

Compte de résultat

En MDt	2016	2017	2018	2019	2020e	2021p
Créances sur la clientèle	3 652	4 158	4 465	4 454	4 543	4 679
<i>Progression</i>	-	14%	7%	0%	2%	3%
Dépôts clientèle	3 153	3 450	3 745	4 026	4 307	4 437
<i>Progression</i>	-	9%	9%	7%	7%	3%
PNB	236	269	328	361	369	378
<i>Progression</i>	-	14%	22%	10%	2%	2%
Dotations aux provisions sur les créances	22	11	62	36	42	58
<i>Coefficient d'exploitation</i>	33%	34%	32%	32%	33%	35%
Résultat net retraité*	110,2	138,6	115,0	135,3	125,2	116,2
<i>Progression</i>	-	26%	-17%	18%	-7%	-7%
Résultat net part du groupe retraité*	109,0	137,1	120,2	134,5	124,4	115,3
<i>Progression</i>	-	26%	-12%	12%	-8%	-7%

* 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.

♦ **L'année 2019 a été mitigée pour la Banque de Tunisie. La doyenne des banques tunisiennes a rattrapé la dégradation de sa rentabilité subie en 2019 sur fond « d'accalmie » au niveau de son coût du risque. Le constat est tout autre au niveau de l'activité d'exploitation qui a affiché un bilan contrasté: une activité du crédit qui fait du surplace et une progression du PNB attribuable quasiment à la seule composante de la marge d'intérêt.**

♦ **Les investisseurs ont été confortés par la clôture, au début de l'année, à hauteur de 77% de l'augmentation de capital de Carthage Cement, cimenterie publique en difficulté pour laquelle la BT constitue la principale banque créancière. Malgré le mouvement de panique qui a été déclenché sur le marché actions par la crise sanitaire du COVID-19 et l'annonce de la volonté de la BCT de surseoir à toute distribution de dividendes par les banques, la BT a résisté tant bien que mal en bourse, affichant une contreperformance annuelle de -6% (contre un repli moyen de 11% pour le secteur coté).**

♦ **Le spectre de la récession en 2020 généré par la crise du COVID-19 et les mesures de soutien aux entreprises et aux ménages devraient immanquablement impacter les banques en 2020. Mais, vu la gestion rigoureuse de la BT, sa bonne culture de risque et la diversification saine de son portefeuille des crédits, la banque est bien outillée pour résister à la crise actuelle. Nous recommandons de conserver le titre.**

Prix : 7,300 Dt

Conserver

Actionnariat*

Groupe CIC:	35,3%
Groupe EL FEKIH:	10,0%
Groupe KAMMOUN:	8,6%
Flottant:	46,1%

Capitalisation boursière: 1 643MDt

Ratios boursiers:** BT/ secteur

PER 2020e: 13,2x/5,7x

P/B 2020e: 1,6x/0,8x

Yield 2019: 0%/0%

Performance 2020: -6,4%/-11,1%

ROE 2019: 18,3%/18,6%

* Actionnariat au 31 décembre 2019.

** Données au 08/06/2020.

Positionnement de la BT dans le secteur coté (2019)

♦ **Dépôts:** 9^{ème} avec une part de marché de 6,1%

♦ **Crédits:** 9^{ème} avec une part de marché de 6,5%

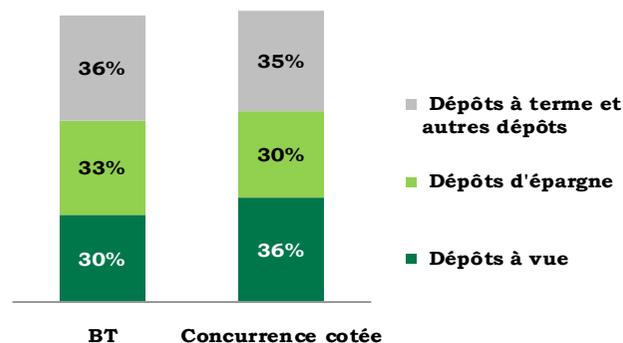
♦ **PNB:** 8^{ème} avec une part de marché de 7,3%

I- Faits & éléments saillants au 31 décembre 2019

- Le bilan de l'année 2019 a été mitigé pour la BT.
- L'activité de la collecte a fait preuve de résistance. L'encours de dépôts de la banque a signé une croissance de 7,5%, dépassant la barre de 4 milliards de dinars. Cette bonne performance a été dopée par les dépôts à terme (+15% à 1,5 milliard de dinars) et les dépôts d'épargne (+8% à 1,3 milliard de dinars). L'orientation vers les ressources rémunérées s'est faite ressentir sur le coût de ressources de la BT qui a augmenté de 0,55 point de taux à 5,2%, selon nos estimations (légèrement meilleur que la concurrence, 5,43%).
- Contrairement à la collecte, l'activité des crédits a affiché une stagnation en 2019. Privilégiant la prudence à la croissance, le volume des engagements de la banque a fait du quasi surplace à 4,5 milliards de dinars. Par conséquent, le ratio de transformation réglementaire de la BT s'est rétracté de 12,8 points de pourcentage à 110,6%, contre un plafond de 120%, en 2019..
- La qualité du portefeuille de la BT a quasiment stagné sur l'année. Alors que son taux des créances classées a augmenté de 0,8 point de pourcentage à 9,5%, le taux de couverture a progressé de 1,1 point de pourcentage à 61,7%. La dégradation du taux des créances classées est principalement due au risque **Carthage Cement qui concentre, désormais environ le quart des engagements classés de la banque (soit environ 147MDt)**. Le management reste, cependant, confiant, sur le moyen terme dans la capacité de la banque a recouvrir ses créances envers la

cimenterie publique et opérer des reprises sur provisions, suite à l'opération de recapitalisation de du cimentier*.

Structure des dépôts de la BT Vs concurrence (2019)



- La croissance du PNB a nettement ralenti la cadence en 2019. Les revenus de la banque ont évolué de 10,2% à 361MDt, contre une progression moyenne de 18% sur la période 2016-2018. C'est la marge d'intérêt qui a substantiellement tiré la croissance du PNB. Cette dernière s'est hissée de 18% à 217,6MDt. Les autres sources de PNB ont quasiment marqué le pas sur l'année (des commissions en hausse de 1,7% seulement à 57,2MDt et une baisse des autres revenus de 0,8% à 86,3MDt).

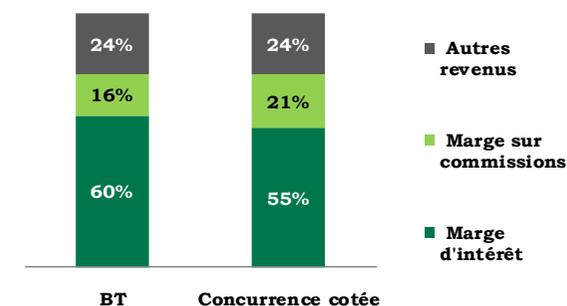
- La banque est parvenue à préserver sa productivité. Avec une croissance des frais généraux limitée à 10%, le coefficient d'exploitation a stagné à 31,7%. **La BT reste, de ce fait la banque plus productive du secteur coté.**

- La baisse notable du coût du risque a été l'évènement majeur de l'année 2019. L'enveloppe des dotations aux provisions sur les créances a chuté de 41,2% à 36,1MDt, profitant d'opérations de reprise sur provisions pour un montant de 42MDt faites principalement sur des créances

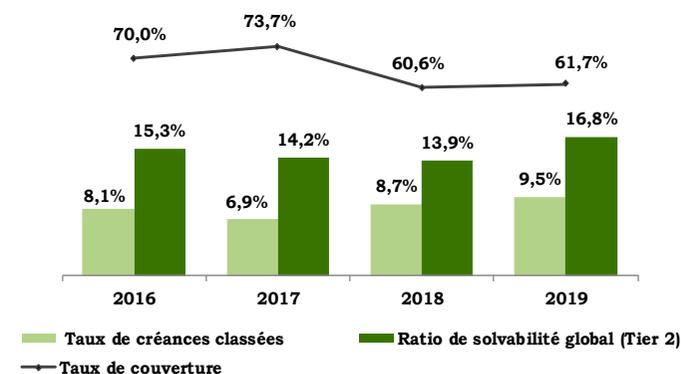
hôtelières. La baisse du coût du risque a permis de libérer la croissance bénéficiaire. Le résultat net de la banque a bondi de 18% à 135,3MDt, profitant d'un effet base favorable.

« Le management reste, confiant, sur le moyen terme dans la capacité de la banque à recouvrir ses créances envers Carthage Cement et à opérer des reprises sur provisions, suite à l'opération de recapitalisation du cimentier »

Structure du PNB de la BT Vs concurrence (2019)



Evolution des principaux ratios prudentiels



* L'augmentation de capital s'est bouclée au début 2020 avec une levée de 206MDt sur un objectif de collecte de 268,5MDt (soit un taux de réalisation de 77%).

- Grâce à la solide croissance des résultats et à la politique de maîtrise des risques, la BT a pu consolider son assise financière. Le ratio de solvabilité global a été porté à 16,8%, à fin 2019 contre 13,9% au terme de 2018. La banque dispose, ainsi d'une marge considérable par rapport au minimum réglementaire de 10%, et pour revigorer sa politique commerciale dans les prochaines années.

- Au niveau consolidé, la croissance des bénéfices s'est établie à 12% à 134,5MDt. Avec un ROE consolidé de 18,3% fin 2019, la BT se situe au milieu du tableau du secteur bancaire coté.

II- Perspectives d'avenir

- L'avènement de la crise sanitaire du COVID-19 a abaissé d'un cran les perspectives du secteur bancaire sur les deux prochains exercices. La baisse du taux directeur et la dégradation de la conjoncture économique imposent de nouvelles contraintes au secteur bancaire. Malgré l'assouplissement de la réglementation prudentielle (notamment des exigences du ratio de transformation réglementaire et du traitement des créances classées) et de la politique de refinancement* et les mesures de relance instituées par le Gouvernement** le secteur bancaire devrait, à notre sens, subir une triple peine sur les deux prochains exercices: 1) un ralentissement de la distribution des crédits, 2) un relâchement de la croissance du PNB impacté par des volumes baissiers et l'effet prix négatif de la baisse des taux sur la marge d'intérêt et 3) une dégradation de la qualité du portefeuille.

- Les effets de tendances précitées devraient toucher dans un premier lieu la trésorerie des banques (en 2020) avant d'affecter la rentabilité à partir de 2021 surtout si les mesures exceptionnelles (décidées en 2020) relatives au traitement des créances classées sont levées.

- A notre avis, la BT est une banque suffisamment armée pour s'accommoder avec les nouvelles contraintes de la crise actuelle. La banque devrait capitaliser sur ses atouts pour surmonter la morosité ambiante:

- 1) une assise financière solide et un niveau de solvabilité des plus confortables du secteur (ratio de solvabilité de 16,8% en 2019),

- 2) une productivité à la pointe du secteur avec un coefficient d'exploitation de 31,7% fin 2019 contre une moyenne estimée de 46% pour la concurrence cotées,

- 3) une politique de crédit historiquement sélective et un système rigoureux de pilotage des risques.

- Côté chiffres, nous nous attendons à deux exercices successifs de baisse des résultats sur fond de quasi stagnation du PNB et d'augmentation du coût du risque.

- **En 2020:** Le PNB devrait significativement décélérer sa croissance. Celle-ci devrait s'établir à 2% contre une moyenne de 15,3% sur la période 2016-2019. Quant au résultat net part du groupe, il devrait glisser de 7,5% à 124,4MDt contre une progression moyenne de 7,3% sur l'intervalle 2016-2019.

- **En 2021:** Le PNB devrait continuer à croître à un taux annuel de 2% à 378MDt. Le résultat net part

du groupe accuserait une baisse de 7,3% à 115,3MDt

- Sur le plan stratégique, le management a annoncé que la BT est bien préparée à la migration vers les normes IFRS. Ces ratios prudentiels sont confortables et lui laissent une marge de manœuvre pour absorber les surcoûts de l'adoption du nouveau référentiel comptable.

« Le management a annoncé que la BT est bien préparée à la migration vers les normes IFRS. Ces ratios prudentiels sont confortables et lui laissent une marge de manœuvre pour absorber les surcoûts de l'adoption du nouveau référentiel comptable »

III- Comportement boursier & opinion de Tunisie Valeurs

- Deuxième capitalisation du secteur, la BT a affiché une résistance salubre en bourse, depuis la découverte du premier cas positif au COVID-19 en Tunisie. Les annonces successives sur le bilan de la pandémie et sur les mesures exceptionnelles prises par les pouvoirs publics et surtout par la BCT (baisse du taux directeur de 100 points de base à 6,75% en mars dernier et la décision de suspension de la distribution des dividendes 2019) n'ont que peu altéré le parcours boursier du titre. Il semblerait, par ailleurs, que l'annonce de la clôture de la recapitalisation de Carthage Cement, cimenterie publique en difficulté dont la BT constitue la principale banque créancière, et la signature d'un accord de rééchelonnement des crédits avec les bailleurs de fonds de la cimenterie aient eu un effet favorable sur le cours de la BT.

* Avec des mesures comme l'élargissement de l'éventail des actifs éligibles au refinancement, la création d'un nouveau guichet de refinancement et d'une nouvelle catégorie de crédits refinançables,

** notamment le mécanisme de garantie des crédits de gestion et la ligne de financement des crédits de consolidation et de rééchelonnement.

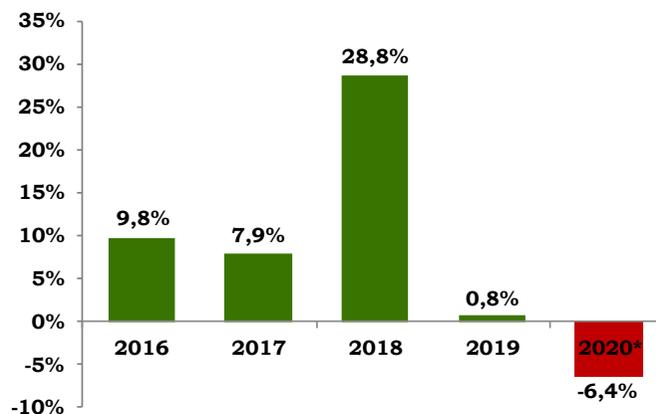
L'action a seulement baissé de 6% depuis le début de l'année contre un repli de 11% pour le secteur coté.

▪ Avec une capitalisation de 1,6 milliard de dinars, la BT affiche des multiples supérieurs au secteur (un PER 2020e de 13,2x et un P/B 2020e de 1,6x pour la BT contre un PER 2020e de 5,7x et un P/B 2020e de 0,8x pour le secteur). Cependant, cette valorisation intègre les avantages comparatifs de la banque et sa perception en tant que référence en matière de productivité et de rigueur, par les investisseurs.

▪ **Nous recommandons de « conserver » le titre.**

« Les multiples élevés de la BT comparativement au secteur coté reflètent les avantages comparatifs de la banque et sa perception en tant que référence en matière de productivité et de rigueur par les investisseurs »

Performances boursières de l'action BT



* Performance au 8 juin 2020