LA PÉRIODE 2022-2027E

Indicateurs CPC (MDH)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PNB	3 518	4 468	4 740	5 216	5 528	5 880
<i>Variation</i>	<i>13,2%</i>	<i>27,0%</i>	<i>6,1%</i>	<i>10,1%</i>	<i>6,0%</i>	<i>6,4%</i>
Frais de Gestion	1 861	1 992	2 080	2 259	2 380	2 522
<i>Variation</i>	<i>8,3%</i>	<i>7,0%</i>	<i>4,4%</i>	<i>8,6%</i>	<i>5,4%</i>	<i>6,0%</i>
<i>Coefficient d'exploitation</i>	<i>52,9%</i>	<i>44,6%</i>	<i>43,9%</i>	<i>43,3%</i>	<i>43,0%</i>	<i>42,9%</i>
RBE affiché	1 657	2 477	2 660	2 957	3 149	3 358
<i>Marge RBE</i>	<i>47,1%</i>	<i>55,4%</i>	<i>56,1%</i>	<i>56,7%</i>	<i>57,0%</i>	<i>57,1%</i>
Coût du risque	590	1 281	1 072	1 063	1 095	1 154
<i>Variation</i>	<i>29,3%</i>	<i>116,9%</i>	<i>-16,3%</i>	<i>-0,8%</i>	<i>2,9%</i>	<i>5,5%</i>
<i>Taux du coût du risque</i>	<i>68</i>	<i>134</i>	<i>100</i>	<i>90</i>	<i>85</i>	<i>83</i>
RNPG affiché	669	710	876	1 088	1 160	1 240
<i>Variation</i>	<i>11,0%</i>	<i>6,2%</i>	<i>23,3%</i>	<i>24,3%</i>	<i>6,6%</i>	<i>6,9%</i>
<i>Marge nette</i>	<i>19,0%</i>	<i>15,9%</i>	<i>18,5%</i>	<i>20,9%</i>	<i>21,0%</i>	<i>21,1%</i>

Indicateurs Bilan	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Crédits clientèle consolidés	83 423	90 755	101 210	111 837	121 902	131 654
<i>Variation</i>	<i>12,1%</i>	<i>8,8%</i>	<i>11,5%</i>	<i>10,5%</i>	<i>9,0%</i>	<i>8,0%</i>
Capitaux Propres PDG	6 539	6 808	7 645	9 763	10 353	10 953
<i>Variation</i>	<i>22,6%</i>	<i>4,1%</i>	<i>12,3%</i>	<i>27,7%</i>	<i>6,0%</i>	<i>5,8%</i>
<i>ROE moyen</i>	<i>11,3%</i>	<i>10,6%</i>	<i>12,1%</i>	<i>12,5%</i>	<i>11,5%</i>	<i>11,6%</i>
Total Bilan	117 157	125 434	140 971	154 879	167 976	180 602
<i>ROA moyen</i>	<i>0,64%</i>	<i>0,64%</i>	<i>0,73%</i>	<i>0,81%</i>	<i>0,79%</i>	<i>0,78%</i>

Indicateurs Boursiers	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
BPA	21,9	23,3	27,8	30,6	32,6	34,8
P/E (x)	13,9	15,1	14,2	13,4	12,5	11,7
DPA	14,0	14,0	14,0	16,0	18,0	20,0
Payout social	72%	69%	59%	61%	65%	67%
D/Y	4,6%	4,0%	3,5%	3,9%	4,4%	4,9%
ANA	214	223	243	274	291	308
P/B (x)	1,42	1,58	1,63	1,49	1,40	1,33

(1) Coût du risque / Crédits bruts sur la clientèle (Base consolidée) / (2) Sur la base des cours du 30 juin 2025 (3) Moyenne 2015-2024 (hors année 2020 marquée par la crise Covid)

Sources : Etats Financiers Consolidés, Calculs & Estimations AGR

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

BMCI : DANS L'ATTENTE D'UNE MEILLEURE OPTIMISATION DU COEX

- Après une quasi-stagnation de son activité durant la période 2016-2022, BMCI affiche une croissance de son PNB de +12,6% en 2023 et de +10,2% en 2024. Durant la période 2025E-2027E, nous nous attendons à une croissance modérée de +5,0% en moyenne annuelle. Un scénario qui tient compte de la reprise de la croissance de la marge d'intérêt entamée en 2023 et confirmée en 2024 ;
- Après avoir atteint un pic de 70,0% en 2021, le coefficient d'exploitation devrait poursuivre sa normalisation à travers une baisse cumulée de -4,0 pts durant la période 2024-2027E pour atteindre le niveau de 55,1%. Ce niveau demeure élevé en comparaison à celui du secteur de 42,8% en 2024. Selon le Top Management, l'essentiel des investissements IT a été réalisé et l'amélioration du COEX devrait surtout se faire grâce à la hausse du PNB ;
- Le taux du coût du risque^[1] devrait se situer autour des 119 PBS des crédits sur la période 2025E-2027E, 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 +3,2% sur la période étudiée ;
- Tenant compte du poids important des frais de gestion, le RNPG resterait en dessous de la barre des 550 MDH sur la période prévisionnelle. En dépit de cette contrainte, le titre se traite à un P/E 27E^[2] correct de 14,8x contre un niveau normatif du secteur de 17,0x^[3]. Sur la base d'un DPA cible de 30 DH en 2027E, le D/Y^[2] moyen du titre ressortirait à 4,1% sur la période étudiée.

BMCI : INDICATEURS CONSOLIDÉS SUR LA PÉRIODE 2022-2027E

Indicateurs CPC (MDH)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PNB	3 054	3 438	3 789	4 038	4 209	4 389
<i>Variation</i>	0,3%	12,6%	10,2%	6,6%	4,2%	4,3%
Frais de Gestion	2 072	2 191	2 241	2 325	2 372	2 419
<i>Variation</i>	-2,7%	5,7%	2,3%	3,8%	2,0%	2,0%
<i>Coefficient d'exploitation</i>	67,9%	63,7%	59,1%	57,6%	56,4%	55,1%
RBE affiché	982	1 247	1 548	1 712	1 837	1 970
<i>Marge RBE</i>	32,1%	36,3%	40,9%	42,4%	43,6%	44,9%
Coût du risque	562	633	810	837	863	890
<i>Variation</i>	-2,4%	12,8%	27,9%	3,3%	3,1%	3,1%
<i>Taux du coût du risque</i>	90	96	121	120	119	118
RNPG affiché	229	171	325	410	477	550
<i>Variation</i>	17,8%	-25,1%	89,9%	26,2%	16,2%	15,5%
<i>Marge nette</i>	7,5%	5,0%	8,6%	10,2%	11,3%	12,5%

Indicateurs Bilan	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Crédits clientèle consolidés	54 488	58 854	59 194	61 562	64 024	66 585
<i>Variation</i>	5,6%	8,0%	0,6%	4,0%	4,0%	4,0%
Capitaux Propres PDG	7 255	7 191	7 318	7 489	7 700	7 919
<i>Variation</i>	0,2%	-0,9%	1,8%	2,3%	2,8%	2,8%
<i>ROE moyen</i>	3,2%	2,4%	4,5%	5,5%	6,3%	7,0%
Total Bilan	70 755	75 201	78 074	80 856	83 736	86 718
<i>ROA moyen</i>	0,27%	0,23%	0,43%	0,52%	0,58%	0,65%

Indicateurs Boursiers	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
BPA	17,2	12,9	24,5	30,9	35,9	41,5
P/E (x)	20,6	41,9	23,7	19,9	17,1	14,8
DPA	18,0	18,0	18,0	20,0	25,0	30,0
Payout social	98%	123%	82%	72%	78%	81%
D/Y	5,1%	3,3%	3,1%	3,3%	4,1%	4,9%
ANA	546	542	551	564	580	596
P/B (x)	0,65	1,00	1,05	1,09	1,06	1,03

[1] Coût du risque / Crédits bruts sur la clientèle (Base consolidée) / [2] Sur la base des cours du 30 juin 2025 [3] Moyenne 2015-2024 (hors année 2020 marquée par la crise Covid)

Sources : Etats Financiers Consolidés, Calculs & Estimations AGR

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

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

- Après une croissance moyenne de +13,4% sur la période 2023-2024, le Groupe CDM afficherait un TCAM de son PNB de +7,5% 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 s'est amélioré de -7,0 pts à 51,4% en 2024. A horizon 2027E, le COEX devrait se rapprocher de la moyenne sectorielle pour se situer autour des 45,5% grâce à des efforts continus d'optimisation et de rationalisation des charges ;
- Le CDR devrait progresser à 484 MDH à horizon 2027E, équivalent à un taux du CDR⁽¹⁾ de 62 PBS contre 66 PBS en 2024. À noter que la baisse du coût du risque en 2024 est justifiée par une amélioration du taux de créances en souffrance⁽²⁾ qui est passé de 8,08% en 2023 à 7,30% en 2024 ;
- Le RNPG devrait atteindre les 971 MDH à compter de 2027E, affichant ainsi un TCAM de +9,4% sur 2024-2027E. Ainsi, le titre se traite à un P/E 27E⁽³⁾ de 12,5x contre un niveau normatif du secteur bancaire de 17,0x⁽⁴⁾. La capacité du Groupe à soutenir la tendance haussière du DPA, permettrait au titre d'offrir un D/Y⁽²⁾ de 4,8% durant la période 2025E-2027E, soit le rendement de dividende le plus élevé du secteur bancaire coté.

CDM : INDICATEURS CONSOLIDÉS SUR LA PÉRIODE 2022-2027E

Indicateurs CPC (MDH)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PNB	2 569	2 927	3 303	3 590	3 843	4 098
<i>Variation</i>	4,4%	13,9%	12,9%	8,7%	7,0%	6,6%
Frais de Gestion	1 500	1 599	1 605	1 692	1 776	1 866
<i>Variation</i>	12,4%	6,6%	0,4%	5,4%	5,0%	5,1%
<i>Coefficient d'exploitation</i>	58,4%	54,6%	48,6%	47,1%	46,2%	45,5%
RBE affiché	1 069	1 328	1 698	1 898	2 066	2 232
<i>Marge RBE</i>	41,6%	45,4%	51,4%	52,9%	53,8%	54,5%
Coût du risque	310	445	398	423	454	484
<i>Variation</i>	388,0%	43,7%	-10,5%	6,1%	7,3%	6,8%
<i>Taux du coût du risque</i>	60	81	66	64	63	62
RNPG affiché	404	503	741	831	896	971
<i>Variation</i>	-35,6%	24,4%	47,3%	12,1%	7,9%	8,4%
<i>Marge nette</i>	15,7%	17,2%	22,4%	23,1%	23,3%	23,7%

Indicateurs Bilan	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Crédits clientèle consolidés	48 497	51 062	56 622	62 001	67 581	73 326
<i>Variation</i>	5,2%	5,3%	10,9%	9,5%	9,0%	8,5%
Capitaux Propres PDG	6 309	7 034	7 879	8 256	8 608	8 991
<i>Variation</i>	1,0%	11,5%	12,0%	4,8%	4,3%	4,5%
<i>ROE moyen</i>	6,4%	7,5%	9,9%	10,3%	10,6%	11,0%
Total Bilan	62 863	67 265	74 051	81 977	90 289	98 936
<i>ROA moyen</i>	0,65%	0,77%	1,05%	1,06%	1,04%	1,03%

Indicateurs Boursiers	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
BPA	37,2	46,2	68,1	76,3	82,3	89,3
P/E (x)	16,1	17,2	13,7	14,7	13,6	12,5
DPA	27,0	34,2	41,7	50,0	54,0	58,0
Payout social	70%	70%	65%	69%	70%	69%
D/Y	4,5%	4,3%	4,5%	4,5%	4,8%	5,2%
ANA	580	646	724	759	791	826
P/B (x)	1,03	1,23	1,28	1,48	1,42	1,36

(1) Coût du risque / Crédits bruts sur la clientèle (Base consolidée) / (2) Taux de créances en souffrance (Base GPBM) / (3) Sur la base des cours du 30 juin 2025

(4) Moyenne 2015-2024 (hors année 2020 marquée par la crise Covid)

Sources : Etats Financiers Consolidés, Calculs & Estimations AGR

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

CFG BANK : UNE MONTÉE EN CHARGE DE L'ACTIVITÉ TOUJOURS IMPORTANTE SUR LE MT

- Après une montée en charge attendue de l'activité de +43,2% en 2024, CFG Bank devrait afficher un TCAM de +18,9% durant la période 2024-2027E. Ce scénario est justifié par la marge de progression naturelle dont dispose la banque au niveau de l'activité du crédit au Maroc. À noter que lors de son « Capital Market Days » tenu en mai 2025, la banque a annoncé son ambition de doubler l'encours des crédits à horizon 2028E-2029E. La PDM des crédits passerait de 1,3% à 2,1% entre 2024 et [2028E-2029E] ;
- Grâce à un effet taille croissant, le coefficient d'exploitation poursuivrait son optimisation passant de 58,8% en 2024 à moins de 50,0% à horizon 2027E ;
- Le CDR devrait se situer autour des 78 MDH à horizon 2027E, équivalent à un taux du CDR⁽¹⁾ de 26 PBS. Ce niveau est justifié par le positionnement de la banque sur des segments de clients relativement moins risqués à l'image des crédits immobiliers acquéreurs pour les particuliers et les crédits d'investissement dédiés aux PME et aux grandes entreprises ;
- Tenant compte d'une normalisation du taux d'IS après consommation des déficits fiscaux reportables à horizon 2025E, le RNPG devrait atteindre les 439 MDH à compter de 2027E, affichant un TCAM cible de +18,8%. Le titre se traite à un P/E 27E⁽²⁾ de 18,3x contre un niveau normatif du secteur de 17,0x⁽³⁾, justifiant son profil de « valeur de croissance ».

CFG BANK : INDICATEURS CONSOLIDÉS SUR LA PÉRIODE 2022-2027E

Indicateurs CPC (MDH)	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PNB	500	657	941	1 204	1 382	1 582
<i>Variation</i>	<i>25,0%</i>	<i>31,4%</i>	<i>43,2%</i>	<i>27,9%</i>	<i>14,7%</i>	<i>14,5%</i>
Frais de Gestion	387	434	553	627	699	780
<i>Variation</i>	<i>11,4%</i>	<i>12,2%</i>	<i>27,6%</i>	<i>13,3%</i>	<i>11,5%</i>	<i>11,6%</i>
<i>Coefficient d'exploitation</i>	<i>77,3%</i>	<i>66,0%</i>	<i>58,8%</i>	<i>52,0%</i>	<i>50,6%</i>	<i>49,3%</i>
RBE affiché	114	224	388	578	683	802
<i>Marge RBE</i>	<i>22,7%</i>	<i>34,0%</i>	<i>41,2%</i>	<i>48,0%</i>	<i>49,4%</i>	<i>50,7%</i>
Coût du risque	31	25	41	51	63	78
<i>Variation</i>	<i>-13,8%</i>	<i>-19,8%</i>	<i>65,2%</i>	<i>24,3%</i>	<i>24,0%</i>	<i>22,7%</i>
<i>Taux du coût du risque</i>	<i>35</i>	<i>17</i>	<i>23</i>	<i>24</i>	<i>25</i>	<i>26</i>
RNPG affiché	44	166	262	363	404	439
<i>Variation</i>	<i>53,7%</i>	<i>278,3%</i>	<i>57,7%</i>	<i>38,5%</i>	<i>11,4%</i>	<i>8,7%</i>
<i>Marge nette</i>	<i>8,8%</i>	<i>25,3%</i>	<i>27,8%</i>	<i>30,1%</i>	<i>29,3%</i>	<i>27,8%</i>

Indicateurs Bilan	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Crédits clientèle consolidés	8 806	14 251	17 394	21 047	25 046	29 554
<i>Variation</i>	<i>31,8%</i>	<i>61,8%</i>	<i>22,1%</i>	<i>21,0%</i>	<i>19,0%</i>	<i>18,0%</i>
Capitaux Propres PDG	852	1 666	1 813	2 060	2 338	2 638
<i>Variation</i>	<i>11,8%</i>	<i>95,6%</i>	<i>8,8%</i>	<i>13,6%</i>	<i>13,5%</i>	<i>12,8%</i>
<i>ROE moyen</i>	<i>5,4%</i>	<i>13,2%</i>	<i>15,1%</i>	<i>18,7%</i>	<i>18,4%</i>	<i>17,7%</i>
Total Bilan	15 372	22 134	24 902	28 244	31 674	35 319
<i>ROA moyen</i>	<i>0,40%</i>	<i>0,95%</i>	<i>1,18%</i>	<i>1,45%</i>	<i>1,43%</i>	<i>1,39%</i>

Indicateurs Boursiers	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
BPA	-	4,7	7,5	10,4	11,5	12,6
P/E (x)	-	29,8	29,7	22,2	19,9	18,3
DPA	-	3,3	3,3	3,6	4,0	4,4
Payout social	-	110%	86%	67%	67%	68%
D/Y	-	2,3%	1,5%	1,6%	1,7%	1,9%
ANA	-	48	52	59	67	75
P/B (x)	-	2,97	4,29	3,91	3,44	3,05

[1] Coût du risque / Crédits bruts sur la clientèle (Base consolidée) / [2] Sur la base des cours du 30 juin 2025 [3] Moyenne 2015-2024 (hors année 2020 marquée par la crise Covid)

Sources : Etats Financiers Consolidés, Calculs & Estimations AGR

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



ANNEXES



ANNEXE 1 : INDICATEURS AU T1-2025



ANNEXE 2 : CROISSANCE AU T1-2025



ANNEXE 3 : TAUX DE RÉALISATION -
PRÉVISIONS ANNUELLES 2025E VS. RÉALISATIONS DU T1-2025

ANNEXE 1 : INDICATEURS AU T1-2025

Banques	rubrique	T1-22	T1-23	T1-24	T1-25
ATW bank	PNB	6 601	6 861	8 520	9 024
	<i>Frais de gestion</i>	2 807	2 983	3 011	3 084
	Coefficient d'exploitation	42,5%	43,5%	35,3%	34,2%
	<i>Coût du risque de crédit</i>	773	502	1 021	913
	RNPG	1 585	1 820	2 474	2 822
	<i>Total Bilan</i>	598 109	628 715	665 154	732 199
BCP	PNB	4 902	4 820	6 049	6 949
	<i>Frais de gestion</i>	2 517	2 612	2 761	2 853
	Coefficient d'exploitation	51,3%	54,2%	45,6%	41,1%
	<i>Coût du risque de crédit</i>	896	874	1 295	1 548
	RNPG	831	609	1 086	1 293
	<i>Total Bilan</i>	468 053	502 281	523 828	552 338
BOA	PNB	3 630	3 834	4 465	4 968
	<i>Frais de gestion</i>	1 949	2 026	2 087	2 091
	Coefficient d'exploitation	53,7%	52,8%	46,7%	42,1%
	<i>Coût du risque de crédit</i>	686	703	932	936
	RNPG	483	531	732	920
	<i>Total Bilan</i>	350 887	393 084	399 186	418 476
CIH Bank	PNB	812	969	1 123	1 300
	<i>Frais de gestion</i>	442	462	495	548
	Coefficient d'exploitation	54,4%	47,7%	44,1%	42,2%
	<i>Coût du risque de crédit</i>	126	221	275	276
	RNPG	146	165	199	298
	<i>Total Bilan</i>	104 400	117 505	123 006	137 836
BMCI	PNB	759	792	910	983
	<i>Frais de gestion</i>	539	565	586	600
	Coefficient d'exploitation	71,0%	71,4%	64,4%	61,1%
	<i>Coût du risque de crédit</i>	118	120	124	188
	RNPG	53	52	102	110
	<i>Total Bilan</i>	69 342	72 383	73 578	79 013
CDM	PNB	648	719	791	890
	<i>Frais de gestion</i>	353	381	391	412
	Coefficient d'exploitation	54,5%	53,1%	49,4%	46,3%
	<i>Coût du risque de crédit</i>	23	59	65	62
	RNPG	134	137	159	198
	<i>Total Bilan</i>	61 028	64 489	69 141	74 163
CFG Bank	PNB	116	144	208	303

Sources : Etats Financiers Consolidés, Calculs AGR

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

ANNEXE 2 : CROISSANCE AU T1-2025

banque	rubrique	T1-22	T1-23	T1-24	T1-25
ATW bank	PNB	6,9%	3,9%	24,2%	5,9%
	<i>Frais de gestion</i>	2,0%	6,2%	0,9%	2,4%
	Coefficient d'exploitation	-2,1%	0,9%	-8,1%	-1,2%
	<i>Coût du risque de crédit</i>	-8,4%	-35,1%	103,3%	-10,5%
	RNPG	20,2%	14,8%	35,9%	14,1%
	<i>Total Bilan</i>	6,2%	5,1%	5,8%	10,1%
BCP	PNB	2,0%	-1,7%	25,5%	14,9%
	<i>Frais de gestion</i>	1,9%	3,7%	5,7%	3,3%
	Coefficient d'exploitation	0,0%	2,8%	-8,5%	-4,6%
	<i>Coût du risque de crédit</i>	-23,2%	-2,5%	48,1%	19,6%
	RNPG	66,4%	-26,7%	78%	19,0%
	<i>Total Bilan</i>	4,3%	7,3%	4,3%	5,4%
BOA	PNB	4,8%	5,6%	16,5%	11,3%
	<i>Frais de gestion</i>	4,2%	4,0%	3,0%	0,2%
	Coefficient d'exploitation	-0,3%	-0,9%	-6,1%	-4,6%
	<i>Coût du risque de crédit</i>	-9,0%	2,5%	32,6%	0,4%
	RNPG	9,2%	9,8%	38%	25,7%
	<i>Total Bilan</i>	4,1%	12,0%	1,6%	4,8%
CIH Bank	PNB	13,8%	19,2%	15,9%	15,8%
	<i>Frais de gestion</i>	4,3%	4,6%	7,2%	10,8%
	Coefficient d'exploitation	-5,0%	-6,7%	-3,6%	-1,9%
	<i>Coût du risque de crédit</i>	8,4%	75,1%	24,5%	0,5%
	RNPG	66,6%	13,1%	21%	49,6%
	<i>Total Bilan</i>	15,3%	12,6%	4,7%	12,1%
BMCI	PNB	3,8%	4,4%	14,8%	8,1%
	<i>Frais de gestion</i>	8,7%	4,9%	3,6%	2,5%
	Coefficient d'exploitation	3,2%	0,3%	-6,9%	-3,4%
	<i>Coût du risque de crédit</i>	-33,5%	1,5%	3,4%	51,9%
	RNPG	-34,6%	-1,3%	94,9%	8,0%
	<i>Total Bilan</i>	4,9%	4,4%	1,7%	7,4%
CDM	PNB	6,3%	11,0%	10,0%	12,6%
	<i>Frais de gestion</i>	8,2%	8,1%	2,4%	5,4%
	Coefficient d'exploitation	1,0%	-1,4%	-3,7%	-3,1%
	<i>Coût du risque de crédit</i>	-78%	159,8%	11,2%	-4,4%
	RNPG	46,5%	2%	17%	24,5%
	<i>Total Bilan</i>	6,0%	5,7%	7,2%	7,3%
CFG Bank	PNB	56,8%	24,1%	44,4%	45,7%

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 2025E VS. RÉALISATIONS DU T1-2025

Banques	Rubrique (MDH)	T1-25	2025E	TR T1-25 ⁽¹⁾
ATW bank	PNB	9 024	36 830	24,5%
	RBE	5 940	23 805	25,0%
	RNPG	2 822	10 394	27,1%
BCP	PNB	6 949	27 485	25,3%
	RBE	4 096	15 494	26,4%
	RNPG	1 293	4 821	26,8%
BOA	PNB	4 968	19 827	25,1%
	RBE	2 877	10 885	26,4%
	RNPG	920	3 741	24,6%
CIH Bank	PNB	1 300	5 216	24,9%
	RBE	752	2 957	25,4%
	RNPG	298	1 088	27,4%
BMCI	PNB	983	4 038	24,4%
	RBE	383	1 712	22,4%
	RNPG	110	410	26,9%
CDM	PNB	890	3 590	24,8%
	RBE	478	1 898	25,2%
	RNPG	198	831	23,9%
CFG Bank	PNB	303	1 204	25,2%
	RBE	170	578	29,4%
	RNPG	NC	363	-

[1] Taux de réalisation : Réalisations T1-2025 / Prévisions AGR 2025E

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 Ulдерic 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 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.benrhomdane@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 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.