

Les valeurs bancaires font leur retour

Première victime de la crise post révolution, le secteur bancaire tunisien a subi les aléas d'un système économique en berne : assèchement de la liquidité, dégradation de l'environnement des affaires, hausse des impayés, sinistralité de plusieurs secteurs de l'économie... Parallèlement, le renforcement de l'arsenal réglementaire par la BCT a dévoilé d'importantes défaillances capitalistiques et organisationnelles chez certaines banques. Plus de 1 000MdT de provisions complémentaires ont été comptabilisés sur les 4 dernières années, et quatre banques ont lancé un plan de recapitalisation.

Sur le marché boursier, les valeurs bancaires suscitent l'engouement depuis le début de l'année. Certaines ont atteint des performances records de plus de 100% ! Aujourd'hui, l'heure est au bilan; la publication des résultats 2014 présente des signes de reprise, et les projets de recapitalisation des banques publiques nous rassurent quant à la pérennité de ces institutions : **Analyse* d'un secteur qui fait son retour en bourse.**

Le secteur bancaire coté :

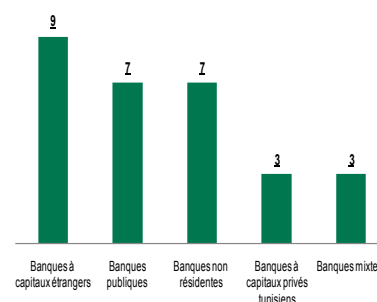
- 11 banques cotées
- Capitalisation boursière: 8 milliards de dinars
- 45.5 milliards de dinars d'encours de crédits
- 2.6 milliards de dinars de PNB
- Performance boursière du secteur en 2015 : +14.6%

■ Panorama du secteur bancaire :

Le secteur bancaire tunisien est relativement jeune. Né au lendemain de l'indépendance, c'est au cours des 30 dernières années que se sont opérées ses transformations majeures. Aujourd'hui, le marché compte 29 établissements dont 11 banques cotées. Contrairement aux marchés voisins et occidentalisés, concentrés autour de quelques grandes institutions financières, le secteur bancaire tunisien se différencie par « son atomisticité ». Entre les banques publiques, les banques privées universelles, les banques spécialisées, les banques d'investissement,...une meilleure concentration du marché bancaire serait, aujourd'hui, bien plus souhaitable pour la stabilité du système financier.

Avec une capitalisation boursière de 8 milliards de dinars, le secteur bancaire est la première force du marché, représentant 41% de la capitalisation totale. Son état de santé reste un baromètre essentiel de l'investissement en bourse. Aujourd'hui, 4 ans après la révolution, l'heure est au bilan, et les prémises d'une reprise semblent se dessiner.

Paysage bancaire selon la nature de l'actionariat



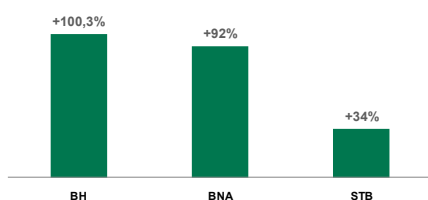
*Actionariat de référence partagé entre l'Etat tunisien et un Etat arabe

1- Les banques publiques:

Au nombre de trois, elles s'accaparent 38% des actifs bancaires, autant dire que leur devenir est essentiel à notre système économique.

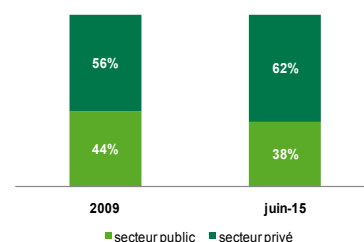
Détenues majoritairement par l'Etat, ces banques attirent l'attention de bon nombre d'investisseurs privés. Des opérations de prises de participation autant stratégiques que financières, qui prouvent l'intérêt pour ce type de papier de la part de la sphère financière privée. Et cela se vérifie encore cette année avec les performances spectaculaires réalisées par ces 3 valeurs sur le marché.

Performances boursières depuis le début de l'année

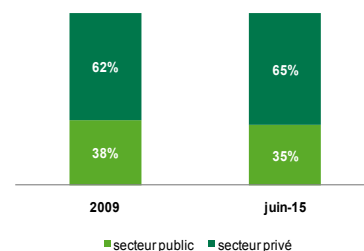


Des performances boursières records depuis le début de l'année

Répartition des crédits



Répartition des dépôts



La part du secteur public dans l'activité bancaire s'est réduite au cours des dernières années

L'état de santé des 3 banques publiques est, toutefois, moins rassurant. Face à un environnement concurrentiel très agressif, et une gouvernance publique qui montre des signes de faiblesse, le secteur public a besoin, parallèlement à sa recapitalisation, d'une refonte totale de son mode de gouvernance. Une réforme de fond, initiée deux ans plus tôt, dont la concrétisation est aujourd'hui fortement attendue par les investisseurs.

Souvenez vous, des missions d'audit ont été lancées en 2013 sur les 3 banques nationales. L'objectif était d'évaluer la situation financière, organisationnelle et sociale des banques, d'élaborer un programme stratégique de restructuration, et enfin de chiffrer le montant de leur recapitalisation.

A cette époque, plusieurs projets de restructuration ont été entendus : **(1)** transformer les 3 banques publiques en une banque de développement, **(2)** céder un bloc à un partenaire stratégique dans le cadre d'une privatisation, **(3)** fusionner les 3 banques en un pool bancaire public, **(4)** confier la gestion à des experts privés tout en gardant l'actionariat public...et tout cela accompagné de la création d'une société de gestion des actifs classés (AMC).

Aujourd'hui, les conclusions des différentes missions s'orienteraient vers le dernier scénario ; les banques resteraient étatiques, et la gouvernance serait quant à elle « privée ». Un business model qui permettrait aux trois banques d'améliorer leur compétitivité, de renforcer leur notoriété, et de faciliter l'accès à de futurs partenaires stratégiques ou techniques privés.

Pour ce qui est de la facture de la recapitalisation, elle est quasiment chiffrée. Une enveloppe de 1 300MDt sera nécessaire pour recapitaliser les banques publiques, dont 757MDt rien que pour la STB. Un montant colossal qui sera pour l'essentiel financé par l'Etat. A l'heure actuelle, la privatisation d'une ou des 3 banques, n'est donc plus à l'ordre du jour, mais des opérations de cession de participations minoritaires à des partenaires privés ne sont pas à exclure.

- **STB** : Doyenne des banques publiques, elle est sans conteste la banque la plus touchée par la crise post révolution. Pénaalisée par un lourd héritage de créances classées reçu lors de l'opération d'absorption de la BDET et la BNDT, sa pérennité est aujourd'hui mise à mal : des fonds propres 2014 négatifs, des créances classées de 2 400MDT, représentant 30% des engagements de la banque et plus du tiers des créances classées du secteur. Aujourd'hui, et dans le cadre d'un plan de recapitalisation, la STB a décidé de procéder à une augmentation de capital d'un montant de 757MDT. Un montant conséquent qui permettra à la banque de se conformer aux ratios de solvabilité exigés par la BCT et d'assurer sa pérennité (un ratio de solvabilité de 12.7% dès 2015).

- **BNA** : Historiquement créée pour le financement du secteur agricole, la concurrence sur le marché a orienté la banque vers une plus grande diversification sectorielle. A la différence des deux autres banques publiques, le renforcement des fonds propres de la BNA pourrait passer par la cession de ses participations non stratégiques. A noter que la banque détient un portefeuille de participations important comprenant des titres cotés tels que SFBT, SIMPAR ou encore Air Liquide qui recèlent des plus values latentes intéressantes.

- **BH**: Dernière née du secteur public, la Banque de l'Habitat s'est imposée comme la banque pionnière dans le crédit logement en Tunisie. En 2014, la réactivité de la banque face aux défaillances révélées est à féliciter. Courant le mois de juillet, la banque a entamé la deuxième étape de son processus de restructuration avec l'ouverture des souscriptions à l'augmentation de capital de 110 MDT. Cette opération a été précédé de l'émission d'un emprunt obligataire subordonné de 90MDt, clôturé avec succès au mois de mai dernier. La recapitalisation devrait permettre à la banque de se conformer aux ratios de solvabilité exigés par la BCT et d'assurer une croissance saine sur les 5 prochaines années.

2- les banques privées tunisiennes

- **BT** : Fondée en 1884, la Banque de Tunisie est la plus ancienne banque du pays. Sans détenir la majorité, la banque est contrôlée à hauteur de 34% par le groupe français CIC. Avec un flottant de plus de 50%, elle demeure « opérable ».

« Vieille Dame du secteur », la BT est depuis longtemps une référence en termes de rigueur et de qualité de portefeuille sur le marché. Une rigueur qui a un prix : une croissance timide de l'activité et des parts de marché qui stagnent. Aujourd'hui face à un environnement très agressif, la banque a décidé de presser le pas et de dynamiser sa croissance.

- **BIAT** : Fondée en 1976, la BIAT est détenue par plusieurs groupes industriels privés tunisiens. Son principal actionnaire est le groupe Mabrouk qui détient 39% du capital de la banque. Dans un contexte économique post révolution dégradé, la BIAT a fait preuve de solidité et de croissance, et préserve son statut de première banque de la place en termes de dépôts et de PNB.

- **Amen Bank** : 2^{ème} banque privée du pays, Amen Bank fait partie du Groupe Amen, composé d'une quarantaine de sociétés opérant dans plusieurs secteurs clés de l'économie : finance, agroalimentaire, immobilier, tourisme, santé, etc. Un groupe diversifié et engagé dans de nombreux projets d'investissements, qui alimente la croissance de la banque.

En 2013, Amen Bank a ouvert son capital à un nouvel actionnaire de référence, la SFI (filiale de la Banque Mondiale), devenant le deuxième plus important actionnaire avec une participation de 10%.

3– Les filiales de banques étrangères

- **UIB** : Fondée en 1963, par le regroupement de cinq grandes banques internationales, l'UIB a été privatisée en 2002 via la cession de 52% du capital de la banque à la Société Générale. Depuis, des programmes d'assainissement et de recapitalisation de la banque ont été lancés : une augmentation de capital de 145MDt en 2007 et de 150MDt en 2014, toutes deux soutenues par son actionnaire de référence (la Société Générale). Aujourd'hui, 13 ans après sa privatisation, la politique d'assainissement commence à porter ses fruits : un bénéfice record de 57MDt et une première distribution de dividendes en 2014.
- **Attijari Bank** : Privatisée en 2005 via l'acquisition par le groupe marocain Attijariwafa Bank, de 53.5% du capital, l'ancienne Banque du Sud s'est rapidement imposée sur le paysage bancaire par sa réactivité commerciale devenant aujourd'hui la 3^{ème} banque privée du pays derrière la BIAT et Amen Bank.
- **ATB** : Filiale du groupe jordanien Arab Bank, la banque - atypique -, se distingue de ses consœurs par son activité de placement, prépondérante dans la structure de son PNB. La banque joue un rôle important dans le financement du budget de l'Etat par voie d'adjudication; celle ci détient un portefeuille conséquent de 1 000MDt de BTA.
- **UBCI** : Filiale de la banque BNP Paribas depuis 2004, l'UBCI est réputée pour sa gestion rigoureuse. Avec un taux de couverture de 85.2%, et un taux de créances classées de 6.2%, l'UBCI est la banque la plus saine et la mieux provisionnée de la place.

4 – La Banque Mixte

- **BTE** : Créée en 1982, au terme d'un partenariat étatique entre les Emirats Arabes Unies et la Tunisie, la BTE reste peu active sur le marché, avec un total engagements de 585MDt, représentant une part de marché de 1%. Action à dividende prioritaire, le titre BTE était historiquement apprécié pour son rendement en dividendes généreux (un yield de 6 à 8% en moyenne).

Les principaux agrégats du paysage bancaire coté sur l'année 2014:

| 2014 | Résultat net consolidé (MDt) | Taux de créances classées | Taux de couverture |
|---------------|------------------------------|---------------------------|--------------------|
| AB | 89,20 | 12,3% | 69,7% |
| ATB | 55,20 | 6,7% | 78,7% |
| Attijari Bank | 74,41 | 8,7% | 84,9% |
| BH | 55,30 | 19,0% | 70,4% |
| BIAT | 116,64 | 7,4% | 70,8% |
| BNA | <i>Non publié</i> | <i>Non publié</i> | <i>Non publié</i> |
| BT | 88,67 | 7,9% | 68,1% |
| BTE* | -10,90 | 20,5% | 55,0% |
| STB | -25,39 | 28,8% | 51,0% |
| UBCI | 28,31 | 6,2% | 85,2% |
| UIB | 54,58 | 10,6% | 80,6% |

*Résultat individuel

■ Les indicateurs d'activité au 30 juin 2015 :

1– Les dépôts :

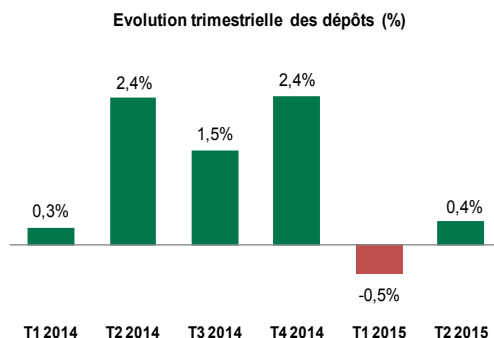
La collecte bancaire affiche un certain essoufflement sur le premier semestre. Le secteur enregistre une légère baisse de 0.1% des dépôts à **45 437MDt**. Parallèlement, les tensions sur la liquidité semblent réapparaître, avec un accroissement des interventions de la Banque Centrale sur le marché monétaire (une injection de 5 541 MDT en moyenne quotidienne, contre un montant de 3 322MDt à fin 2014).

Sans grande surprise, la **BIAT** maintient sa position de leader en termes de dépôts, avec une part de marché de 16.6% et un total dépôt de 7 644MDT à fin juin 2015.

La force commerciale d'**Attijari Bank** continue de payer, la banque enregistre une hausse de 5% de ses dépôts à 4 738MDt, parmi les plus importantes de la place.

Après une politique agressive menée sur l'année 2014 (+11.5%), **Amen Bank** affiche une décollecte de 8% sur le premier semestre 2015. Une évolution principalement liée à une décollecte sur les ressources longues (-16% sur les placements à terme), qui pourrait être en faveur d'une amélioration de la rentabilité de la banque. La banque maintient tout de même une position solide, de deuxième banque privée en termes de dépôts

| Banque | Encours des dépôts au 30/06/2015 (en MDt) | Evolution depuis le début de l'année | Part de marché |
|---------------|---|--------------------------------------|----------------|
| BIAT | 7 644 | 1,7% | 16,8% |
| BNA | 5 853 | 0,1% | 12,9% |
| STB | 5 422 | 1,7% | 11,9% |
| Amen Bank | 5 089 | -8,1% | 11,2% |
| Attijari Bank | 4 738 | 5,2% | 10,4% |
| BH | 4 628 | -0,1% | 10,2% |
| ATB | 3 409 | -4,1% | 7,5% |
| UIB | 3 194 | 0,9% | 7,0% |
| BT | 2 890 | -1,1% | 6,4% |
| UBCI | 2 053 | 1,7% | 4,5% |
| BTE | 516 | 9,6% | 1,1% |
| Total | 45 437 | -0,1% | |



2- Les crédits :

Sur le premier semestre de l'année, les encours de crédits ont enregistré une hausse de 2.5% à **46 647MDt**, une croissance molle qui témoigne d'un climat d'investissement encore fragile.

Avec une croissance de 4.5%, la **BNA** confirme sa position de leader dans les crédits, soit une part de marché de 15.5%. Un montant conséquent, dont la qualité reste à ce stade difficilement appréciable. A noter que la banque n'a pas encore publié ses états financiers à fin 2014, ni dévoilé son plan de restructuration, ni la politique de risque à mettre en place sur les prochaines années. Seul le montant de la recapitalisation est, à ce stade, estimé aux alentours de 270MDt.

Amen Bank confirme pour le deuxième semestre consécutif sa première place de banque privée en termes de crédits devançant de peu la BIAT, avec une part de marché de 13.1%.

BT signe la plus forte progression des crédits de la place, avec une hausse de 7.1% à 3 422MDt. Face à des banques de plus en plus actives, la BT prend aujourd'hui conscience de l'enjeu concurrentiel, et se veut plus agressive sur le marché.

Avec une baisse de 2% de ses crédits, la **STB** continue de perdre des parts de marché : 11.8% à fin juin 2015, contre une part de marché de 16% un an plus tôt. Le plan de recapitalisation de la banque devrait redonner un nouveau dynamisme à la banque et aspirer vers une croissance plus solide.

| Banque | Encours des crédits au 30/06/2015 (en MDt) | Evolution depuis le début de l'année | Part de marché |
|---------------|--|--------------------------------------|----------------|
| BNA | 7 209 | 4,5% | 15,5% |
| Amen Bank | 6 102 | -0,2% | 13,1% |
| BIAT | 6 061 | 2,4% | 13,0% |
| STB | 5 492 | -2,1% | 11,8% |
| BH | 5 024 | 5,4% | 10,8% |
| Attijari Bank | 3 693 | 2,6% | 7,9% |
| UIB | 3 556 | 3,3% | 7,6% |
| BT | 3 422 | 7,1% | 7,3% |
| ATB | 3 121 | 0,2% | 6,7% |
| UBCI | 2 382 | 3,8% | 5,1% |
| BTE | 585 | 10,0% | 1,3% |
| Total | 46 647 | 2,5% | |

3- Le PNB :

Sur les six premiers mois de l'année, le PNB du secteur a enregistré une progression solide de 8.3% à **1 374MDt**. A l'instar de 2014, la hausse a principalement émané des revenus de placement. Ces derniers ont gagné 1 de point de pourcentages dans la structure du PNB à 23.3%. Le poids de la marge d'intérêt est quant à lui resté stable, représentant 55% du PNB à fin juin 2015. Néanmoins, on note une reprise de l'activité d'intermédiation pour certaines banques qui semblent modérer leur course aux parts de marché, au profit d'une meilleure rentabilité.

Deuxième meilleure performance de la place après l'ATB, **BH** enregistre un gain de 14% de son PNB à 126.3MDt. Une progression qui a profité de la réalisation de plus values sur son portefeuille de placement. Avec une hausse de 35%, le poids de l'activité de placement est ainsi passé de 18.5% à 21.8%.

Avec une progression de 7%, la **BIAT** consolide sa place de 1^{ère} banque en termes de PNB. Contrairement au secteur, la progression a principalement émané de la marge d'intérêts (+13%) et des revenus sur commissions (+21%). Rappelons que la banque bénéficie d'un avantage solidement conservé vis-à-vis de ses concurrentes : une collecte très bon marché et des niveaux de commissions parmi les plus élevés de la place.

| Banque | PNB (MDt) | | |
|----------------|--------------|--------------|--------------|
| | 30/06/14 | 30/06/15 | Variation |
| BIAT | 234,7 | 251,5 | 7,1% |
| BNA | 169,1 | 178,9 | 5,8% |
| Amen Bank | 126,1 | 140,4 | 11,3% |
| Attijari Bank | 130,8 | 139,1 | 6,4% |
| STB | 131,7 | 134,8 | 2,4% |
| BH | 110,5 | 126,3 | 14,3% |
| BT | 100,8 | 105,9 | 5,1% |
| UIB | 94,7 | 105,3 | 11,2% |
| ATB | 84,3 | 99,6 | 18,1% |
| UBCI | 72,8 | 77,5 | 6,5% |
| BTE | 13,8 | 15,0 | 8,2% |
| Secteur | 1 269 | 1 374 | 8,27% |

A l'instar de la BIAT, **ATB** fait partie des rares banques à enregistrer un renforcement du poids de sa marge d'intérêt, représentant 35% de son PNB, contre 28% un an plus tôt. Une situation qui permettrait à la banque de réduire son exposition aux activités de placement en Bons du Trésor, particulièrement dans un environnement de hausse des taux.

Ainsi, quasiment toutes les banques ont affiché un renforcement du poids des revenus de placement et dans une moindre mesure des marges sur commissions. Parmi les hausses les plus importantes, le poids des revenus de placement de la **STB** s'est renforcé de 5.7 points de pourcentage à 20.7%, et celui d'**Attijari Bank** gagne 4.5 points à 24.2%.

Structure du PNB au 30/06/2014

| Banque | Marge d'intérêts | Marge sur commissions | Revenus nets de portefeuille |
|----------------|------------------|-----------------------|------------------------------|
| Amen Bank | 44,1% | 23,1% | 32,8% |
| ATB | 27,9% | 19,8% | 52,3% |
| Attijari Bank | 53,1% | 27,2% | 19,7% |
| BH | 59,8% | 21,7% | 18,5% |
| BIAT | 52,0% | 21,4% | 26,5% |
| BNA | 67,9% | 15,2% | 16,8% |
| BT | 55,2% | 21,2% | 23,6% |
| BTE | 52,9% | 31,5% | 10,2% |
| STB | 62,6% | 22,4% | 15,0% |
| UBCI | 60,8% | 27,0% | 12,2% |
| UIB | 63,6% | 28,7% | 7,7% |
| Secteur | 55,3% | 22,3% | 22,3% |

Structure du PNB au 30/06/2015

| Banque | Marge d'intérêts | Marge sur commissions | Revenus nets de portefeuille |
|---------------------|------------------|-----------------------|------------------------------|
| Amen Bank | 44,2% | 22,6% | 33,2% |
| ATB | 35,3% | 18,0% | 46,8% |
| Attijari Bank | 50,0% | 25,8% | 24,2% |
| BH | 58,4% | 19,8% | 21,8% |
| BIAT | 54,9% | 24,2% | 20,9% |
| BNA | 67,5% | 13,6% | 18,9% |
| BT | 53,1% | 20,1% | 26,8% |
| BTE | 53,6% | 34,1% | 10,0% |
| STB | 61,1% | 18,3% | 20,7% |
| UBCI | 58,2% | 25,8% | 16,0% |
| UIB | 65,0% | 26,2% | 8,8% |
| Secteur côté | 55,3% | 21,4% | 23,3% |

■ Les perspectives d'avenir et opinion de Tunisie Valeurs :

Quatre ans après la révolution, les valeurs bancaires font leur retour sur le marché. Le renforcement de l'arsenal réglementaire, l'assainissement drastique opéré en 2013, la publication de résultats réconfortants en 2014 et la recapitalisation des banques publiques, sont autant d'éléments qui nous réconfortent sur l'avenir du secteur ...vers une croissance plus saine.

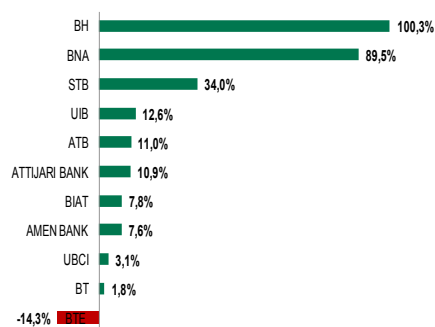
Evidemment, le secteur n'est pas encore sorti de la crise : les tensions sur la liquidité persistent, la concurrence est très agressive et l'investissement demeure en berne. Et si la majorité des valeurs bancaires suscitent l'intérêt du marché, une stratégie de sélection est recommandée :

| | Bénéfice consolidé 2015e (MDt) | Capitalisation (MDt) | PER _{2015e} | P/B _{2015e} | Yield _{2015e} | Opinion |
|---------------|--------------------------------|----------------------|----------------------|----------------------|------------------------|---------|
| AMEN BANK | 102,47 | 660,0 | 6,4 | 0,9 | 4,1% | Cs (+) |
| ATB | 57,64 | 462,0 | 8,0 | 0,8 | 4,8% | Cs (+) |
| ATTIJARI BANK | 82,58 | 1 001,7 | 12,1 | 2,3 | 6,0% | + |
| BH* | 69,99 | 476,0 | 6,8 | 1,0 | 1,8% | + |
| BIAT | 127,45 | 1 377,0 | 10,8 | 1,8 | 3,7% | + |
| BNA** | 29,36 | 457,0 | 15,6 | 0,7 | 1,4% | Cs |
| BT | 90,94 | 1 566,0 | 17,2 | 2,2 | 2,9% | Cs (+) |
| BTE | 0,48 | 21,3 | 44,1 | 0,2 | 2,3% | - |
| STB* | 10,38 | 932,3 | n.s | 1,8 | 0,0% | Cs |
| UBCI | 30,11 | 510,0 | 16,9 | 1,6 | 1,2% | Cs |
| UIB | 60,43 | 556,4 | 9,2 | 1,6 | 3,1% | + |
| secteur coté | | 8 020 | 12,1 | 1,4 | 3,0% | |

*ratios post augmentation de capital

**hors éléments exceptionnels liés à la cession éventuelle de ses participations non stratégiques

Performances boursières des valeurs bancaires depuis le début de l'année



▪ **Amen Bank** : Sur les années 2013-2014, la course aux parts de marché entreprise par la banque a pénalisé sa rentabilité (+11.5% dépôts, +11.5% crédits et +1.3% PNB). A l'opposé en 2015, et à la lumière des résultats semestriels, la croissance de l'activité semble plus modérée, privilégiant cette fois-ci l'amélioration de son PNB. Celui-ci devrait enregistrer une hausse de 10.7% à 280MDt. La qualité de portefeuille de la banque reste à surveiller et les efforts de provisionnement doivent se poursuivre. Avec un bénéfice consolidé estimé à 102MDt en 2015, la banque traiterait à un P/B de 0.9x, des niveaux de valorisation qui demeurent corrects. **Nous recommandons de conserver le titre avec perspectives positives.**

▪ **ATB** : L'activité de la banque est atypique avec une forte pondération des revenus de placement dans son PNB (47% à fin juin 2015). Une exposition qui a préservé la liquidité de la banque, avec un ratio Dépôts/Crédits très confortable de 114% en 2014. Depuis quelques années, l'ATB a commencé à s'orienter vers une activité bancaire plus classique. La marge d'intérêt est ainsi passée de 28% en 2010 à 34% sur le premier semestre 2015. La banque reste, cependant, exposée au risque de taux. La croissance des bénéfices est régulière et la qualité d'actifs est bonne. **Nous recommandons de conserver le titre avec perspectives positives.**

▪ **Attijari Bank** : Depuis sa privatisation, Attijari Bank est parvenue à se construire une image de banque dynamique et fortement compétitive par rapport à ses concurrentes. Sa réactivité commerciale est d'autant plus à saluer, qu'elle s'est accompagnée d'une politique d'assainissement très rigoureuse (un taux de créances classées de 8.7% et un taux de couverture de 85% en 2014), et des niveaux de rentabilité attrayants (un ROE₂₀₁₄: 22%). La valorisation de la banque est plus chère que le reste du secteur, toutefois le potentiel de croissance le justifie. De plus, avec un rendement en dividendes 2015 estimé de 6%, la banque bénéficie d'une politique de dividendes parmi les plus attractives de la cote. **Nous recommandons d'acheter le titre.**

▪ **BH** : Dans le cadre de son augmentation de capital, la BH a dévoilé un Business Plan sur la période 2015-2019 qui allie à la fois croissance et rigueur prudentielle. La BH se dote des moyens nécessaires pour consolider son positionnement dans un paysage bancaire de plus en plus concurrentiel : relance commerciale, assainissement du bilan, amélioration du système de gouvernance, refonte du système d'information, et mise en place d'un plan de développement des ressources humaines. De nouveaux paliers de rentabilité devraient être atteints avec une croissance moyenne des bénéfices de 24% par an et un ROE moyen de 19% sur la période. Outre les fondamentaux solides, la qualité du management, et les perspectives prometteuses de la banque, les niveaux de valorisation sont également attrayants, un P/E_{2015e} (post augmentation) de 6.8x et un P/B_{2015e} (post augmentation) de 1x, plaçant la BH aux côtés des banques privées les moins chères du secteur. **Nous recommandons le titre à l'achat.**

▪ **BIAT** : La première banque de la place reste fidèle à sa stratégie : une collecte peu onéreuse et des niveaux de commissions parmi les plus élevés du secteur. Une stratégie qui devrait se refléter au niveau de son activité: un PNB 2015 estimé à 536MDt, largement supérieurs aux résultats de la place. La bonne tenue des résultats sur les dernières années, nous réconforte sur la capacité de la banque à maîtriser son risque, sans pénaliser sa capacité bénéficiaire (un taux de créances classées de 7.4% et un taux de couverture de 71%). Les bonnes nouvelles devraient encore être au rendez-vous en 2015, la banque devrait enregistrer selon nos estimations un résultat net part du groupe de 127MDt en 2015 (+9% par rapport à 2014). Malgré des niveaux de valorisation supérieurs à la moyenne sectorielle, le titre constitue un choix d'investissement judicieux : une valeur parmi les plus liquides du marché, à faible profil de risque, et aux perspectives de croissance encore prometteuses. **Nous recommandons d'acheter le titre.**

- **BNA** : En dépit d'une valorisation attrayante, **nous restons neutre sur la valeur**. Les perspectives futures de la banque restent fortement corrélées au plan restructuration non encore communiqué. On peut toutefois s'attendre à une année 2015 juteuse, qui profiterait des plus values éventuelles sur la cession de ses participations non stratégiques...*affaire à suivre*.
- **BT** : Véritable référence en termes de rigueur et de qualité de portefeuille sur le marché, la doyenne du secteur est, cependant, restée timide au niveau de sa croissance. Aujourd'hui, la banque prend conscience de son potentiel et se veut plus active sur le marché. Une prise de risque supplémentaire qui devrait, à priori, être bien maîtrisée grâce à une assise financière très confortable et une culture de risque bien ancrée dans la maison. Plus importante capitalisation du secteur, la banque traite à un P/B_{2015e} de 2.2x, un niveau de valorisation qui demeure élevé par rapport à la moyenne du marché bancaire. La nouvelle dynamique envisagée par la banque pourrait justifier cet upside...en retour, de bons résultats et des niveaux de valorisation plus attrayants pour le futur. Mais pour l'heure, et compte tenu des niveaux de valorisation actuels, **nous recommandons de conserver le titre avec perspectives positives**.
- **BTE** : L'année 2014 a été une mauvaise année pour la BTE. La banque, fortement appréciée pour son rendement généreux, a décidé, de ne pas distribuer de dividendes au titre de l'exercice 2014. Une annonce qui vient à la suite de la dégradation de sa situation financière sur les deux dernières années (un déficit de 5MDt en 2013 et de 11MDt en 2014). En 2015, la banque devrait afficher un léger retour à l'équilibre. La valorisation du titre est élevée et la liquidité est très réduite. **Nous recommandons d'alléger la position sur le titre**.
- **STB** : Dans le cadre de son augmentation de capital de 757MDt, la STB a publié un business plan qui s'articule autour des axes suivants : assainissement du bilan, développement de nouveaux produits, amélioration du système de gouvernance, refonte du système d'information et mise en place d'un plan de restructuration des ressources humaines. Un business plan qui nous semble toutefois ambitieux, la banque table sur une croissance moyenne des bénéfices de 46% par an (contre une croissance moyenne historique de 9%). Quant à la qualité de portefeuille, une opération drastique de nettoyage des actifs classés ne peut être visible tant que la société de gestion d'actifs AMC* n'a pas été mise en place. Le taux de créances classées restera à des niveaux élevés (21% à l'horizon 2019). Au niveau consolidé, la banque pâtit des mauvais résultats de certaines de ses filiales. Les résultats du groupe devraient être inférieurs à ceux de la mère et atteindre, selon nos estimations, 10MDt en 2015. Post augmentation, la capitalisation de la banque serait ramenée à 932MDt. A ce niveau de valorisation, la banque traiterait à un P/B_{2015e} de 1.8x, des niveaux qui demeurent élevés par rapport à la moyenne sectorielle (P/B_{2015e} de 1.3x). **Nous restons neutre sur la valeur, en attendant plus de visibilité sur les résultats de la restructuration**.
- **UBCI** : Positionnée en bas de tableau, la filiale de la banque française peine à prendre sa place sur le marché, et le contexte concurrentiel n'a pas facilité son développement. Toutefois, grâce à sa qualité de portefeuille et sa politique de couverture rigoureuse, l'UBCI a les bases nécessaires pour construire une croissance saine. Sa valorisation demeure élevée, un P/E_{2015e} de 16.9 x et un P/B_{2015e} de 1.6x, et la liquidité est faible sur le marché. **Nous recommandons de conserver le titre**.
- **UIB** : Totalemment assainie, suite à la dernière opération de recapitalisation de 150MDt, la banque joue la surprise en 2014 et affiche un bénéfice largement supérieur aux prévisions annoncées (un bénéfice individuel de 57MDt, contre 34MDt annoncé). Un résultat qui nous réconforte sur la capacité de la banque à réaliser ses objectifs de croissance. La politique d'assainissement a également porté ses fruits, avec un taux de créances classées de 10.6% et un taux de couverture de 80.6%. L'activité intrinsèque de la banque présente des résultats en ligne par rapport au reste du secteur. Sans compter la politique de distribution de dividendes tant attendue par les investisseurs, qui a donné un nouveau souffle au titre sur le marché. Les niveaux de valorisation demeurent corrects. **Nous recommandons d'acheter le titre**.

*Au stade de projet, la société de gestion d'actif (AMC) aura pour objectif de racheter les créances classées, principalement du secteur touristique, auprès des banques et des sociétés de recouvrement.

Département Recherches & Etudes

Rym GARGOURI BEN HAMADOU
Lilja KAMOUN TURKI
Aicha MOKADDEM
Hamza BEN TAARIT