

RESEARCH REPORT

EQUITY

FÉVRIER
2026

| MAROC | BILAN & PERSPECTIVES
Secteur Bancaire

BANQUES COTÉES : AU CŒUR D'UN NOUVEAU CERCLE VERTUEUX DE RENTABILITÉ

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



Attijari
Global Research

NOS RECOMMANDATIONS

Les banques au Maroc ont évolué dans un contexte porteur en 2025, marqué par la combinaison d'une série de facteurs positifs : (1) une accélération de la croissance économique à 5,0% après 3,8% en 2024, soit un plus haut depuis 2017, (2) un effort d'investissement public inédit de 340 MMDH, soit 21% du PIB contre une moyenne historique de 17%^[1], et (3) une politique monétaire accommodante soutenant davantage la croissance. Pour rappel, Bank Al-Maghrib a décidé de réduire son TD de -25 PBS en mars 2025, et ce, pour la 3^{ème} fois depuis juin 2024 (*Cf. Taux Directeur-Mars 2025*).

Les messages clés à retenir lors de cette édition sont les suivants :

- Portés par le supercycle d'investissement du Maroc, les crédits à l'économie affichent en 2025, leur plus forte croissance observée depuis 15 ans, soit +8,0%. Comme attendu, les crédits à l'équipement s'accélèrent de +25% à 304 MMDH, représentant un poids record dans les crédits de 24% à fin 2025. À cet effet, le Trésor alimente les besoins de financement des institutionnels au Maroc via les opérations de lease-back de ses actifs immobiliers ;
- Les réalisations des banques cotées à fin septembre 2025 sont globalement en ligne avec nos prévisions initiales (*Cf. Rapport secteur bancaire - Juillet 2025*). Le secteur coté affiche un PNB en hausse de +6,0% à 72 MMDH et un RNPG en croissance de +13,6% à 17 MMDH. Au-delà de l'effet volume, les banques ont bénéficié de : (1) l'optimisation du coût de la ressource à travers un poids des RAV^[2] de 73% dans les dépôts, (2) la montée en charge des activités de marché dans la structure du PNB dans un environnement de Taux favorable, (3) l'adoption croissante du Digital Banking par les clients permettant une optimisation du réseau de distribution et se traduisant par une baisse du COEX de -0,6 pt à 41%, enfin (4) la baisse du CDR de -9,8% après 2 années d'appréciation, grâce à l'amélioration de la qualité des actifs au Maroc et en Afrique ;
- Nous sommes convaincus que le secteur bancaire coté demeure sous-évalué en Bourse. Dans un contexte où le ROE 26E-27E franchit pour la 1^{ère} fois la barre des 13,0%, le P/E du secteur ressort à un plus bas historique de 12,6x sur la même période. En effet, jamais le P/E n'a été aussi bas par rapport à la rentabilité financière du secteur. *Une situation inédite qui offrirait selon nous, un potentiel d'appréciation du secteur bancaire coté de +26% en 2026.*

Walid KABBAJ

Senior Associate
+212 5 22 49 14 82
w.kabbaj@attijari.ma

Taha JAIDI

Directeur Stratégie
+212 5 29 03 68 23
t.jaidi@attijari.ma

BANQUES COTÉES : VALORISATIONS FONDAMENTALES Vs. RECOMMANDATIONS

Valeurs	Cours ^[3]	TCAM 24-27E		Multiples 26-27E ^[3]			Cours cibles AGR			Recommandation AGR
		PNB	RNPG	P/E (x)	D/Y(%)	ROE	Ancien	Nouveau	Upside	
ATW bank ^[4]	734	+4,9%	+6,8%	14,0	2,9%	15,0%	-	-	-	-
BCP	278,9	+4,7%	+10,4%	10,4	4,5%	11,6%	391	391	+40%	ACHETER
BOA	209	+5,3%	+8,3%	10,9	4,8%	12,9%	300	300	+44%	ACHETER
CDM	1.050	+7,5%	+10,3%	12,0	5,5%	11,0%	1.285	1.285	+22%	ACHETER
CIH Bank	397	+7,9%	+11,6%	11,9	4,8%	11,5%	492	492	+24%	ACHETER
BMCI	630	+3,0%	+14,7%	18,3	4,4%	6,0%	700	700	+11%	CONSERVER
CFG Bank	230	+18,1%	+20,2%	19,2	1,8%	18,2%	287	287	+25%	ACHETER
Secteur	-	5,2%	8,5%	12,6x	3,7%	13,0%	-	-	+26%	-

[1] Moyenne sur la période 2019-2022 / [2] Ressources à vue à fin 2025 (Source GPBM)

[3] Cours arrêtés au 2 février 2026

[4] Pas de recommandation en raison des liens capitalistiques entre AGR et Attijariwafa bank

SOMMAIRE

I. ENVIRONNEMENT MACRO-ÉCONOMIQUE & SECTORIEL

- A. 2^{ème} Révision des prévisions de croissance économique pour l'année 2025
- B. Accélération des crédits portée par le supercycle d'investissement du Maroc
- C. Un environnement de Taux favorable à la poursuite de la dynamique des crédits
- D. Le poids des dépôts non rémunérés atteint un nouveau record en 2025

II. RÉALISATIONS DES BANQUES COTÉES EN 2025

- A. Le secteur bancaire maintient la trajectoire haussière de ses résultats en 2025
- B. Des réalisations 2025 supérieures à nos prévisions... grâce au coût du risque
- C. Soutenabilité de la croissance du PNB... grâce à la dynamique des crédits à l'équipement
- D. Une reconfiguration de la structure du PNB suite à la montée des activités de marché
- E. Une tendance baissière de fond du COEX grâce au Digital Banking
- F. Consolidation du taux de contentieux au Maroc après 4 années de dégradation
- G. Un retourment baissier du coût du risque justifié par le cadre macro-économique
- H. Une rentabilité financière qui franchit un nouveau palier

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

- A. Des réalisations en ligne avec nos prévisions initiales... confirmant notre scénario 2025E-27E
- B. Des valorisations en nette amélioration grâce à la force de la croissance
- C. ATW bank, seule valeur du secteur bancaire à surperformer le MASI en 2025

IV. FICHES VALEURS

- A. ATW BANK : Une visibilité renforcée de la croissance future des bénéfices
- B. BCP : Franchissement de la barre des 5,0 MMDH de bénéfices dès 2025E
- C. BOA : Franchissement des 4,0 MMDH de bénéfices à horizon 2026E
- D. CIH BANK : Vers un réajustement haussier de la politique de dividende en 2025E
- E. BMCI : Une capacité bénéficiaire pénalisée par le poids important des charges
- F. CDM : L'un des meilleurs couples « rendement-croissance » du secteur bancaire
- G. CFG Bank : Vers un doublement de la taille à horizon 2029E

V. ANNEXES

- A. Annexe 1 : Indicateurs à fin septembre 2025
- B. Annexe 2 : Croissance à fin septembre 2025
- C. Annexe 3 : Taux de réalisation - Prévisions annuelles 2025E Vs. Réalisations 9M-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	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 t.loudiyi@attijariwafa.com	UEMOA - CÔTE D'IVOIRE Mohamed Lemridi +225 20 21 98 26 mohamed.lemridi@sib.ci	BROKERAGE - TUNISIE Hichem Ben Romdhane +225 29 318 965 h.benromdhane@attijaribank.com.tns	CEMAC - CAMEROUN Ernest Pouhe +237 651 23 51 15 e.pouhe@attijarisecurities.com

Activités de marchés

MAROC

Mohamed Hassoun Filali +212 5 22 42 87 24 m.hassounfilali@attijariwafa.com	Amine Elhajli +212 5 22 42 87 09 a.elhajli@attijariwafa.com	Loubaba Alaoui Mdaghri +212 6 47 47 48 34 lalaouim@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	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 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 pas 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 évaluer l'adéquation des transactions qui leur sont présentées. La décision finale est la seule responsabilité de l'investisseur. Attijari Global Research ne saurait être tenu 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 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.



Attijari
Global Research