

## ACHETER

Ancienne opinion	ACHETER
Date de publication	22/07/2025
Ancien cours objectif	1.285 DH

## CDM

Secteur	BANQUES
Reuters	CDM.CS
Bloomberg	CDM MC

## 1.285 DH

Actuel 02/12/2025	970 DH
Potentiel	+32%
Horizon	12 MOIS

## DES RÉALISATIONS SUPÉRIEURES AUX ATTENTES..., SOUTENUES PAR UNE AMÉLIORATION VISIBLE DU CDR

À fin septembre 2025, CDM affiche des réalisations solides qui confirment nos prévisions de croissance des bénéfices sur 2025E-2027E (*Cf. Rapport secteur bancaire - Juillet 2025*).

À l'analyse des résultats à fin septembre 2025, quatre messages sont à retenir :

- Le PNB progresse de +9,8% à 2.678 MDH, en ligne avec notre prévision annuelle de +8,7% à 3.590 MDH, soit un taux de réalisation 2025E de 75%. La marge d'intérêt explique plus de 80% de la hausse du PNB à travers une évolution de +10,9% à 1.993 MDH. À l'origine, un double effet positif : (1) la croissance des crédits de +5,2%<sup>[1]</sup> et (2) l'appréciation de la marge d'intermédiation<sup>[2]</sup> de +23 PBS selon nos propres calculs. Parallèlement, la marge sur commissions et le résultat des activités de marché<sup>[3]</sup> contribuent positivement à la hausse du PNB à travers des croissances respectives de +8,0% et +5,0%. Ainsi, les taux de réalisation à fin septembre 2025 ressortent à 78% et à 67% respectivement ;
- Le COEX s'améliore de -1,6 pts à 45,2% contre une prévision de -1,5 pts de 47,1%. Depuis le changement de l'Actionnaire de référence en 2022, le COEX enregistre une baisse cumulée de -9,4 pts. À l'origine de cette performance, le nouveau dynamisme du PNB dont la croissance ressort trois fois supérieure à celle des frais de gestion, soit des TCAM de +11,6% et +4,8% respectivement durant la période 2022-2025 ;
- Le CDR s'établit à 228 MDH, en baisse de -20,7%, largement meilleur par rapport à notre prévision 2025E de 423 MDH, soit un taux de réalisation de 54%. À l'origine, l'amélioration du taux de créances en souffrance de -88 PBS, passant de 8,3% à 7,4% ;
- Le RNPG affiche une croissance meilleure que prévu de +19,9% à 690 MDH par rapport à une estimation 2025E de +12,1% à 831 MDH. Il s'agit d'un taux de réalisation élevé de 83% qui conforte notre scénario de croissance en 2025E.

### CDM : RÉSULTATS CONSOLIDÉS À FIN SEPT-25 VS. PRÉVISIONS INITIALES AGR 2025E

En MDH	9M-24	9M-25	VAR 9M-25/9M-24	AGR 2025E	VAR 2025E/2024R	TR <sup>[5]</sup> 9M-25/25E
PNB	2.439	2.678	+9,8%	3.590	+8,7%	75%
Marge d'intérêt	1.796	1.993	+10,9%	2.651	+9,2%	75%
Marge/com	351	379	+8,0%	483	+5,0%	78%
ADM & Autres <sup>[3]</sup>	292	306	+5,0%	456	+9,8%	67%
RBE	1.298	1.468	+13,1%	1.898	+11,8%	77%
COEX	46,8%	45,2%	-1,6 pts	47,1%	-1,5 pts	-
CDR	288	228	-20,7%	423	+6,1%	54%
Taux CDR <sup>[4]</sup> (PBS)	70	52	-17 PBS	68	-2 PBS	-
RNPG affiché	575	690	+19,9%	831	+12,1%	83%

[1] Crédits nets sur la clientèle (base consolidée) [2] Approximation de la marge d'intermédiation : Marge d'intérêt annualisée / Crédits nets sur la clientèle (base consolidée) [3] Résultat des activités de marché et autres activités [4] En l'absence de publication des crédits bruts à fin septembre 2025, le taux du coût du risque est rapporté aux crédits net, soit: Coût du risque annualisé / Crédits nets sur la clientèle (base consolidée) [5] Réalisation à fin septembre 2025 / Prévision AGR 2025E

Sources : Communiqué de presse CDM, États Financiers CDM, Calculs & Estimations AGR

### Walid Kabbaj

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

### ÉVOLUTION DU TITRE (BASE 100)



### INDICATEURS MARCHÉ

Performances (%)	1 M	3 M	12 M
CDM	-7,6	-9,3	-2,0
MASI	-6,5	-8,8	+24,7

VMQ (MDH)	1 M	3 M	12 M
CDM	1,6	2,5	5,8
MASI	225	321	386

Capitalisation	Au 02/12/2025
En MDH	10.555
En M\$	1.141
Cours arrêtés au 02/12/2025	

## Crédit du Maroc | MAROC |

BLOOMBERG: CDM MC

Bilan (MDH)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Capitaux Propres Part du Groupe	6 246	6 309	7 034	7 879	8 256	8 608	8 991
Dépôts clientèle	46 239	48 582	51 755	56 998	62 413	68 030	73 812
Crédits clientèle	46 079	48 497	51 062	56 622	62 001	67 581	73 326
Total Bilan	59 346	62 863	67 265	74 051	81 977	90 289	98 936
CPC (MDH)	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PNB	2 460	2 569	2 927	3 303	3 590	3 843	4 098
Frais de Gestion	1 335	1 500	1 599	1 605	1 692	1 776	1 866
RBE	1 125	1 069	1 328	1 698	1 898	2 066	2 232
Coût du Risque	64	310	445	398	423	454	484
Impôts	426	345	380	553	639	710	770
RNPG	627	404	503	741	831	896	971
Croissance (%)	2021 <sup>(1)</sup>	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
PNB	3,3%	4,4%	13,9%	12,9%	8,7%	7,0%	6,6%
RBE	-1,9%	-5,0%	24,3%	27,9%	11,8%	8,8%	8,0%
Coût du Risque	-91,2%	388,0%	43,7%	-10,5%	6,1%	7,3%	6,8%
RNPG	153,6%	-35,6%	24,4%	47,3%	12,1%	7,9%	8,4%
DPA	469,2%	4,2%	26,7%	21,9%	19,9%	8,0%	7,4%
Dépôts clientèle	3,9%	5,1%	6,5%	10,1%	9,5%	9,0%	8,5%
Crédits clientèle	5,0%	5,2%	5,3%	10,9%	9,5%	9,0%	8,5%
Profitabilité / Rentabilité	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Coefficient d'Exploitation (%)	54,3%	58,4%	54,6%	48,6%	47,1%	46,2%	45,5%
Taux du Coût du risque <sup>(3)</sup> (PBS)	13	60	81	66	64	63	62
Taux d'IS effectif (CPC)	40,3%	46,4%	43,3%	42,7%	43,5%	44,2%	44,2%
Marge Nette	25,5%	15,7%	17,2%	22,4%	23,1%	23,3%	23,7%
ROA	1,08%	0,65%	0,77%	1,05%	1,06%	1,04%	1,03%
ROE	10,5%	6,4%	7,5%	9,9%	10,3%	10,6%	11,0%
Payout consolidé	45%	73%	74%	61%	65%	66%	65%
Payout social	41%	70%	70%	65%	69%	70%	69%
Données par Action (DH)	2021	2022	2023	2024	2025E <sup>(2)</sup>	2026E	2027E
Cours fin de période	600	600	797	930	970	970	970
BPA	57,7	37,2	46,2	68,1	76,3	82,3	89,3
DPA	25,9	27,0	34,2	41,7	50,0	54,0	58,0
ANA	574	580	646	724	759	791	826
Multiples Boursiers (fin de période)	2021	2022	2023	2024	2025E <sup>(2)</sup>	2026E	2027E
P/E(x)	10,4	16,1	17,2	13,7	12,7	11,8	10,9
D/Y (%)	4,3%	4,5%	4,3%	4,5%	5,2%	5,6%	6,0%
P/B (x)	1,05	1,03	1,23	1,28	1,28	1,23	1,17
Capitalisation (MDH)	6 529	6 529	8 672	10 120	10 555	10 555	10 555

(1) Croissance récurrente par rapport aux résultats 2020 Hors Don Covid (2) Cours arrêtés au 02/12/2025 (3) CDR rapporté aux crédits bruts sur la clientèle (consolidés)

Sources : États Financiers CDM, Calculs &amp; Estimations AGR, Prévisions AGR 2025E-2027E communiquées le 22 juillet 2025 | Cf. Rapport secteur bancaire - Juillet 2025



# ATTIJARI GLOBAL RESEARCH

DIRECTEUR STRATÉGIE Taha Jaidi +212 5 29 03 68 23 t.jaidi@attijari.ma Casablanca	DIRECTEUR ÉCONOMIE Abdelaziz Lahlou +212 5 29 03 68 37 ab.lahlou@attijari.ma Casablanca	DIRECTEUR ACTIVITÉS DE MARCHÉ Lamyae Oudghiri +212 5 29 03 68 18 l.oudghiri@attijari.ma Casablanca	SENIOR MANAGER Maria Iraqi +212 5 29 03 68 01 m.iraqui@attijari.ma Casablanca
SENIOR ASSOCIATE Mahat Zerhouni +212 5 29 03 68 16 m.zerhouni@attijari.ma Casablanca	SENIOR ASSOCIATE Meryeme Hadi +212 5 22 49 14 82 m.hadi@attijari.ma Casablanca	SENIOR ASSOCIATE Walid Kabbaj +212 5 22 49 14 82 w.kabbaj@attijari.ma Casablanca	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.aloui@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	Mehdi Benchekroun +212 5 29 03 68 14 m.benchekroun@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.benromdane@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.alaoui@attijariwafa.com	Dalal Tahoune +212 5 22 42 87 07 d.tahoune@attijariwafa.com
--	---	---	---

### ÉGYPTE

Ahmed Darwish +20 127 755 90 13 ahmed.mdarwish@attijariwafa.com.eg	Mehdi Belhabib +216 71 80 29 22 mehdi.belhabib@attijaribank.com.tn	Sherif Reda +971 50 560 8865 sreda@attijari-me.com	Abid Halim +225 20 20 01 55 abid.halim@sib.ci
--	--	--	---

### EUROPE

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

## AVERTISSEMENT

### RISQUES

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

### LIMITES DE RESPONSABILITÉ

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

Attijari Global Research n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Attijari Global Research ne fait aucune déclaration ou garantie et ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit au titre de la pertinence, de l'exhaustivité ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent. En tout état de cause, il appartient aux lecteurs de recouvrir 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, repérer 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.



Attijari  
Global Research