

RESEARCH REPORT

EQUITY

MARS
2026

MAROC TELECOM : CONFIRMATION DE NOTRE SCÉNARIO, RÉVISION DU COURS CIBLE

- 03 | Des réalisations 2025 légèrement en deçà de nos prévisions
- 04 | Ajustement de nos prévisions 2026E-2027E..., révision de notre cours objectif



Attijari
Global Research

CONSERVER

Ancienne opinion	CONSERVER
Date de publication	23/10/2025
Ancien cours objectif	110 DH

MAROC TELECOM

Secteur	TELECOMS
Reuters	IAM.CS
Bloomberg	IAM MC

100 DH

Actuel	93 DH
Potentiel	+8%
Horizon	12 Mois

EXECUTIVE SUMMARY

En marge de la publication des résultats annuels 2025 de Maroc Telecom, nous avons procédé à : une autoévaluation de notre scénario de croissance exposé lors de notre dernière note de Recherche, une actualisation des prévisions sur la période 2026E-2027E et un ajustement du cours objectif du titre.

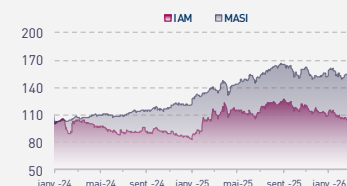
Au terme de cet exercice, nous ressortons avec les conclusions suivantes :

- Les résultats 2025 de Maroc Telecom ressortent légèrement en deçà de nos prévisions initiales, particulièrement au niveau des bénéfices et du dividende. À l'origine, une hausse plus importante que prévu des amortissements en lien avec l'effort d'investissement soutenu du Groupe et un payout affiché⁽¹⁾ de 50% contre une cible AGR de 70% ;
- L'année 2025 conforte notre scénario de croissance initial, exposé lors de notre dernière note de Recherche (*Cf. Maroc Telecom : Rééquilibrage entre investissement et dividende*). Celui-ci anticipe un réajustement de la politique de distribution historique du Groupe afin de soutenir l'effort d'investissement relatif au déploiement de la stratégie nationale « *Digital Morocco 2030* » ainsi que l'organisation de la Coupe du Monde 2030 ;
- Durant la période prévisionnelle 2026E-2027E, nous avons précédé au relèvement du ratio CAPEX/CA à 23% contre 21% initialement. Notre marge d'EBE ressort désormais autour des 50% sur la même période contre 52% initialement. Enfin, le payout cible est révisé à 65% contre un niveau initial de 70%. Sur la base des bénéfices récurrents⁽²⁾, le taux de distribution relatif à l'exercice 2025R s'élève à 62% ;
- Sur la base de l'actualisation de notre scénario de croissance du Groupe, nous avons procédé à une légère révision du cours objectif du titre. Celui ressort désormais à 100 DH contre 110 DH initialement. Par conséquent, **nous maintenons notre recommandation de CONSERVER le titre Maroc Telecom** ;
- Tenant compte des perspectives de croissance modérées de la capacité bénéficiaire de Maroc Telecom sur le MT, le rendement de dividende devient selon nous, le principal « *driver* » de la performance du titre en Bourse. Sur la base de notre cours objectif et d'un payout cible révisé à 65%, le D/Y moyen du titre ressort à 4,5%⁽³⁾ sur le MT. Il s'agit selon nous d'un niveau de rendement correct en mesure de soutenir un cours du titre autour des 100 DH.

Mahat Zerhouni

Senior Associate
+212 529 03 68 16
m.zerhouni@attijari.ma

ÉVOLUTION DU TITRE (BASE 100)



INDICATEURS MARCHÉ

Performances (%)	1 M	3 M	12 M
Maroc Telecom	-12,2	-17,6	-14,6
MASI	-8,9	-9,0	+2,3

VMQ (MDH)	1 M	3 M	12 M
Maroc Telecom	30	25	26
MASI	474	547	479

Capitalisation	Au 17/03/2026
En MDH	81.931
En M\$	7.800

Cours arrêtés au 17/03/2026

(1) Payout calculé sur la base RNPG affiché, payout de 62% sur la base du RNPG récurrent

(2) Ajusté de la rétrocession des 2 MMDH relative à la résolution du litige avec Wana Corporate

(3) Sur la base du cours objectif de 100 DH

DES RÉALISATIONS 2025 LÉGÈREMENT EN DEÇÀ DE NOS PRÉVISIONS

Les résultats 2025 de Maroc Telecom ressortent légèrement inférieurs à nos prévisions de croissance initiales, principalement au niveau du RNPG et du Dividende. Ces deux indicateurs affichent des taux de réalisation annuels respectifs de 94% et 83%.

Maroc : Un marché toujours sous pression..., mais soutenu par le relais « Data »

En 2025, les revenus au Maroc ressortent quasi-stables à 36,7 MMDH dans un contexte marqué par un cadre réglementaire relativement strict à l'égard de l'opérateur historique, notamment en matière d'offres et de promotions. L'activité Mobile Maroc évolue toujours sous pression avec un CA en repli de -4,7%. À l'origine, la poursuite de la cannibalisation de la voix classique par la Data et l'intensification croissante de la concurrence.

La Data constitue un relais de croissance pour l'activité Mobile Maroc sur le LT. En 2025, Ce segment affiche une croissance de +5,1% tandis que les revenus de la Data Fixe enregistrent une progression de +4,4%, soutenue par l'expansion du parc FTTH⁽¹⁾ de +35% sur l'année 2025.

Afrique : Une résilience du profil de croissance..., mais à un rythme modeste

Dans un contexte règlementaire et fiscal moins favorable dans plusieurs pays de présence, Maroc Telecom parvient à maintenir une trajectoire haussière de ses revenus à l'international en 2025, soit +2,4% à 19,2 MMDH. Cette résilience de la croissance est alimentée par la montée en charge progressive des activités à plus forte VA. Il s'agit de la *Data Mobile*, de l'*Internet Fixe* et du *Mobile Money* qui compensent la tendance baissière de fond des terminaisons d'appels Mobile observée sur les marchés africains.

Préservation de la marge d'EBE au-dessus du seuil historique des 50%

Malgré les pressions concurrentielle et réglementaire, le Groupe Maroc Telecom arrive à préserver des niveaux de rentabilité attractifs, soit une marge d'EBE de 50,4% contre une moyenne historique 15 ans (2010-2025) de 52,4%. Cette capacité avérée du Management à défendre un tel niveau de rentabilité sur le LT reposerait en partie sur la marge de manœuvre des filiales en Afrique en termes d'optimisation de leurs charges opérationnelles, à l'image des activités au Maroc.

Un bénéfice récurrent et un dividende légèrement inférieurs à nos attentes

Le RNPG affiché de Maroc Telecom en 2025 ressort à 7,0 MMDH. Ce niveau exceptionnel tient compte de l'impact positif des rétrocessions financières issues de la transaction conclue en mars 2025 avec Wana Corporate. À l'issue de cet accord, le montant de l'indemnisation initiale a été réduit de 6,38 MMDH à 4,38 MMDH, soit une restitution de 2,0 MMDH de la part de Wana Corporate.

Sur une base récurrente, le RNPG ressort en dessous de nos attentes à 5,6 MMDH contre une prévision AGR de 6,0 MMDH. À l'origine, un taux de réalisation de 91% de l'EBITA en raison du poids relativement élevé des amortissements, soit 21% du CA 2025. Tenant compte d'un payout de 62% contre une cible AGR de 70%, le DPA ressort à 4,0 DH contre une prévision de 4,81 DH.

MAROC TELECOM : RÉSULTATS CONSOLIDÉS 2025R VS. PRÉVISIONS INITIALES AGR

EN MDH	2024R	2025R	VAR	AGR 25E	VAR 25E	TR 2025 ⁽²⁾
CA Consolidé	36 704	36 681	-0,1%	37 203	+1,4%	99%
CA Net Maroc	19 143	18 692	-2,4%	19 101	-0,2%	98%
CA Net International	18 706	19 150	+2,4%	19 267	+3,0%	99%
EBITDA publié	19 188	18 493	-3,6%	19 333	+0,8%	96%
Marge EBITDA	52,3%	50,4%	-1,9 pts	52,0%	-0,3 pt	
EBITA ajusté ⁽²⁾	12 092	11 547	-4,5%	12 698	+5,0%	91%
Marge EBITA	33,2%	31,5%	-1,7 pts	34,1%	0,9 pt	
RNPG ajusté ⁽²⁾	5 938	5 649	-4,9%	6 038	+1,7%	94%
Marge nette	16,7%	15,4%	-1,3 pts	16,2%	-0,5 pt	
RNPG publié	1 792	6 969	+5 177 MDH	6 038	+4 246 MDH	-
Marge nette	4,9%	19,0%	-	16,2%	+11,3 pts	
CFFO	9 101	8 022	-11,9%	7 759	-14,7%	-
CFFO/EBITDA	47,4%	43,4%	-4,0 pts	40,1%	-7,3 pts	
DPA (DH)	1,43	4,00	+179,7%	4,81	+236,2%	83%

(1) Fiber To The Home

(2) TR: Taux de réalisation : Résultat 2025R / Prévision annuelle 2025E

(3) Ajusté de la rétrocession des 2 MMDH relative à la résolution du litige avec Wana Corporate

Sources : Communiqué de Presse Maroc Telecom 2025, Calculs & Estimations AGR



AJUSTEMENT DE NOS PRÉVISIONS 2026E-2027E..., RÉVISION DE NOTRE COURS OBJECTIF

Une période 2026E-2027E sous le signe de l'investissement

Dans le cadre de la stratégie « *Digital Morocco 2030* », le Royaume ambitionne d'accélérer le développement de ses infrastructures numériques durant les années à venir. L'objectif étant de soutenir la transformation digitale de l'économie marocaine tout en répondant aux exigences liées à l'organisation de la Coupe du Monde 2030.

À horizon 2030, ce programme prévoit le déploiement de 5,6 Mn de prises FTTH contre 1 Mn actuellement ainsi que l'introduction progressive de la 5G, avec un objectif de couverture de 70% de la population. Face à cette montée importante de l'usage de la Data, les opérateurs Télécoms devraient déployer un effort d'investissement soutenu à travers la modernisation continue des réseaux mobiles et l'extension accélérée de la fibre optique.

Comme évoqué lors de notre dernière note de Recherche ([Maroc Telecom Résultats S1 25](#)), cette nouvelle dynamique impliquerait un réajustement de la politique d'investissement de Maroc Telecom. Il s'agit d'un nouveau ratio cible CAPEX/CA autour des 23,0% sur la période 2026E-2027E, contre 21,0% retenu dans notre scénario initial. Parallèlement, nous retenons un payout cible prudent autour de 65%. Ce taux de distribution nous semble plus cohérent avec ce nouveau cycle d'investissement.

Tenant compte principalement de ce réajustement au niveau du CAPEX, notre cours objectif est révisé à 100 DH contre 110 DH précédemment. Sur la base du cours du titre en Bourse, nous recommandons de **CONSERVER** le titre.

Actualisation de notre scénario de croissance 2026E-2027E

En marge de l'actualisation des prévisions de Maroc Telecom durant la période 2026E-2027E, nous ressortons avec les grandes tendances suivantes :

- Un chiffre d'affaires consolidé en progression annuelle moyenne modérée autour de +2,0%. Une trajectoire haussière des revenus soutenue par la montée en puissance des revenus Data ;
- Une marge EBE en légère consolidation par rapport à nos prévisions initiales, soit autour des 50%, contre une moyenne de 52% sur la période 2020-2024 ;
- Un ratio CAPEX/CA relevé à 23% en moyenne contre 21% initialement. Une situation qui reflète l'intensité du nouveau cycle d'investissement ;
- Un RNPG récurrent évoluant vers les 6,0 MMDH, soit un TCAM de +4,0% ;
- Un DPA revu à 4,5 DH en 2026E et à 4,6 DH en 2027E, sur la base d'un payout cible de 65%. Ce niveau de DPA est équivalent à un D/Y moyen de 4,8%⁽¹⁾ sur la période étudiée.

MAROC TELECOM : NOS PRÉVISIONS DE CROISSANCE 2026E-2027E

EN MDH	2025R	2026E	VAR 25R-26E	2027E	VAR 26E-27E
CA Consolidé	36 681	37 185	+1,4%	38 209	+2,8%
EBITDA récurrent	18 493	18 584	+0,5%	19 133	+3,0%
Marge EBITDA	50,4%	50,0%	-0,4 pt	50,1%	+0,1 pt
EBITA récurrent	10 782	10 487	-2,7%	10 890	+3,8%
Marge EBITA	29,4%	28,2%	-1,2 pts	28,5%	+0,3%
RNPG récurrent	5 649	6 035	+6,8%	6 113	+1,3%
Marge nette	16,2%	16,2%	-	16,0%	-0,2 pt
CAPEX	10 894	8 996	-5,5%	8 860	8 986
%CA	29,7%	24,2%	-5,5 pts	23,2%	-1,0 pt
DPA	4,00	4,46		4,60	
Payout cible	62,0%	65,0%	+12%	65,0%	+3%
D/Y (cours au 17/03/26)	3,7%	4,7%		4,9%	

(1) Sur la base du cours au 19/03/26 de 94,3 DH

Sources : Communiqué de Presse Maroc Telecom 2025, Calculs & Estimations AGR



ATTIJARI GLOBAL RESEARCH

DIRECTEUR STRATÉGIE Taha Jaidi +212 5 29 03 68 23 t.jaidi@attijari.ma Casablanca	DIRECTEUR ÉCONOMIE Abdelaziz Lahlou +212 5 29 03 68 37 ab.lahlou@attijari.ma Casablanca	DIRECTEUR ACTIVITÉS DE MARCHÉ Lamyae Oudghiri +212 5 29 03 68 18 l.oudghiri@attijari.ma Casablanca	SENIOR MANAGER Maria Iraqi +212 5 29 03 68 01 m.iraqui@attijari.ma Casablanca
SENIOR ASSOCIATE Mahat Zerhouni +212 5 29 03 68 16 m.zerhouni@attijari.ma Casablanca	SENIOR ASSOCIATE Meryeme Hadi +212 5 22 49 14 82 m.hadi@attijari.ma Casablanca	SENIOR ASSOCIATE Walid Kabbaj +212 5 22 49 14 82 w.kabbaj@attijari.ma Casablanca	ANALYST UEMOA Oussama Boutabaa +212 5 22 49 14 82 o.boutabaa@attijari.ma Casablanca
SENIOR ANALYST Inès Khouaja +216 31 34 13 10 khouaja.ines@attijaribourse.com.tn Tunis	FINANCIAL ANALYST Ulderic Djadjo +237 681 77 89 40 u.djadjo@attijarisecurities.com Douala		

Bourse / Gestion d'Actifs / Conseil

BROKERAGE - MAROC

Abdellah Alaoui +212 5 29 03 68 27 a.alaoui@attijari.ma	Rachid Zakaria +212 5 29 03 68 48 r.zakaria@attijari.ma	Anis Hares +212 5 29 03 68 34 a.hares@attijari.ma	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.tn

CEMAC - CAMEROUN

Ernest Pouhe +237 674119567 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.darwish@barclays.com
--

TUNISIE

Mehdi Belhabib +216 71 80 29 22 mehdi.belhabib@attijaribank.com.tn
--

MIDDLE EAST - DUBAÏ

Serge Bahaderian +971 0 43 77 03 00 sbahaderian@attijari-me.com

UEMOA - CÔTE D'IVOIRE

Abid Halim +225 20 20 01 55 abid.halim@sib.ci

CEMAC - GABON

Atef Gabsi (Gabon) +241 60 18 60 02 atef.gabsi@ugb-banque.com
Elvira Nomo (Cameroun) +237 67 27 34 367 e.nomo@attijarisecurities.com

AVERTISSEMENT

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

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

Attijari Global Research n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Attijari Global Research ne fait aucune déclaration ou garantie et ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent. En tout état de cause, il appartient aux lecteurs de recueillir les avis internes et externes qu'ils estiment nécessaires, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tout autre spécialiste, pour vérifier l'adéquation des transactions qui leur sont présentées. La décision finale est la seule responsabilité de l'investisseur. Attijari Global Research ne saurait être tenue pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans ses présentations.

SOURCES D'INFORMATION
Nos publications se basent sur une information publique. Attijari Global Research œuvre pour la fiabilité de l'information fournie. Néanmoins, elle n'est en mesure de garantir ni sa véracité ni son exhaustivité. Les opinions formulées émanent uniquement des analystes rédacteurs. Ce document et toutes les pièces jointes sont fondés sur des informations publiques et ne peuvent en aucune circonstance être utilisés ou considérés comme un engagement de Attijari Global Research.

CHANGEMENT D'OPINION
Les recommandations formulées reflètent une opinion constituée d'éléments disponibles et publics pendant la période de préparation de la dite note. Les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés à tout moment sans préavis.

INDÉPENDANCE D'OPINION
Attijari Global Research préserve une indépendance totale par rapport aux opinions et recommandations émises. Par conséquent, les décisions d'investissement du Groupe Attijariwafa bank ou de ses filiales peuvent être en contradiction avec les recommandations et/ou les stratégies publiées dans les notes de Recherche.

RÉMUNÉRATION ET COURANT D'AFFAIRES
Les analystes financiers responsables de la préparation de ce rapport reçoivent des rémunérations basées sur des facteurs divers, dont principalement le niveau de compétence, la régularité des publications, la qualité de la Recherche et la pertinence des sujets abordés. Le Groupe Attijariwafa bank pourrait entretenir un courant d'affaires avec les sociétés couvertes dans les publications de Attijari Global Research.

ADÉQUATION DES OBJECTIFS
Les différentes publications de Attijari Global Research sont préparées abstraction faite des circonstances financières individuelles et des objectifs des personnes qui les reçoivent. Les classes d'actifs et les stratégies traitées pourraient ne pas convenir aux différents profils des investisseurs. Pour cette raison, reposer une décision d'investissement uniquement sur ces opinions pourrait ne pas mener vers les objectifs escomptés.

PROPRIÉTÉ ET DIFFUSION
Ce document est la propriété de Attijari Global Research. Ce support ne peut être dupliqué, copié en partie ou en globalité sans l'accord écrit de la Direction de Attijari Global Research. Ce document ne peut être distribué que par Attijari Global Research ou une des filiales du Groupe Attijariwafa bank.

AUTORITÉS DE TUTELLE
Les activités d'investissement et de conseil sont régies par l'organe de contrôle relatif aux différents pays de présence. Il s'agit plus précisément de l'AMMC au Maroc, de la CMF en Tunisie, de la CREPMF à l'UEMOA, de la COSUMAF à la CEMAC et de la CMA en Egypt. Toute personne acceptant la réception de ce document est liée par les termes ci-dessus.