

RESEARCH REPORT

EQUITY

JUILLET
2026

| AGR-FORECAST UPDATE | MAROC SECTEUR BANCAIRE COTÉ

RÉVISION À LA **BAISSE** DES PRÉVISIONS **2026E...**, UN EFFET **RATTRAPAGE** ATTENDU POUR **2027E**

- 02 | Executive Summary
- 03 | Analyse agrégée du secteur bancaire coté
- 04 | Banques cotées : fiches valeurs



Attijari
Global Research

Rapport à usage institutionnel

EXECUTIVE SUMMARY

En marge des résultats publiés au titre du 1^{er} trimestre 2026, des tendances économiques identifiées et des insights retenus lors des conférences tenues par le Management, nous avons procédé à une actualisation de nos prévisions de croissance des banques cotées sur la période 2026E-2028E.

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

- Au titre du T1-26, le secteur bancaire coté⁽¹⁾ affiche un repli de son PNB de -4,5% à 23,0 MMDH. Une baisse globalement prévisible en raison de la forte contraction des activités de marché⁽²⁾ de -47,3%, soit de -2,6 MMDH. Après plusieurs exercices exceptionnels, les activités de marché ont été pénalisées par le retournement haussier de la courbe des Taux au Maroc dans un contexte géopolitique instable qui semble raviver le risque inflationniste ;
- La soutenabilité de la dynamique des crédits conjuguée aux efforts de recouvrement a permis de contrebalancer la contre-performance des activités de marché et la hausse des charges opérationnelles en lien avec le déploiement des projets digitaux. Dans ces conditions, le secteur bancaire coté arrive à maintenir une trajectoire haussière de ses bénéfices durant ce 1^{er} trimestre, soit +2,2% à 5,8 MMDH ;
- L'année 2026E serait marquée par une décélération de la croissance des résultats des banques cotées et ce, en comparaison de nos prévisions initiales. Ce scénario est justifié par la contreperformance des activités de marché et l'augmentation plus importante que prévu des investissements digitaux. Au titre de 2026, nous révisons à la baisse la croissance du PNB de +4,8% à +1,1% et celle des bénéfices de +6,6% à +3,5% ;
- La période 2027E-2028E serait marquée par une nette reprise de la croissance du secteur bancaire coté sous l'effet de la normalisation de l'effet négatif des activités de marché et de l'accélération de l'effort d'investissement public à l'approche de l'échéance cruciale de 2030.

Walid KABBAJ

Senior Associate

+212 5 22 49 14 82

w.kabbaj@attijari.ma

(1) En l'absence de publication des résultats détaillés au T1-26, le périmètre du secteur bancaire coté n'inclut pas CFG Bank /

(2) Résultat des activités de marché, des autres activités et des activités d'assurance

RÉVISION À LA BAISSÉ DES PRÉVISIONS 2026E..., UN EFFET RATRAPAGE ATTENDU POUR 2027E

- Le **PNB** agrégé des banques cotées⁽¹⁾ recule de -4,5% au T1-26 pénalisé par la forte contraction du résultat des activités de marché⁽²⁾ [-47,3%] et ce, dans un environnement de Taux moins favorable pour l'activité obligataire ;
- Après une baisse de -6,5% en 2025, le **CDR** du secteur coté se replie de -58,7% au T1-26. À l'origine, l'amélioration de la qualité des actifs soutenue par un assainissement du portefeuille de crédits et un effort de recouvrement important ;
- Le **RNPG** agrégé affiche une croissance positive modeste de +2,2% au T1-26 à 5,8 MMDH. En effet, la nette amélioration du coût du risque a pu contrebalancer la contre-performance attendue des activités de marché.

BANQUES COTÉES⁽¹⁾ : RÉSULTATS CONSOLIDÉS 2025 / T1-26 VS. PRÉVISIONS INITIALES AGR

Rubrique (en MDH)	2024	2025	VAR 25/24	2025E old	VAR 25E/24R	TR ⁽⁵⁾ 2025	T1-25	T1-26	VAR
Croissance des crédits ⁽³⁾	4,6%	6,7%	2,1 pts	6,7%	2,1 pts	100%	4,5%	5,4%	0,9 pts
PNB	91 598	96 427	5,3%	97 339	6,3%	99%	24 115	23 029	-4,5%
Marge d'intérêt	55 970	60 331	7,8%	59 200	5,8%	102%	14 603	15 746	7,8%
Marge sur commissions	16 563	17 750	7,2%	17 212	3,9%	103%	4 099	4 430	8,1%
Activités de marché et Autres ⁽²⁾	19 065	18 346	-3,8%	20 926	9,8%	88%	5 413	2 854	-47,3%
FRAIS DE GESTION	39 189	41 431	5,7%	40 522	3,4%	102%	9 588	10 119	5,5%
Coefficient d'exploitation (%)	42,8%	43,0%	0,2 pts	41,6%	-1,2 pts	-	39,8%	43,9%	4,2 pts
RBE	52 409	54 996	4,9%	56 816	8,4%	97%	14 526	12 910	-11,1%
Coût du risque (CDR)	15 905	14 865	-6,5%	15 070	-5,2%	99%	3 924	1 623	-58,7%
Taux du CDR ⁽⁴⁾ (PBS)	126	111	-15 PBS	112	-14 PBS	-	137	54	-83 PBS
RNPG	19 281	21 720	12,6%	21 870	13,4%	99%	5 641	5 763	2,2%
Dividendes distribués	9 630	10 509	9,1%	10 349	7,5%	102%	-	-	-

- Révision à la baisse de la croissance du **PNB** du secteur en 2026E à +1,1% contre +4,8% initialement. Sur 2026E-2028E, le **PNB** affiche un TCAM de +6,9%, porté par la dynamique des crédits (+7,4%) et la normalisation des Taux au Maroc ;
- Révision à la hausse du **COEX** du secteur à 44,4% en 2026E contre 41,0% initialement sous l'effet des investissements plus importants que prévu dans le digital. À horizon 2028E, ce ratio se stabiliserait en deçà des 43% ;
- Révision à la baisse du **CDR** du secteur à -13,0% en 2026E contre +0,7% initialement. Le **CDR** progresserait de +5,7% en moyenne annuelle sur 2027E-2028E portant le **taux de CDR⁽⁴⁾** à 88 PBS en 2028E. Ce niveau converge vers la moyenne pré-Covid de 82 PBS (2017-2019). Le **RNPG** progresserait de +3,5% en 2026E contre +6,6% initialement, avant d'afficher un TCAM de +9,0% sur 2026E-2028E.

BANQUES COTÉES⁽¹⁾ : RÉVISION DES PRÉVISIONS AGR DURANT LA PÉRIODE 2026E-2028E

Rubrique (en MDH)	2025R	2026E old	VAR ⁽⁶⁾	2026E new	VAR 26E new	2027E	2028E	TCAM 26E-28E
Croissance des crédits ⁽³⁾	6,7%	7,0%	0,2 pts	6,8%	0,1 pts	7,4%	7,3%	7,4%
PNB	96 427	102 016	4,8%	97 524	1,1%	103 944	111 393	6,9%
Marge d'intérêt	60 331	62 075	4,9%	63 853	5,8%	68 035	73 437	7,2%
Marge sur commissions	17 750	18 080	5,0%	18 762	5,7%	19 636	20 535	4,6%
Activités de marché et Autres ⁽²⁾	18 346	21 862	4,5%	14 909	-18,7%	16 273	17 422	8,1%
FRAIS DE GESTION	41 431	41 837	3,2%	43 304	4,5%	45 415	47 666	4,9%
Coefficient d'exploitation (%)	43,0%	41,0%	-0,6 pts	44,4%	1,4 pts	43,7%	42,8%	-0,8 pts
RBE	54 996	60 179	5,9%	54 220	-1,4%	58 529	63 727	8,4%
Coût du risque de crédit	14 865	15 179	0,7%	12 926	-13,0%	13 681	14 448	5,7%
Taux du coût du risque ⁽⁴⁾ (PBS)	111	106	-7 PBS	90	-21 PBS	89	88	-1 PBS
RNPG	21 720	23 307	6,6%	22 477	3,5%	24 365	26 702	9,0%
Dividendes distribués	10 509	10 872	5,1%	11 153	6,1%	11 811	12 496	5,8%

(1) Périmètre T1-25 et T1-26 hors CFG Bank / (2) Résultat des activités de marché, des autres activités et des activités d'assurance / (3) Crédits nets sur la clientèle / (4) Coût du risque annualisé rapporté aux crédits bruts en 2024-2028E et aux crédits nets au T1-25 et T1-26 / (5) Réalisations 2025 / Prévisions initiales AGR 2025E / (6) Variation Prévision AGR 2026E initiale contre 2025E initiale

Sources : États financiers, Calculs & Estimations AGR

ATW BANK : MAINTIEN DE NOS PRÉVISIONS DE CROISSANCE DU PNB SUR LA PÉRIODE 2026E-2028E

- Décélération de la croissance du **PNB** au T1-26 par rapport à la moyenne observée sur 2023-2025, passant de +12,1% à +2,9%. À l'origine, la normalisation du résultat des activités de marché dans un contexte de Taux moins favorable ;
- Poursuite de la baisse du **CDR** en 2026, soit de -33% au 1^{er} trimestre, justifiée par l'amélioration de la qualité des actifs. Il s'agit d'une amélioration du rythme de déclasserement des créances combinée à la performance du recouvrement ;
- Maintien d'une trajectoire haussière du **RNPG** au T1-26 (+3,6% à 2,9 MMDH) malgré le recul du résultat des activités de marché⁽¹⁾ (-9,9%) et la hausse plus que proportionnelle des frais de gestion par rapport au PNB (+6,6% Vs +2,9%).

ATW BANK : RÉSULTATS CONSOLIDÉS 2025 / T1-26 VS. PRÉVISIONS INITIALES AGR

Rubrique (en MDH)	2024	2025	VAR 25/24	2025E old	VAR 25E/24R	TR ⁽⁴⁾ 2025	T1-25	T1-26	VAR
Croissance des crédits ⁽²⁾	+5,3%	+8,3%	+3,0 pts	+8,0%	+2,7 pts	104%	+8,2%	+5,7%	-2,5 pts
PNB	34 507	34 921	1,2%	36 220	5,0%	96%	9 024	9 288	2,9%
Marge d'intérêt	19 721	21 112	7,1%	20 984	6,4%	101%	5 158	5 561	7,8%
Marge sur commissions	6 671	7 126	6,8%	7 005	5,0%	102%	1 730	1 803	4,2%
Activités de marché et Autres ⁽¹⁾	8 114	6 683	-17,6%	8 231	1,4%	81%	2 136	1 924	-9,9%
FRAIS DE GESTION	12 463	13 223	6,1%	12 837	3,0%	103%	3 084	3 287	6,6%
Coefficient d'exploitation (%)	36,1%	37,9%	1,7 pts	35,4%	-0,7 pts	-	34,2%	35,4%	1,2 pts
RBE	22 044	21 699	-1,6%	23 383	6,1%	93%	5 940	6 001	1,0%
Coût du risque (CDR)	4 210	3 665	-13,0%	3 679	-12,6%	100%	913	609	-33,3%
Taux du CDR ⁽³⁾ (PBS)	95	77	-19 PBS	77	-18 PBS	-	82	51	-31 PBS
RNPG	9 504	10 645	12,0%	10 373	9,1%	103%	2 822	2 924	3,6%
DPA (DH)	19,0	22,0	15,8%	20,0	5,3%	110%	-	-	-

- Maintien de notre prévision de croissance initiale du **PNB** de +4,7% en 2026E. Celle-ci tient compte d'une croissance des crédits de +8,0% et d'une baisse des Activités de marché⁽¹⁾ de -4,6% contre +2,2% initialement. Nous retenons un TCAM du PNB de +6,6% sur la période 2026E-2028E ;
- Révision à la hausse du **COEX** en 2026E à 38,0% contre 34,9% initialement, justifiée par un effort d'investissement plus important que prévu au niveau des projets digitaux. Sur le MT, le **COEX** devrait être maîtrisé en dessous des 38,0% ;
- Révision à la baisse de la croissance du **RNPG** en 2026E à +4,9% contre +6,2% initialement. Sur 2026E-2028E, le TCAM des bénéfices ressort à +7,3% porté par : (1) la dynamique des crédits au Maroc, (2) la normalisation des activités de marché et (3) la maîtrise du **CDR**⁽³⁾ autour des 66 PBS.

ATW BANK : RÉVISION DES PRÉVISIONS AGR DURANT LA PÉRIODE 2026E-2028E

Rubrique (en MDH)	2025R	2026E old	VAR ⁽⁵⁾	2026E new	VAR 26E new	2027E	2028E	TCAM 26E-28E
Croissance des crédits ⁽²⁾	8,3%	8,0%	0,0 pts	8,0%	-0,3 pts	8,0%	7,0%	7,5%
PNB	34 921	37 943	4,8%	36 558	4,7%	38 949	41 537	6,6%
Marge d'intérêt	21 112	22 143	5,5%	22 703	7,5%	24 407	26 276	7,6%
Marge sur commissions	7 126	7 390	5,5%	7 483	5,0%	7 819	8 171	4,5%
Activités de marché et Autres ⁽¹⁾	6 683	8 409	2,2%	6 372	-4,6%	6 722	7 090	5,5%
FRAIS DE GESTION	13 223	13 257	3,3%	13 879	5,0%	14 668	15 502	5,7%
Coefficient d'exploitation (%)	37,9%	34,9%	-0,5 pts	38,0%	0,1 pts	37,7%	37,3%	-0,3 pts
RBE	21 699	24 686	5,6%	22 679	4,5%	24 281	26 034	7,1%
Coût du risque de crédit	3 665	3 509	-4,6%	3 512	-4,2%	3 737	3 879	5,1%
Taux du coût du risque ⁽³⁾ (PBS)	77	68	-9 PBS	68	-9 PBS	67	65	-2 PBS
RNPG	10 645	11 013	6,2%	11 163	4,9%	11 939	12 847	7,3%
DPA (DH)	22,0	21,0	5,0%	23,0	4,5%	25,0	27,0	8,3%

(1) Résultat des activités de marché, des autres activités et des activités d'assurance / (2) Crédits nets sur la clientèle / (3) Coût du risque annualisé rapporté aux crédits bruts sur la clientèle sur 2024-2028E ainsi qu'au T1-25 et T1-26 / (4) Taux de réalisation en 2025 : Réalisations 2025 / Prévisions initiales AGR 2025E / (5) Variation Prévision AGR 2026E initiale contre 2025E initiale

Sources : États financiers, Calculs & Estimations AGR

BCP : RÉVISION DE NOTRE SCÉNARIO DE CROISSANCE EN 2026E..., AVANT LA REPRISE DE L'ACTIVITÉ EN 2027E

- Retournement baissier du **PNB** au T1-26 de -17,6% après une progression moyenne de +9,4% sur la période 2023-2025. À l'origine, la forte baisse du résultat des activités de marché⁽¹⁾ de -72% dans un contexte de Taux moins favorable ;
- Amélioration de la qualité du portefeuille grâce à un assainissement des créances en souffrance. En 2025, le taux de contentieux⁽²⁾ passe de 10,0% à 9,3% et le **coût du risque** recule de -13,5%. Une tendance qui se confirme au T1-26 ;
- Au T1-26, le **RNPG** ressort en baisse de -10,8% sous l'effet négatif du résultat des activités de marché. La forte baisse du coût du risque de -94% a permis d'atténuer le repli anticipé des activités de marché.

BCP : RÉSULTATS CONSOLIDÉS 2025 / T1-26 VS. PRÉVISIONS INITIALES AGR

Rubrique (en MDH)	2024	2025	VAR 25/24	2025E old	VAR 25E/24R	TR ⁽⁵⁾ 2025	T1-25	T1-26	VAR
Croissance des crédits ⁽³⁾	-0,8%	4,0%	4,9 pts	4,0%	4,8 pts	101%	-0,4%	3,6%	4,0 pts
PNB	25 601	26 985	5,4%	27 141	6,0%	99%	6 949	5 724	-17,6%
Marge d'intérêt	14 619	15 543	6,3%	15 158	3,7%	103%	3 756	4 030	7,3%
Marge sur commissions	4 162	4 384	5,3%	4 266	2,5%	103%	1 014	1 092	7,8%
Activités de marché et Autres ⁽¹⁾	6 821	7 058	3,5%	7 718	13,2%	91%	2 179	602	-72,4%
FRAIS DE GESTION	11 556	12 046	4,2%	11 909	3,1%	101%	2 853	3 021	5,9%
Coefficient d'exploitation (%)	45,1%	44,6%	-0,5 pts	43,9%	-1,3 pts	-	41,1%	52,8%	11,7 pts
RBE	14 045	14 939	6,4%	15 232	8,5%	98%	4 096	2 702	-34,0%
Coût du risque (CDR)	6 196	5 363	-13,5%	5 659	-8,7%	95%	1 548	96	-93,8%
Taux du CDR ⁽⁴⁾ (PBS)	194	163	-31 PBS	170	-24 PBS	-	216	13	-203 PBS
RNPG	4 145	4 503	8,6%	4 990	20,4%	90%	1 293	1 153	-10,8%
DPA (DH)	10,5	11,0	4,8%	11,5	9,5%	96%	-	-	-

- Révision à la baisse de la croissance du **PNB** en 2026E, passant de +4,3% initialement à -3,9%. Durant 2027E-2028E, le TCAM du **PNB** ressort à +7,1% soutenu par la dynamique des crédits et la normalisation des activités de marché ;
- Révision à la hausse du **COEX** en 2026E à 48,5% contre 43,4% initialement, sous l'effet du recul du **PNB** et de la hausse des charges (en lien avec l'entrée en exploitation du nouveau siège à CFC et les investissements IT). À horizon 2028E, le **COEX** se situerait à un niveau plus normatif autour des 46,0% grâce à la reprise de la croissance du **PNB** ;
- Révision à la baisse de la croissance du **RNPG** en 2026E à -1,8% contre +5,9% initialement. Sur 2026E-2028E, le TCAM du **RNPG** ressort à +13,1% porté par la reprise des crédits au Maroc, l'effet rattrapage des activités de marché et le retour progressif du **coût du risque**⁽⁴⁾ vers ses niveaux pré-Covid autour de 120 PBS.

BCP : RÉVISION DES PRÉVISIONS AGR DURANT LA PÉRIODE 2026E-2028E

Rubrique (en MDH)	2025R	2026E old	VAR ⁽⁶⁾	2026E new	VAR 26E new	2027E	2028E	TCAM 26E-28E
Croissance des crédits ⁽³⁾	4,0%	5,0%	1,0 pts	4,0%	0,0 pts	6,0%	7,0%	6,5%
PNB	26 985	28 309	4,3%	25 922	-3,9%	27 655	29 718	7,1%
Marge d'intérêt	15 543	15 655	3,3%	16 105	3,6%	16 971	18 309	6,6%
Marge sur commissions	4 384	4 436	4,0%	4 559	4,0%	4 742	4 932	4,0%
Activités de marché et Autres ⁽¹⁾	7 058	8 218	6,5%	5 258	-25,5%	5 942	6 478	11,0%
FRAIS DE GESTION	12 046	12 273	3,1%	12 566	4,3%	13 109	13 675	4,3%
Coefficient d'exploitation (%)	44,6%	43,4%	-0,5 pts	48,5%	3,8 pts	47,4%	46,0%	-1,2 pts
RBE	14 939	16 036	5,3%	13 357	-10,6%	14 546	16 043	9,6%
Coût du risque de crédit	5 363	5 767	1,9%	4 460	-16,8%	4 546	4 670	2,3%
Taux du coût du risque ⁽⁴⁾ (PBS)	163	165	-5 PBS	130	-33 PBS	125	120	-5 PBS
RNPG	4 503	5 287	5,9%	4 421	-1,8%	4 970	5 654	13,1%
DPA (DH)	11,0	12,0	4,3%	11,5	4,5%	12,0	12,5	4,3%

(1) Résultat des activités de marché, des autres activités et des activités d'assurance / (2) Créances en souffrance / Crédits bruts à la clientèle / (3) Crédits nets sur la clientèle / (4) Coût du risque annualisé rapporté aux crédits bruts en 2024-2028E et aux crédits nets au T1-25 et T1-26 / (5) Réalisations 2025 / Prévisions initiales AGR 2025E / (6) Variation Prévision AGR 2026E initiale contre 2025E initiale

Sources : États financiers, Calculs & Estimations AGR

BOA : RÉVISION À LA BAISSSE DE NOTRE SCÉNARIO DE CROISSANCE EN 2026E..., UN EFFET RATTRAPAGE DÈS 2027E

- Au T1-26, le **PNB** recule de -2,2% pénalisé par la forte contraction du résultat des activités de marché⁽¹⁾ de -93%. Par ailleurs, la hausse des charges de +5,4% liée aux investissements relatifs à la transformation digitale et informatique explique en grande partie la dégradation du **COEX** passant de 42,1% à 45,4% sur une année glissante ;
- Après une hausse de +3,5% en 2025, le **CDR** s'inscrit en baisse de -28% au T1-26 à l'image de la tendance sectorielle ;
- Le **RNPG** maintient une croissance positive de +8,9% au T1-26 à 1,0 MMDH. À l'origine, l'amélioration du coût du risque, permettant de contrebalancer à la fois le recul du **PNB** et la dégradation du **COEX**.

BOA : RÉSULTATS CONSOLIDÉS 2025 / T1-26 VS. PRÉVISIONS INITIALES AGR

Rubrique (en MDH)	2024	2025	VAR 25/24	2025E old	VAR 25E/24R	TR ⁽⁴⁾ 2025	T1-25	T1-26	VAR
Croissance des crédits ⁽²⁾	6,3%	2,3%	-4,0 pts	5,5%	-0,8 pts	42%	3,9%	1,7%	-2,2 pts
PNB	18 717	20 339	8,7%	20 038	7,1%	101%	4 968	4 860	-2,2%
Marge d'intérêt	13 183	14 323	8,6%	13 896	5,4%	103%	3 547	3 755	5,9%
Marge sur commissions	3 916	4 182	6,8%	3 994	2,0%	105%	965	1 073	11,1%
Activités de marché et Autres ⁽¹⁾	1 617	1 834	13,4%	2 148	32,8%	85%	456	33	-92,9%
FRAIS DE GESTION	8 690	9 306	7,1%	8 941	2,9%	104%	2 091	2 205	5,4%
Coefficient d'exploitation (%)	46,4%	45,8%	-0,7 pts	44,6%	-1,8 pts	-	42,1%	45,4%	3,3 pts
RBE	10 027	11 033	10,0%	11 097	10,7%	99%	2 877	2 655	-7,7%
Coût du risque (CDR)	3 178	3 288	3,5%	3 316	4,4%	99%	936	677	-27,6%
Taux du CDR ⁽³⁾ (PBS)	129	130	1 PBS	128	-1 PBS	-	163	116	-47 PBS
RNPG	3 427	3 814	11,3%	3 844	12,2%	99%	920	1 003	8,9%
DPA (DH) ⁽⁵⁾	10,0	10,0	-0,5%	10,0	0,0%	100%	-	-	-

- Révision à la baisse de notre prévision de croissance du **PNB** en 2026E, passant de +4,5% initialement à +0,2%. En effet, la contraction des Activités de marché⁽¹⁾ de -34,8% serait compensée par la progression de la marge d'intérêt (+3,3%) et de la marge sur commissions (+5,0%). Sur 2026E-2028E, le **PNB** afficherait un TCAM de +4,8% ;
- Révision à la hausse du **COEX** en 2026E à 47,7% contre 43,7% initialement. À l'origine, une croissance des charges de +4,5%, liée en partie aux investissements dans la transformation digitale et informatique face à un **PNB** quasi stable. À horizon 2028E, ce ratio devrait se stabiliser autour des 47% ;
- Légère progression du **RNPG** en 2026E de +1,0% grâce à la baisse de -16,5% du coût du risque. Sur 2026E-2028E, le **RNPG** afficherait un TCAM de +6,0% porté par un effet rattrapage du **PNB** et une stabilité du **CDR**⁽³⁾ autour des 103 PBS.

BOA : RÉVISION DES PRÉVISIONS AGR DURANT LA PÉRIODE 2026E-2028E

Rubrique (en MDH)	2025R	2026E old	VAR ⁽⁶⁾	2026E new	VAR 26E new	2027E	2028E	TCAM 26E-28E
Croissance des crédits ⁽²⁾	2,3%	6,0%	0,5 pts	3,5%	1,2 pts	4,0%	5,0%	4,5%
PNB	20 339	20 938	4,5%	20 378	0,2%	21 220	22 368	4,8%
Marge d'intérêt	14 323	14 572	4,9%	14 791	3,3%	15 372	16 301	5,0%
Marge sur commissions	4 182	4 154	4,0%	4 391	5,0%	4 588	4 772	4,2%
Activités de marché et Autres ⁽¹⁾	1 834	2 212	3,0%	1 196	-34,8%	1 260	1 295	4,1%
FRAIS DE GESTION	9 306	9 160	2,4%	9 722	4,5%	10 115	10 524	4,0%
Coefficient d'exploitation (%)	45,8%	43,7%	-0,9 pts	47,7%	2,0 pts	47,7%	47,1%	-0,3 pts
RBE	11 033	11 778	6,1%	10 656	-3,4%	11 105	11 844	5,4%
Coût du risque de crédit	3 288	3 350	1,0%	2 747	-16,5%	2 829	2 942	3,5%
Taux du coût du risque ⁽³⁾ (PBS)	130	122	-6 PBS	105	-25 PBS	104	103	-1 PBS
RNPG	3 814	4 114	7,0%	3 851	1,0%	4 026	4 324	6,0%
DPA (DH) ⁽⁵⁾	10,0	10,0	0,0%	10,0	0,5%	10,0	10,0	0,0%

(1) Résultat des activités de marché et des autres activités / (2) Crédits nets sur la clientèle / (3) Coût du risque annualisé rapporté aux crédits bruts en 2024-2028E et aux crédits nets au T1-25 et T1-26 / (4) Taux de réalisation 2025 : Réalisations 2025 / Prévisions initiales AGR 2025E / (5) Dont 5 DH sous forme d'actions gratuites / (6) Variation Prévision AGR 2026E initiale contre 2025E initiale

Sources : États financiers, Calculs & Estimations AGR

CIH BANK : MAINTIEN DE NOTRE SCÉNARIO DE CROISSANCE INITIAL SUR LA PÉRIODE 2026E-2028E

- Au T1-26, le **PNB** recule de -2,4% sous l'effet des activités de marché⁽¹⁾ [-65,4%]. L'accélération des crédits⁽²⁾ de +23,9% a soutenu la dynamique de croissance à la fois de la marge d'intérêt (+19,2%) et de la marge sur commissions (+47,0%);
- La hausse des frais de gestion de +8,9% au T1-26 implique une dégradation du **COEX** à 47,0% contre 42,2% au T1-25. Parallèlement, le **coût du risque** s'améliore de -10,2% et le **taux de CDR**⁽³⁾ évolue de 117 PBS à 85 PBS ;
- Le **RNPG** enregistre un repli de -17,5% à 246 MDH au T1-26. L'amélioration du coût du risque n'a pas pu compenser le double effet de la baisse de l'activité et de la hausse des charges.

CIH BANK : RÉSULTATS CONSOLIDÉS 2025 / T1-26 VS. PRÉVISIONS INITIALES AGR

Rubrique (en MDH)	2024	2025	VAR 25/24	2025E old	VAR 25E/24R	TR ⁽⁴⁾ 2025	T1-25	T1-26	VAR
Croissance des crédits ⁽²⁾	11,5%	16,7%	5,2 pts	11,0%	-0,5 pts	152%	4,9%	23,9%	18,9 pts
PNB	4 740	5 423	14,4%	5 275	11,3%	103%	1 300	1 269	-2,4%
Marge d'intérêt	2 996	3 382	12,9%	3 302	10,2%	102%	811	967	19,2%
Marge sur commissions	425	464	9,4%	450	6,0%	103%	118	174	47,0%
Activités de marché et Autres ⁽¹⁾	1 319	1 576	19,5%	1 522	15,4%	104%	370	128	-65,4%
FRAIS DE GESTION	2 080	2 328	11,9%	2 240	7,7%	104%	548	597	8,9%
Coefficient d'exploitation (%)	43,9%	42,9%	-1,0 pts	42,5%	-1,4 pts	-	42,2%	47,0%	4,9 pts
RBE	2 660	3 094	16,4%	3 034	14,1%	102%	752	672	-10,6%
Coût du risque (CDR)	1 072	1 209	12,9%	1 137	6,1%	106%	276	248	-10,2%
Taux du CDR ⁽³⁾ (PBS)	100	97	-3 PBS	96	-4 PBS	-	117	85	-32 PBS
RNPG	876	1 089	24,4%	1 090	24,5%	100%	298	246	-17,5%
DPA (DH)	14,0	14,0	0,0%	16,0	14,3%	88%	-	-	-

- Relèvement de notre prévision de croissance des crédits en 2026E de +9,0% à +15,5%. Le **PNB** progresserait de +5,0% soutenu par la marge d'intérêt (+15,5%) et la marge sur commissions (+35,0%) qui compenseraient la baisse attendue des activités de marché (-26,5%). Sur 2026E-2028E, le **PNB** afficherait un TCAM plus soutenu de +12,9% ;
- Révision à la baisse du **CDR** à -7,2% en 2026E contre une hausse de +7,0% initialement. Le **taux de CDR**⁽³⁾ ressortirait ainsi à 78 PBS en 2026E avant de se stabiliser à 80 PBS à horizon 2028E ;
- Maintien de notre prévision de croissance du **RNPG** en 2026E à +6,7% contre +6,4% initialement. Sur 2026E-2028E, le **RNPG** afficherait un TCAM de +16,8% porté par la dynamique des crédits à l'équipement. Ce scénario repose sur les besoins de financement générés par les grands projets annoncés par le Royaume.

CIH BANK : RÉVISION DES PRÉVISIONS AGR DURANT LA PÉRIODE 2026E-2028E

Rubrique (en MDH)	2025R	2026E old	VAR ⁽⁵⁾	2026E new	VAR 26E new	2027E	2028E	TCAM 26E-28E
Croissance des crédits ⁽²⁾	16,7%	9,0%	-2,0 pts	15,5%	-1,2 pts	14,0%	12,0%	13,0%
PNB	5 423	5 630	6,7%	5 692	5,0%	6 432	7 259	12,9%
Marge d'intérêt	3 382	3 523	6,7%	3 906	15,5%	4 446	5 074	14,0%
Marge sur commissions	464	486	8,0%	627	35,0%	677	745	9,0%
Activités de marché et Autres ⁽¹⁾	1 576	1 621	6,5%	1 158	-26,5%	1 309	1 440	11,5%
FRAIS DE GESTION	2 328	2 360	5,4%	2 520	8,2%	2 721	2 938	8,0%
Coefficient d'exploitation (%)	42,9%	41,9%	-0,6 pts	44,3%	1,3 pts	42,3%	40,5%	-1,9 pts
RBE	3 094	3 270	7,8%	3 172	2,5%	3 711	4 321	16,7%
Coût du risque de crédit	1 209	1 216	7,0%	1 123	-7,2%	1 296	1 470	14,4%
Taux du coût du risque ⁽³⁾ (PBS)	97	94	-2 PBS	78	-19 PBS	79	80	1 PBS
RNPG	1 089	1 160	6,4%	1 162	6,7%	1 355	1 584	16,8%
DPA (DH)	14,0	18,0	12,5%	16,0	14,3%	18,0	20,0	11,8%

(1) Résultat des activités de marché et des autres activités / (2) Crédits nets sur la clientèle / (3) Coût du risque annualisé rapporté aux crédits bruts en 2024-2028E et aux crédits nets au T1-25 et T1-26 / (4) Taux de réalisation 2025 : Réalisations 2025 / Prévisions initiales AGR 2025E / (5) Variation Prévision AGR 2026E initiale contre 2025E initiale

Sources : États financiers, Calculs & Estimations AGR

CDM : FRANCHISSEMENT DE LA BARRE DES 1,0 MMDH DE BÉNÉFICES DÈS 2027E

- Au T1-26, le **PNB** progresse de +4,2% malgré la forte contraction des activités de marché⁽¹⁾ [-54,1%]. À l'origine, une exposition historiquement plus limitée sur ce segment, soit un poids moyen⁽²⁾ de 10,9% contre 18,6% pour le secteur ;
- La hausse contenue des charges de +1,7% au T1-26 témoigne de la discipline opérationnelle du management. Le **coût du risque** enregistre une reprise nette de +69 MDH au T1-26 contre une dotation nette de -62 MDH au T1-25. Un constat qui traduit la bonne performance du dispositif de recouvrement de la banque ;
- Le **RNPG** progresse de +37,2% au T1-26 grâce principalement à la maîtrise des charges et du coût du risque.

CDM : RÉSULTATS CONSOLIDÉS 2025 / T1-26 VS. PRÉVISIONS INITIALES AGR

Rubrique (en MDH)	2024	2025	VAR 25/24	2025E old	VAR 25E/24R	TR ⁽⁵⁾ 2025	T1-25	T1-26	VAR
Croissance des crédits ⁽³⁾	10,9%	11,0%	0,1 pts	9,5%	-1,4 pts	116%	6,6%	6,7%	0,1 pts
PNB	3 303	3 568	8,0%	3 585	8,5%	100%	890	928	4,2%
Marge d'intérêt	2 428	2 681	10,4%	2 651	9,2%	101%	655	739	12,7%
Marge sur commissions	460	494	7,3%	488	6,2%	101%	133	143	7,0%
Activités de marché et Autres ⁽¹⁾	415	394	-5,1%	445	7,3%	88%	101	46	-54,1%
FRAIS DE GESTION	1 605	1 652	3,0%	1 692	5,4%	98%	412	419	1,7%
Coefficient d'exploitation (%)	48,6%	46,3%	-2,3 pts	47,2%	-1,4 pts	-	46,3%	45,1%	-1,1 pts
RBE	1 698	1 916	12,8%	1 893	11,5%	101%	478	509	6,4%
Coût du risque (CDR)	398	383	-3,8%	386	-3,0%	99%	62	-69	NS
Taux du CDR ⁽⁴⁾ (PBS)	66	57	-9 PBS	59	-8 PBS	-	44	-46	-89 PBS
RNPG	741	864	16,5%	848	14,5%	102%	198	272	37,2%
DPA (DH)	41,7	48,0	15,1%	50,0	19,9%	96%	-	-	-

- Relèvement de notre prévision de croissance des crédits à +10,0% en 2026E contre +9,0% initialement. Ainsi, le **PNB** progresserait de +4,9% malgré la baisse attendue des activités de marché de -31,7%. Sur la période 2026E-2028E, le **PNB** afficherait un TCAM de +9,9% porté par la bonne dynamique de l'activité crédits ;
- Révision à la baisse du **COEX** en 2026E à 45,9% contre 46,3% initialement. À horizon 2028E, le ratio poursuivrait son amélioration à 42,1%, bénéficiant de la trajectoire haussière du **PNB** et de la discipline opérationnelle de la banque ;
- Révision à la baisse du **coût du risque** en 2026E, soit de -4,1% contre une hausse de +7,9% initialement. Le **taux de CDR⁽⁴⁾** ressortirait à 50 PBS avant de se normaliser progressivement à 70 PBS à horizon 2028E. Le **RNPG** progresserait de +6,6% en 2026E contre +7,9% initialement. Sur la période 2026E-2028E, le TCAM des bénéfices ressort à +10,0%.

CDM : RÉVISION DES PRÉVISIONS AGR DURANT LA PÉRIODE 2026E-2028E

Rubrique (en MDH)	2025R	2026E old	VAR ⁽⁶⁾	2026E new	VAR 26E new	2027E	2028E	TCAM 26E-28E
Croissance des crédits ⁽³⁾	11,0%	9,0%	-0,5 pts	10,0%	-1,0 pts	9,5%	9,0%	9,3%
PNB	3 568	3 840	7,1%	3 744	4,9%	4 111	4 524	9,9%
Marge d'intérêt	2 681	2 848	7,4%	2 949	10,0%	3 228	3 568	10,0%
Marge sur commissions	494	520	6,5%	526	6,5%	557	588	5,7%
Activités de marché et Autres ⁽¹⁾	394	473	6,1%	269	-31,7%	325	368	17,0%
FRAIS DE GESTION	1 652	1 776	5,0%	1 719	4,0%	1 805	1 902	5,2%
Coefficient d'exploitation (%)	46,3%	46,3%	-0,9 pts	45,9%	-0,4 pts	43,9%	42,1%	-1,9 pts
RBE	1 916	2 064	9,0%	2 025	5,7%	2 306	2 622	13,8%
Coût du risque de crédit	383	417	7,9%	368	-4,1%	483	614	29,3%
Taux du coût du risque ⁽⁴⁾ (PBS)	57	58	-1 PBS	50	-7 PBS	60	70	10 PBS
RNPG	864	915	7,9%	921	6,6%	1 012	1 114	10,0%
DPA (DH)	48,0	55,0	10,0%	52,0	8,3%	55,0	60,0	7,4%

(1) Résultat des activités de marché et des autres activités / (2) Poids moyen 2023-2025 dans le PNB / (3) Crédits nets sur la clientèle /

(4) Coût du risque annualisé rapporté aux crédits bruts en 2024-2028E et aux crédits nets au T1-25 et T1-26 / (5) Taux de réalisation

2025 : Réalisations 2025 / Prévisions initiales AGR 2025E / (6) Variation Prévision AGR 2026E initiale contre 2025E initiale

Sources : États financiers, Calculs & Estimations AGR

BMCI : VERS UN RETOUR À UNE CAPACITÉ BÉNÉFICIAIRE DE 500 MDH EN 2026E

- Au T1-26, le **PNB** recule de -2,3% pénalisé par la contreperformance du résultat des activités de marché⁽¹⁾ de -29,1%, dans un contexte de remontée des taux d'intérêt au Maroc ;
- L'évolution contenue des frais de gestion de +1,0% en 2025 puis de -1,7% au T1-26 permet de stabiliser le **COEX** autour des 61,5% (+0,4 pt). Le **CDR** affiche une baisse significative de -67,5% grâce à la nouvelle dynamique du dispositif de recouvrement et à l'amélioration de la qualité de la production de crédits ;
- Le **RNPG** progresse de +50,0% au T1-26, grâce à la discipline opérationnelle et à la forte détente du **CDR**.

BMCI : RÉSULTATS CONSOLIDÉS 2025 / T1-26 VS. PRÉVISIONS INITIALES AGR

Rubrique (en MDH)	2024	2025	VAR 25/24	2025E old	VAR 25E/24R	TR ⁽⁴⁾ 2025	T1-25	T1-26	VAR
Croissance des crédits ⁽²⁾	0,6%	-0,6%	-1,2 pts	2,0%	1,4 pts	-31%	3,2%	-3,9%	-7,1 pts
PNB	3 789	3 944	4,1%	3 887	2,6%	101%	983	961	-2,3%
Marge d'intérêt	2 649	2 757	4,1%	2 689	1,5%	103%	675	694	2,9%
Marge sur commissions	528	570	7,9%	568	7,5%	100%	139	146	5,2%
Activités de marché et Autres ⁽¹⁾	611	616	0,8%	630	3,1%	98%	170	121	-29,1%
FRAIS DE GESTION	2 241	2 263	1,0%	2 276	1,6%	99%	600	590	-1,7%
Coefficient d'exploitation (%)	59,1%	57,4%	-1,8 pts	58,6%	-0,6 pts	-	61,1%	61,5%	0,4 pts
RBE	1 548	1 681	8,6%	1 611	4,1%	104%	383	370	-3,3%
Coût du risque (CDR)	810	912	12,5%	842	4,0%	108%	188	61	-67,5%
Taux du CDR ⁽³⁾ (PBS)	121	139	18 PBS	123	2 PBS	-	129	44	-85 PBS
RNPG	325	435	33,7%	389	19,6%	112%	110	165	50,0%
DPA (DH)	18,0	14,0	-22,2%	20,0	11,1%	70%	-	-	-

- Révision à la baisse de notre prévision de croissance du **PNB** en 2026E à -3,5% contre une hausse de +2,9% initialement. Durant 2026E-2028E, le **PNB** afficherait un TCAM de +3,6%, porté par la reprise progressive de l'ensemble des lignes métier ;
- Révision à la baisse de l'évolution des frais de gestion en 2026E à -1,5% permettant de limiter la dégradation du **COEX** qui se stabiliserait en dessous des 59% ;
- La révision à la baisse de notre prévision du **taux de CDR⁽³⁾** à 100 PBS en 2026E contre 122 PBS initialement porterait la croissance du **RNPG** à +20,6% en 2026E contre +10,3% initialement. Dans ces conditions, la banque pourrait revenir à une capacité bénéficiaire de 500 MDH à compter de 2026E.

BMCI : RÉVISION DES PRÉVISIONS AGR DURANT LA PÉRIODE 2026E-2028E

Rubrique (en MDH)	2025R	2026E old	VAR ⁽⁵⁾	2026E new	VAR 26E new	2027E	2028E	TCAM 26E-28E
Croissance des crédits ⁽²⁾	-0,6%	3,0%	1,0 pts	0,0%	0,6 pts	2,0%	3,0%	2,5%
PNB	3 944	4 001	2,9%	3 807	-3,5%	3 926	4 083	3,6%
Marge d'intérêt	2 757	2 731	1,6%	2 719	-1,4%	2 758	2 855	2,5%
Marge sur commissions	570	608	7,0%	599	5,0%	629	660	5,0%
Activités de marché et Autres ⁽¹⁾	616	662	5,1%	489	-20,7%	540	568	7,8%
FRAIS DE GESTION	2 263	2 311	1,6%	2 229	-1,5%	2 261	2 307	1,7%
Coefficient d'exploitation (%)	57,4%	57,8%	-0,8 pts	58,6%	1,2 pts	57,6%	56,5%	-1,0 pts
RBE	1 681	1 690	4,9%	1 578	-6,1%	1 665	1 777	6,1%
Coût du risque de crédit	912	859	2,0%	657	-28,0%	703	759	7,5%
Taux du coût du risque ⁽³⁾ (PBS)	139	122	-1 PBS	100	-39 PBS	105	110	5 PBS
RNPG	435	429	10,3%	524	20,6%	548	581	5,3%
DPA (DH)	14,0	25,0	25,0%	18,0	28,6%	18,0	18,0	0,0%

(1) Résultat des activités de marché et des autres activités / (2) Crédits nets sur la clientèle / (3) Coût du risque annualisé rapporté aux crédits bruts en 2024-2028E et aux crédits nets au T1-25 et T1-26 / (4) Taux de réalisation 2025 : Réalisations 2025 / Prévisions initiales AGR 2025E / (5) Variation Prévision AGR 2026E initiale contre 2025E initiale

Sources : États financiers, Calculs & Estimations AGR

CFG BANK : LÉGÈRE RÉVISION À LA HAUSSE DE NOTRE SCÉNARIO DE CROISSANCE SUR 2026E-2028E

- Au T1-26, la croissance du **PNB** ralentit à +2,3% sous l'effet du recul attendu des activités de marché⁽¹⁾ de -53,2%. La marge d'intérêt continue de progresser de manière soutenue à +33,6%, portée principalement par la dynamique des crédits. Ces derniers affichent une hausse de +19,5% ;
- Les frais de gestion reculent de -0,8% au T1-26, soit à un rythme inférieur à celui du **PNB**. Par conséquent, le **COEX** affiche une légère amélioration de -1,3 pts à 42,6% et ce, malgré le ralentissement du **PNB**. Un constat qui témoigne de la discipline opérationnelle au sein de la banque. Au final, le **RBE** progresse de +4,7% au T1-26.

CFG BANK : RÉSULTATS CONSOLIDÉS 2025 / T1-26 VS. PRÉVISIONS INITIALES AGR

Rubrique (en MDH)	2024	2025	VAR 25/24	2025E old	VAR 25E/24R	TR ⁽⁴⁾ 2025	T1-25	T1-26	VAR
Croissance des crédits ⁽²⁾	22,1%	25,2%	3,2 pts	21,0%	-1,1 pts	120%	22,4%	19,5%	-2,8 pts
PNB	941	1 247	32,5%	1 192	26,7%	105%	303	310	2,3%
Marge d'intérêt	373	532	42,6%	520	39,4%	102%	116	155	33,6%
Marge sur commissions	401	529	32,0%	441	10,0%	120%	108	118	9,3%
Activités de marché et Autres ⁽¹⁾	167	186	11,2%	231	38,2%	80%	79	37	-53,2%
FRAIS DE GESTION	553	614	11,0%	627	13,3%	98%	133	132	-0,8%
Coefficient d'exploitation (%)	58,8%	49,2%	-9,5 pts	52,6%	-6,2 pts	-	43,9%	42,6%	-1,3 pts
RBE	388	633	63,2%	566	45,7%	112%	170	178	4,7%
Coût du risque (CDR)	41	46	11,2%	51	24,3%	89%	NC	NC	-
Taux du CDR ⁽³⁾ (PBS)	23	21	-3 PBS	24	1 PBS	-	-	-	-
RNPG	262	370	41,5%	335	28,0%	110%	NC	NC	-
DPA (DH)	3,3	4,0	21,2%	3,6	9,1%	111%	-	-	-

- Légère révision à la hausse de notre prévision de croissance du **PNB** en 2026E à +14,1% contre +13,6% initialement. Sur 2026E-2028E, le **PNB** affiche un TCAM de +15,7%, porté par la soutenabilité de la dynamique commerciale ;
- Révision à la baisse du **COEX** en 2026E à 47,0% contre 51,6% initialement. À horizon 2028E, ce ratio devrait s'améliorer à 42,9%, bénéficiant des effets d'échelle. Le **taux de CDR⁽³⁾** se normaliserait progressivement, passant de 23 PBS en 2026E à 32 PBS en 2028E. Il s'agit d'un niveau relativement bas par rapport à la moyenne sectorielle (111 PBS en 2025) en raison du positionnement de la banque sur des segments moins risqués ;
- Le **RNPG** progresserait de +17,5% en 2026E contre +15,8% initialement. Durant la période 2026E-2028E, le **RNPG** afficherait un TCAM de +17,1%, pour atteindre près de 600 MDH dès 2028E.

CFG BANK : RÉVISION DES PRÉVISIONS AGR DURANT LA PÉRIODE 2026E-2028E

Rubrique (en MDH)	2025R	2026E old	VAR ⁽⁵⁾	2026E new	VAR 26E new	2027E	2028E	TCAM 26E-28E
Croissance des crédits ⁽²⁾	25,2%	19,0%	-2,0 pts	19,0%	-6,2 pts	17,5%	16,0%	16,8%
PNB	1 247	1 355	13,6%	1 423	14,1%	1 652	1 904	15,7%
Marge d'intérêt	532	603	16,0%	679	27,7%	853	1 053	24,5%
Marge sur commissions	529	485	10,0%	577	9,0%	623	667	7,5%
Activités de marché et Autres ⁽¹⁾	186	267	15,3%	167	-10,3%	175	184	5,0%
FRAIS DE GESTION	614	699	11,5%	669	9,0%	736	817	10,5%
Coefficient d'exploitation (%)	49,2%	51,6%	-1,0 pts	47,0%	-2,2 pts	44,6%	42,9%	-2,1 pts
RBE	633	656	16,0%	754	19,0%	915	1 086	20,1%
Coût du risque de crédit	46	61	19,0%	60	32,0%	86	114	37,7%
Taux du coût du risque ⁽³⁾ (PBS)	21	24	0 PBS	23	2 PBS	28	32	4 PBS
RNPG	370	388	15,8%	435	17,5%	514	597	17,1%
DPA (DH)	4,0	4,0	11,1%	4,4	10,0%	4,8	5,3	9,8%

(1) Résultat des activités de marché et des autres activités / (2) Crédits nets sur la clientèle / (3) Coût du risque annualisé rapporté aux crédits bruts en 2024-2028E et aux crédits nets au T1-25 et T1-26 / (4) Taux de réalisation 2025 : Réalisations 2025 / Prévisions initiales AGR 2025E / (5) Variation Prévision AGR 2026E initiale contre 2025E initiale

Sources : États financiers, 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.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	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 Ulderich 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
---	---	---	--

AIIS - MAROC

Tarik Loudiyi +212 5 22 28 28 28 t.loudiyi@attijariwafa.com

UEMOA - CÔTE D'IVOIRE

Mohamed Lemridi +225 20 21 98 26 mohamed.lemridi@sib.ci

BROKERAGE - TUNISIE

Hichem Ben Romdhane +225 29 318 965 h.benromdhane@attijaribank.com.tns
--

CEMAC - CAMEROUN

Ernest Pouhe +237 674 11 95 67 e.pouhe@attijarisecurities.com

Activités de marchés

MAROC

Mohamed Hassoun Filali +212 5 22 42 87 24 m.hassounfilali@attijariwafa.com	Amine Elhajli +212 5 22 42 87 09 a.elhajli@attijariwafa.com	Loubaba Alaoui Mdaghri +212 6 47 47 48 34 l.alaouim@attijariwafa.com	Dalal Tahoune +212 5 22 42 87 07 d.tahoune@attijariwafa.com
--	---	--	---

EUROPE

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

ÉGYPTE

Ahmed Darwish +20 127 755 90 13 ahmed.mdarwish@attijariwafa.com.eg
--

TUNISIE

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

MIDDLE EAST - DUBAÏ

Sherif Reda +971 50 560 8865 sreda@attijari-me.com
--

UEMOA - CÔTE D'IVOIRE

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

CEMAC - GABON

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

AVERTISSEMENT

RISQUES
L'investissement en valeurs mobilières est une opération à risque. 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 Égypte. Toute personne acceptant la réception de ce document est liée par les termes ci-dessus.