

Compte de résultat

En MDt	2015	2016	2017	2018	2019e
Créances sur la clientèle	3 412	3 652	4 158	4 465	4 756
<i>Progression</i>	-	7%	14%	7%	6%
Dépôts clientèle	2 847	3 153	3 450	3 745	4 007
<i>Progression</i>	-	11%	9%	9%	7%
PNB	213	236	269	328	377
<i>Progression</i>	-	11%	14%	22%	15%
Dotations aux provisions sur les créances	28	22	11	62	72
<i>Coefficient d'exploitation</i>	34%	33%	34%	32%	31%
Résultat net*	90,3	110,2	139,5	115,6	121,1
<i>Progression</i>	-	22%	27%	-17%	5%
Résultat net part du groupe*	84,2	109,0	138,0	118,2	123,8
<i>Progression</i>	-	29%	27%	-14%	5%

* Retraité des éléments exceptionnels comme les plus ou moins values sur cession d'actifs et la contribution conjoncturelle au budget de l'Etat. Rappelons que les lois de finances de 2017 et 2018 ont imposé aux banques de payer, en plus de l'impôt sur les sociétés une contribution conjoncturelle exceptionnelle. Le montant de cette charge exceptionnelle a été fixé à 7,5% du résultat fiscal en 2016. Ce taux a été ensuite revu à la baisse à 5% en 2017 et à 4% en 2018.

Sources: Prévisions de Tunisie Valeurs.

▪ **La BT a enregistré en 2018 des réalisations en deçà de nos attentes. La doyenne du secteur a accusé une baisse ponctuelle de sa rentabilité malgré une croissance à deux chiffres au niveau de son PNB. La politique de provisionnement prudente de la banque en est la principale cause.**

▪ **Le fléchissement des résultats nous semble un accident de parcours peu inquiétant pour la BT; la banque voulant toujours « surprovisionner » ses risques. La BT conserve toujours ses avantages comparatifs en termes de productivité et de solvabilité.**

I- Faits & éléments saillants au 31 décembre 2018

▪ Malgré le contexte de resserrement des liquidités, la BT a continué sa bonne dynamique commerciale. L'encours des dépôts s'est apprécié de 8,6% à 3,7 milliards de dinars. Les efforts de captation des ressources se sont concentrés sur les dépôts d'épargne et sur les dépôts à terme (une progression

respective de 13% à 1,2 milliard de dinars et de 10% à 1,3 milliard de dinars). Notons que la banque détient un réseau commercial peu étendu de 126 agences et qu'elle se situe au bas du tableau des dépôts avec une part de marché de 6%.

Prix : 7,880 DT

Acheter (+)

Actionnariat*

Groupe CIC:	34,0%
Groupe EL FEKIH:	10,0%
Groupe KAMMOUN:	6,3%
Flottant:	49,7%

Capitalisation boursière: 1773 MDt

Ratios boursiers: BT/ secteur**

PER 2019e: 15,1x/7,0x

P/B 2019e: 2,1x/1,1x

Yield 2019e: 3,8%/3,6%

Performance 2019: -1,4%/-5,4%

ROE 2018: 16,5%/17,3%

* Actionnariat au 31/12/2018

** Données au 22/04/2019

« *Malgré son réseau commercial peu étendu, la BT est parvenue à afficher une croissance récurrente des dépôts ces dernières années »*

- La BT a beau jouir d'une structure de dépôts équilibrée, elle est moins positionnée que ces consœurs privées en matière de coût des ressources (un coût moyen estimé des ressources de 4,7% pour la BT contre une moyenne de 4,3% pour la concurrence privée). La banque conserve de ce fait une marge d'amélioration par rapport aux standards du secteur privé en ciblant davantage les dépôts à vue.

- À l'image des ses pairs privés, la banque a nettement réduit la voilure sur les crédits (une croissance de l'encours des crédits de 7,4% à 4,5 milliards de dinars contre une hausse de 13,8% en 2017). Subséquemment, le ratio de transformation global s'est plié de 1 point de taux 119,2% mais il reste élevé par rapport à la moyenne du secteur (107%).

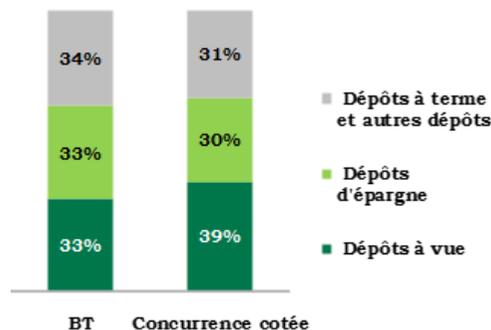
- L'année 2018 a été un bon crû sur le front du PNB (un bond de 22% à 328MDt). La BT a puisé sa croissance dans la marge d'intérêt (+26% à 184MDt) et dans les autres revenus (+25% à 87MDt). Fortement exposée au crédit (une contribution de 56% dans le PNB), la BT est en bonne posture pour continuer, en 2019, à profiter du contexte haussier des taux. Signalons également la faible contribution des commissions aux revenus (17% dans le PNB). Cette source de PNB représente un levier de croissance potentiel pour la banque si elle ambitionne de s'aligner sur ses consœurs cotées (une proportion moyenne de 22%).

- L'amélioration de la productivité est le principal constat à saluer en 2018. La bonne tenue des revenus et les efforts de maîtrise de la masse salariale (+4% à 69MDt) ont permis une réduction du coefficient d'exploitation de deux points de

* Retraité des éléments exceptionnels.

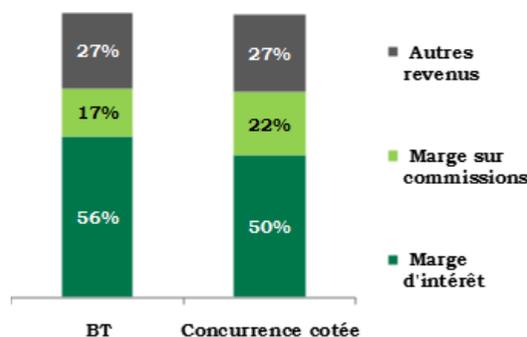
pourcentage à 32%, et ce malgré le surcoût de la dotation au fonds de garantie des dépôts bancaires (une charge additionnelle de 8,5MDt). La BT demeure, ainsi la référence du secteur bancaire en matière de productivité.

Structure des dépôts de la BT Vs concurrence (2018)



« Les commissions représentent un levier de croissance potentiel pour la banque si elle ambitionne de s'aligner sur ses consœurs cotées »

Structure du PNB de la BT Vs concurrence (2018)



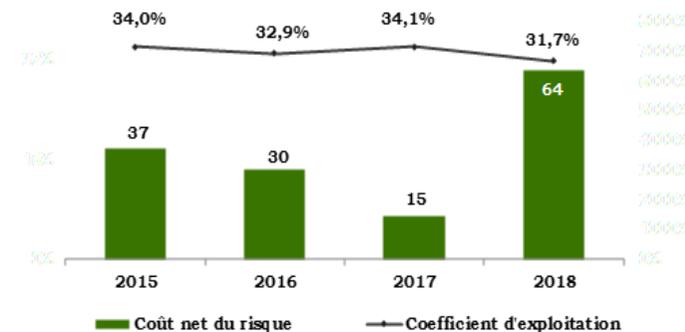
- Fidèle à sa politique de provisionnement prudente, la banque a constaté des provisions importantes sur ses créances de 61,5MDt en 2018 contre 11MDt l'année dernière. Le management a annoncé, durant l'AGO que la BCT a imposé aux

banques de la place l'obligation de provisionner 25% de l'exposition à **Carthage Cement**. Cette obligation a généré une surcharge additionnelle de provisionnement de 34MDt pour la banque. A noter que le volume des engagements de la cimenterie publique envers la BT s'élève à 130MDt à fin 2018.

- L'équipe de direction a ajouté que **Carthage Cement** va publier un plan d'assainissement majeur dans les prochains mois et que l'Etat s'est engagé à relancer le processus de privatisation d'ici juin prochain.

- Interrogé sur l'exposition de la banque au secteur du tourisme et à l'immobilier, le management a souligné que l'exposition de la BT est très faible au secteur de la promotion immobilière et que les entreprises touristiques concentrent seulement 5,2% des engagements de la banque. L'équipe de direction reste confiante dans le redressement du secteur touristique vu les prémices de reprise jusque là affichées par la filière.

Evolution des provisions sur les créances et du coefficient d'exploitation



- Le dégradation de la qualité de signature de **Carthage Cement** (classification dans la classe 3) a pesé sur la qualité du portefeuille de la BT. Le taux de créances classées a augmenté de 1,8 points de pourcentage à 8,7%. Quant au taux de couverture, il s'est nettement dégradé (-13 point de taux), pour revenir à un niveau inférieur à 70% (un taux de couverture de 61%).

- Outre la hausse du coût du risque, les résultats de la banque ont affiché une augmentation de l'impôt sur les bénéfices (+80% à 44MDt) en raison du recul de l'enveloppe du réinvestissement exonéré. Résultats des courses: la BT accuse une baisse de son résultat net* et de son résultat net part du groupe* de 17% à 114MDt et à 114MDt respectivement. Outre la hausse du coût du risque,

II- Perspectives d'avenir & prévisions 2019

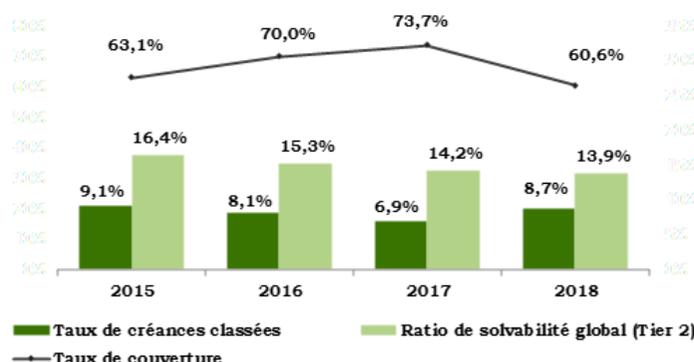
- Malgré la dégradation ponctuelle du coût du risque et la baisse subséquente de la rentabilité, nous restons confiants dans la capacité de rebond de la banque sur le court terme.

- Eu égard au contexte actuellement haussier des taux et à l'exposition favorable de la banque à l'activité du crédit, l'année 2019 s'annonce prometteuse sur le front du PNB pour la banque. Nous anticipons une croissance des revenus de 15% à 377MDt.

- Le management de la banque a précisé que les efforts de provisionnement entrepris en 2018 sur le risque Carthage Cement sont suffisante pour couvrir l'exposition de la banque dans les prochaines années.

* Retraité des éléments exceptionnels.

Evolution des ratios prudentiels



- Même dans un scénario pessimiste d'un coût du risque supérieur à celui de l'année 2018 (de 74MDt y compris les provisions sur le portefeuille de titres), nous pensons que la banque est bien disposée pour réaliser une croissance minimale de son résultat net part du groupe* de 5% à 124MDt à fin 2019. Précisons enfin que le niveau assez élevé du ratio de transformation amènerait la banque à cibler plus la croissance des dépôts que des crédits dans sa politique commerciale.

III- Comportement boursier & opinion de Tunisie Valeurs

- Sur le long terme, nous estimons que la banque dispose de plusieurs atouts qui lui permettraient de garder le cap sur la croissance dans une conjoncture difficile et de réussir la transition réglementaire vers Bâle III:

- 1) Un niveau de solvabilité des plus confortables du secteur (ratio de solvabilité de 13,9% en 2018),
- 2) Une productivité à la pointe du secteur,
- 3) Une structure du PNB avantageuse dans un contexte haussier des taux et une marge d'évolution importante dans les commissions:

le futur relais de croissance pour la banque.

- La BT a tant bien que mal résisté au courant vendeur qui a pénalisé les valeurs bancaires (une décre de 7% seulement pour la BT depuis août dernier contre une chute de 26% en moyenne pour le secteur bancaire). Avec une capitalisation de 1,8 milliard de dinars, la banque retrouve, depuis octobre dernier son statut de 2^{ème} capitalisation du secteur.

- Aujourd'hui, la banque affiche un P/B 2019 de 2,1x et un P/E de 15,1x; une valorisation plus élevée que le secteur mais qui sous-estime les avantages comparatifs de la BT en termes de solvabilité et de productivité.

- Nous restons à l' « Achat » sur le titre. Notons que l'AGO a approuvé la distribution d'un dividende par action de 0,250Dt au titre de 2018. La date de mise en paiement été fixée pour le 6 mai prochain.**

« La valorisation actuelle de la BT sous-estime ses avantages comparatifs en termes de solvabilité et de productivité »