Tunisie Valeurs

Donner du sens à la valeur

SECTEUR BANCAIRE COTÉ : la transformation du modèle opérationnel en marche

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES | 23.10.2026

POINTS CLÉS

- Une bonne dynamique en ce qui concerne l'activité de collecte en 2025 qui continue de profiter du phénomène du retour de l'épargne vers le circuit bancaire et une bonne maîtrise du coût des ressources, dans un environnement monétaire moins restrictif.
- Une activité de production toujours bridée, en 2025, en raison de la faible demande du crédit émanant du secteur privé. Ce constat a permis avec la vigueur de la collecte de soutenir la liquidité du secteur et la trajectoire descendante du ratio de transformation réglementaire (Crédits/Dépôts) - LTD.
- Une croissance modérée du PNB en 2025. Les banques ont pu surmonter l'atonie de la marge d'intérêt grâce à la résistance des commissions nettes et surtout à la dynamique remarquable des revenus du portefeuille-titres commercial et d'investissement et des opérations financières (appelés aussi «autres revenus») en raison d'une activité intense d'émission d'emprunts d'État, d'une gestion active des bilans et d'une activité de change mieux portante. À l'issue de 2025, le poids des activités de marché dans le PNB sectoriel a dépassé pour la première fois dans l'histoire moderne du secteur bancaire tunisien, la contribution de l'activité d'intermédiation classique.
- Une dégradation globale de la productivité, en 2025, consécutive à la hausse des frais généraux, principalement imputable à l'augmentation des charges de personnel. Cette dernière est liée aux augmentations salariales et à l'intégration du personnel auparavant intérimaire, conformément à la réforme du code du travail (loi n° 2025-9, en vigueur depuis le 23 mai 2025).
- Une détérioration générale de la qualité du portefeuille moyenne du secteur bancaire cotée en 2025. La conjoncture exigeante et la persistance des difficultés de certains opérateurs économiques notamment les PME ont engendré une hausse globale de la sinistralité chez les banques cotées, principalement les banques publiques.
- Une résistance salutaire au niveau de la rentabilité nette tant à l'échelle individuelle que consolidée, en 2025. La baisse relative de la pression fiscale a donné une bouffée d'oxygène à la profitabilité du secteur, lui permettant de faire face à la montée du coût du risque et au contexte inflationniste.
- Une consolidation globale de la solvabilité, en 2025. Cette évolution a porté la marque des conditions de distribution des dividendes imposées par la Banque centrale sur les dernières années, du niveau appréciable des provisions constituées et de la politique de pilotage rigoureux des risques mise en place par le management des banques cotées.
- Un exercice 2026 qui s'annonce sous le signe de la consolidation. C'est ce qui ressort de l'analyse des comptes des banques cotées de la première moitié de l'année, faisant état de : ❶ une collecte qui ne perd pas de sa vigueur, ❷ une activité de crédit au ralenti, ❸ une modeste croissance du PNB sauvée par les activités de marché ❹ des indicateurs de productivité toujours sous pression, ❺ une progression soutenue du coût du risque et ❻ une faible croissance de la masse bénéficiaire du secteur.

Le secteur bancaire coté en chiffres [1]

Nombre de banques cotées	**12**	
Capitalisation boursière	**15,3**	milliards (TND) soit 44,3 % de la capitalisation de la Bourse de Tunis
Encours des dépôts	**106,5**	milliards (TND)
Encours des crédits	**85,7**	milliards (TND)
Total des actifs	**143,6**	milliards (TND)
Produit Net Bancaire	**7,3**	milliards (TND)
Bénéfices individuels	**1,6**	milliard (TND)
Bénéfices nets part du groupe	**1,7**	milliard (TND)
Flottant moyen	**33,5**	%
Échanges annuels du marché	**25,9**	%

Ratios boursiers [2]

P/E 2026e	**11,4 x**
P/B ajusté 2026 [3]	**1,5 x**
Dividend yield 2026e	**3,8%**
ROE consolidé 2026e	**12,5 %**
Performance 2026	**+45 %**

[1] *Données au 31 décembre 2025*
[2] *Données au 13 octobre 2026.*
[3] *P/B normalisé sur la base d'un taux de couverture des créances classées par les provisions et les agios réservés de 70 % pour tout le secteur bancaire coté.*

- Un environnement international en 2027 qui devrait être marqué par de fortes incertitudes pour l'économie nationale tant sur le plan géopolitique que monétaire. Ces aléas devraient conditionner l'orientation de la politique monétaire de la BCT et la portée de la politique budgétaire et rejaillir ainsi sur les performances des banques tunisiennes. La situation sécuritaire mondiale demeure tendue, tandis que la résurgence des pressions inflationnistes (conséquence des tensions géopolitiques et des guerres commerciales étasuniennes) a conduit les principales banques centrales à durcir leur politique monétaire en 2026. Parallèlement, l'aggravation de l'endettement des économies les plus avancées, notamment des États-Unis et des pays de la zone euro, principaux partenaires économiques de la Tunisie, exerce une pression croissante sur les marchés obligataires et les rendements des dettes souveraines. Cette conjoncture internationale pourrait ainsi peser sur les conditions de financement, les flux de capitaux et les perspectives de croissance, avec des répercussions potentielles sur l'activité et la rentabilité des banques tunisiennes.
- Un bon parcours boursier, depuis le début de l'année (+45 % pour l'indice des banques), favorisé par la croissance bénéficiaire affichée au titre de 2025 et la distribution généreuse de dividendes des banques cotées.
- Un environnement opérationnel marqué par une forte volatilité sur les dernières années. Entre les pressions conjoncturelles – notamment la montée des velléités protectionnistes, l'exacerbation des tensions géopolitiques, en particulier au Moyen-Orient, région névralgique pour l'approvisionnement énergétique mondial, ainsi que les effets croissants du changement climatique – et le renforcement continu des exigences réglementaires (fiscales, prudentielles et opérationnelles), le secteur bancaire tunisien est appelé à faire preuve d'une vigilance accrue, d'une grande capacité d'adaptation et d'une veille stratégique permanente.
- Une valorisation «facialement» attractive pour le secteur. Cependant, le coup de frein sur l'activité du crédit et des pratiques prudentielles plus assertives pourrait peser sur le sentiment du marché envers le secteur. Dans ce contexte mouvant, la «fuite vers la qualité» demeure pleinement d'actualité pour les banques cotées. Les trois «*Blue Chips*» bancaires recommandées à l'Achat dans notre portefeuille type, à savoir : la BIAT, AMEN BANK et la BT devraient être les plus à même de surmonter les pressions réglementaires et conjoncturelles. Et pour cause, leur bonne culture de risque, leur résilience commerciale, leur préparation opérationnelle à l'adoption des normes IFRS et leur robustesse financière reflétée dans des niveaux de solvabilité qui se comparent favorablement aux standards du secteur coté. Dans le même ordre d'idée, nous continuons à recommander la sous-pondération du secteur bancaire par rapport au TUNINDEX dans les portefeuilles «Actions» (une allocation cible sectorielle globale de 30 % contre un poids du secteur bancaire dans le *benchmark* de 58 %).

INTRODUCTION

Le système bancaire tunisien a évolué sur les deux dernières années dans un contexte international particulièrement marqué par une conjoncture économique complexe et instable, une montée des tendances protectionnistes et des tensions géopolitiques persistantes.

L'année 2025 a été marquée par la poursuite de l'assouplissement des politiques monétaires des principales banques centrales, notamment la Réserve fédérale américaine (Fed) et la Banque centrale européenne (BCE). Cette orientation s'inscrivait dans un contexte de reflux des prix de certaines matières premières et de rapprochement progressif de l'inflation de sa cible à moyen terme.

Toutefois, la donne a changé depuis et l'année 2026 a marqué un tournant dans la conduite des politiques monétaires des principaux argentiers du monde. L'intensification des tensions géopolitiques au Moyen-Orient, notamment le conflit impliquant l'Iran, conjuguée aux incertitudes liées à la politique commerciale américaine, a ravivé les risques inflationnistes, en particulier à travers la hausse des prix de l'énergie et les perturbations des chaînes d'approvisionnement. Face à ces nouvelles pressions sur les prix, la Fed et la BCE ont procédé à un resserrement de leurs politiques monétaires afin de favoriser la stabilisation de l'inflation autour de son objectif à moyen terme.

En Tunisie, la Banque centrale (BCT) a entamé, en 2025, un cycle de desserrement de ses conditions en abaissant son taux directeur à deux reprises, en mars et en décembre 2025. Ces deux réductions de 50 pbs ont ramené le taux directeur à 7%. Cette orientation, adoptée dans un contexte de tendance baissière de l'inflation (4,9% en décembre 2025 contre 6,2% en décembre 2024), traduit la volonté de la BCT de concilier la stabilité des prix avec un soutien mesuré à l'activité économique. Parallèlement, le taux minimum de rémunération de l'épargne a été abaissé à 6%.

Dans un environnement entouré d'incertitudes accrues, alimentées notamment par les retombées de la guerre au Moyen-Orient sur les prix internationaux, les chaînes d'approvisionnement et les équilibres économiques et financiers mondiaux, la BCT a maintenu, en 2026, une conduite prudente et vigilante de la politique monétaire.

Lors de sa réunion du 7 octobre 2026, le Conseil d'Administration de la BCT a décidé de maintenir le taux directeur inchangé à 7%, estimant que les risques entourant la trajectoire future de l'inflation demeurent orientés à la hausse. Dans ce contexte, le Conseil a réaffirmé qu'il continuera d'assurer un suivi étroit de l'évolution des prix, de la demande, de la liquidité bancaire et des équilibres extérieurs et se tient prêt à prendre les mesures qu'il jugera nécessaires afin de contenir les pressions sur la formation des prix, et favoriser le retour durable de l'inflation à des niveaux soutenables.

Après avoir maintenu son taux directeur autour de 7%, la Banque centrale a publié, le 9 octobre 2026, la circulaire n° 2026-11 relative à la mise en œuvre de la politique monétaire. Celle-ci prévoit le triplement du coefficient de réserves obligatoires, qui passe de 1% à 3%, et ce, à partir du 1er novembre 2026. Les réserves obligatoires correspondent à la part des dépôts que les banques doivent conserver auprès de la BCT. Leur relèvement contraint donc les établissements bancaires à immobiliser davantage de liquidités. En brandissant l'arme des réserves obligatoires, l'autorité monétaire entend réduire les niveaux de liquidités disponibles dans le secteur bancaire et pallier les risques d'une surchauffe de la demande, sans toucher au coût du crédit. Cependant, le recours à cet instrument quantitatif pourrait fragiliser davantage l'activité du crédit ; une activité à la peine depuis 2023.

Selon le Fonds Monétaire International (FMI), l'économie mondiale se révèle une fois de plus résiliente, mais elle présente un tableau contrasté marqué par un rétrécissement rapide des marges d'ajustement à court terme. Au premier semestre 2026, l'activité a mieux résisté qu'attendu, malgré la persistance de la guerre au Moyen-Orient et des pressions engendrées par les tensions commerciales. Le cycle technologique a généré une impulsion par la demande, tirée par la vigueur de l'investissement dans l'intelligence artificielle (IA). Les interactions entre ces forces – géopolitiques et technologiques – ont produit une économie mondiale divisée : certains pays voient leurs volants de sécurité s'étoffer grâce à des termes de l'échange favorables ou à leurs exportations et leurs investissements dans le secteur technologique, tandis que d'autres pâtissent d'un renchérissement des importations et d'un repli de la demande.

« Dans un environnement entouré d'incertitudes accrues, alimentées notamment par les retombées de la guerre au Moyen-Orient sur les prix internationaux, les chaînes d'approvisionnement et les équilibres économiques et financiers mondiaux, la BCT a maintenu, en 2026, une conduite prudente et vigilante de la politique monétaire »

« En brandissant l'arme des réserves obligatoires, l'autorité monétaire entend réduire les niveaux de liquidités disponibles dans le secteur bancaire et pallier les risques d'une surchauffe de la demande, sans toucher au coût du crédit »

Selon l'institution de Bretton Woods, la croissance mondiale devrait atteindre 3,1 % en 2026 et 3,4 % en 2027, des projections inchangées pour cette année et légèrement relevées pour la prochaine par rapport à celles établies dans les Perspectives de l'économie mondiale (PEM) d'avril 2026. L'inflation globale à l'échelle mondiale devrait augmenter à 4,7 % en 2026 avant de refluer à 4,1 % en 2027, faisant apparaître une révision à la hausse cumulée de 0,7 point de pourcentage et une accélération temporaire principalement tirée par les prix de l'énergie et de l'alimentation.

D'après le FMI, la stabilité de la croissance mondiale masque un déplacement de la croissance entre les pays. Ainsi, ceux qui conjuguent faible exposition directe au choc de la guerre et forte participation à l'essor porté par les technologies voient l'activité se maintenir ou s'affermir et les pays exportateurs d'énergie situés en dehors de la zone de conflit immédiate bénéficient de termes de l'échange avantageux. À l'inverse, les pays importateurs d'énergie peu intégrés dans la chaîne de valeur technologique se trouvent dans la configuration la plus difficile : aux prises avec des coûts d'importation et des tensions sur les taux de change plus élevés, des revenus réels plus bas, des marges de manœuvre budgétaires plus restreintes et moins d'effet compensatoire de la forte demande. Beaucoup de pays à faible revenu et de pays vulnérables appartiennent à cette catégorie, ce qui accentue le risque que les chocs récents ne creusent les écarts de revenu entre les pays et en leur sein.

En Tunisie, après une modeste croissance économique de 2,5 % en 2025, l'économie nationale poursuit son redressement graduel. À fin juin 2026, d'après l'Institut National de la Statistique (INS), la croissance du produit intérieur brut s'est établie à 2,4 % en comparaison avec les six premiers mois de l'année précédente, reflétant essentiellement le dynamisme de la demande intérieure et des secteurs de l'agriculture et de la construction.

Toutefois, les coupures d'électricité au courant du mois d'août et les perturbations qu'elles entraînent au niveau de la production industrielle pourraient impacter négativement une partie de l'activité économique du T3 2026 et par ricochet l'ensemble de 2026.

La Tunisie ambitionne d'accélérer sa croissance économique à 3,1 % en 2027, contre 2,7 % prévus pour l'ensemble de l'année 2026. Ces projections figurent dans le projet du Budget économique pour 2027, élaboré par le ministère de l'Économie et de la Planification et transmis au Parlement ainsi qu'au Conseil national des régions et des districts, à la mi-octobre 2026. Selon ce document, les autorités tablent sur une amélioration progressive des principaux indicateurs économiques et sociaux, portée notamment par la relance de l'investissement, le développement des secteurs productifs, l'amélioration du climat des affaires et la poursuite des réformes structurelles.

Le Gouvernement a ramené sa prévision de croissance pour 2026 à 2,7 %, contre 3,3 % initialement envisagés. Cette révision est liée à la persistance de difficultés conjoncturelles et structurelles qui continuent de peser sur les performances de plusieurs secteurs économiques. Le document officiel fait état d'une évolution contrastée de l'activité au cours de la première moitié de 2026. Certains secteurs, notamment l'agriculture, les services, le tourisme et les industries mécaniques et électriques, ont contribué à soutenir l'activité. En revanche, les performances des industries extractives, des mines, de l'énergie et des industries chimiques sont restées limitées. Le secteur des phosphates demeure notamment confronté à des difficultés de production. La faiblesse de certains segments industriels, les contraintes pesant sur l'investissement productif et les pressions sur les ressources énergétiques et hydriques constituent également des facteurs de vulnérabilité. À ces difficultés s'ajoutent les effets du changement climatique, les épisodes de fortes chaleurs, la raréfaction des ressources en eau et les incertitudes entourant l'environnement économique international. Les tensions géopolitiques et les perturbations des marchés de l'énergie et des matières premières contribuent également à fragiliser les perspectives.

Sur le plan socio-économique, le Gouvernement prévoit un léger recul de l'inflation, qui passerait de 5,3 % en 2026 (soit le même niveau qu'en 2025) à 5,2 % en 2027. Le marché du travail devrait également enregistrer une amélioration progressive. Le taux de chômage global est attendu à 14,5 % en 2027, contre 14,9 % en 2026 (15,2 % en 2025). Le chômage des jeunes âgés de 15 à 24 ans devrait diminuer de 35,4 % en 2026 à 35 % en 2027 (contre 36,8 % en 2025), tandis que celui des diplômés de l'enseignement supérieur passerait de 26,6 % en 2026 à 25 % en 2027 (contre 24 % en 2025). Ces prévisions témoignent de la volonté affichée par les autorités de renforcer l'emploi et l'inclusion économique. Le projet de Budget économique de 2027 met notamment l'accent sur le développement des compétences, l'amélioration de la formation professionnelle et la valorisation des qualifications nationales, en particulier celles des diplômés de l'enseignement supérieur.

« D'après le Budget économique pour 2027, la Tunisie ambitionne d'accélérer sa croissance économique à 3,1 % en 2027, contre 2,7 % prévus pour l'ensemble de l'année 2026 »

Pour 2027, le Gouvernement entend inscrire ses orientations économiques dans la continuité du Plan de développement 2026-2030. L'objectif consiste à renforcer la capacité de l'économie nationale à résister aux chocs, à améliorer sa compétitivité et à soutenir une croissance davantage créatrice de valeur et d'emplois.

Le Budget économique pour 2027 accorde une place importante à la relance de l'investissement public et privé, à l'amélioration du climat des affaires, à la modernisation des infrastructures et au développement des secteurs productifs. Il prévoit également de poursuivre les efforts en matière de transformation numérique, de simplification des procédures et de renforcement de l'efficacité des institutions publiques.

La mobilisation des ressources hydriques et la sécurisation de l'approvisionnement énergétique figurent aussi parmi les priorités. Les orientations présentées mettent notamment l'accent sur le dessalement de l'eau de mer, l'amélioration de la gestion des ressources hydriques, le développement des énergies renouvelables et l'accélération de la transition énergétique.

Sur le plan social, les priorités portent sur le renforcement du capital humain, l'amélioration de la qualité de l'éducation et de la formation, le soutien au système de santé et la consolidation des mécanismes de protection sociale. Le Gouvernement entend également favoriser l'accès à l'emploi décent et renforcer l'inclusion des catégories les plus vulnérables.

Pour sa part, le FMI table dans l'édition d'octobre 2026 des *Perspectives de l'Économie Mondiale* (PEM) sur une reprise économique de 2,4 % en Tunisie en 2026, contre 2,1 % dans ses prévisions d'avril dernier. L'institution internationale a également révisé à la hausse ses anticipations de croissance économique pour 2027, passant de 1,6 % dans le PEM d'avril 2026 à 2 % en octobre 2026.

Selon la BCT, l'inflation devrait enregistrer une remontée en 2026, sous l'effet conjugué de pressions externes, liées notamment à la flambée des prix de l'énergie, et de tensions internes émanant de la demande au regard des capacités de l'offre. Après une période de baisse, l'inflation devrait ainsi s'inscrire de nouveau sur une trajectoire haussière graduelle, particulièrement au cours du second semestre 2026. Ces perspectives refléteraient principalement l'estompement de l'effet de base baissier important lié à la forte contraction des prix de l'huile d'olive en 2025, ainsi que par le renforcement des pressions inflationnistes, tant du côté de la demande que de l'offre. Du côté de la demande, les pressions sur les prix résulteraient des hausses attendues des salaires dans les secteurs public et privé. Pour l'offre, la récente accélération, quasi généralisée, des prix internationaux, conjuguée à la progression des coûts salariaux, devrait se transmettre progressivement aux prix à la consommation, soutenant ainsi la dynamique haussière de l'inflation. En moyenne annuelle, les prévisions 2026 de l'institut d'émission tablent sur un taux d'inflation de 5,6 % en 2026 (contre un taux moyen de 5,5 % prévu par le FMI qui devrait passer à 6,3 % en 2027 selon le Fonds), après 5,3 % enregistré en 2025. De son côté, l'inflation sous-jacente, devrait passer à 5,5 % en 2026 après 4,7 % en 2025.

Soulignant les progrès récents de l'économie nationale et notamment la résilience de la balance des paiements et du déficit budgétaire, et la capacité du pays à honorer ses engagements extérieurs, les agences de notation internationales (MOODY'S, R&I et FITCH RATINGS) ont entrepris sur les trois dernières années de réviser à la hausse la notation souveraine de la Tunisie, tout en la retirant de la liste des pays sous-observation. Désormais, la Tunisie est notée « B- » avec une perspective stable (selon l'échelle de notation de FITCH RATINGS).

Les agences de notation sont unanimes à préciser que la note souveraine pourrait être révisée à la hausse si la Tunisie parvient à réduire durablement le déficit et à accroître ses réserves de change. A contrario, un élargissement du déficit ou une baisse rapide des réserves pourrait entraîner un risque de dégradation.

Dans cet environnement complexe, la BCT poursuit ses efforts, visant à préserver la stabilité financière et à consolider la solidité du système bancaire au service de l'économie nationale et de l'intérêt général. Néanmoins, l'autorité monétaire demeure préoccupée par la persistance et l'acuité de certaines sources de vulnérabilités, pesant sur la stabilité du secteur bancaire ; en l'occurrence une croissance économique atone, un ralentissement sans précédent de l'activité de crédit lié particulièrement à la faiblesse de l'investissement privé, une exposition accrue du secteur bancaire sur les entreprises publiques qui connaissent des difficultés et une montée préoccupante des risques de crédit.

« Alors que le Budget économique table sur la réalisation d'un taux de croissance du PIB de 3,3 % sur l'ensemble de l'année 2026, le FMI table dans l'édition d'octobre 2026 des Perspectives de l'Économie Mondiale sur une reprise économique de 2,4 % en Tunisie en 2026, contre 2,1 % dans ses prévisions d'avril dernier »

« Dans cet environnement complexe, la BCT poursuit ses efforts, visant à préserver la stabilité financière et à consolider la solidité du système bancaire au service de l'économie nationale et de l'intérêt général »

Consciente de ces défis, la BCT demeure pleinement mobilisée pour poursuivre les mesures prudentielles préventives afin d'assurer les conditions de la stabilité financière et de parachever l'alignement du cadre de régulation prudentielle avec les standards internationaux. À cet effet, la BCT a officiellement lancé, en avril 2025, une consultation élargie auprès du secteur bancaire et de toutes les parties prenantes sur un large programme de réformes prudentielles et normatives, couvrant les normes d'adéquation des fonds propres, les règles de classification et de couverture de risque et un guide IFRS 9. La BCT a déjà défini un calendrier et une feuille de route pour les prochaines étapes de ce projet et projette l'adoption des normes d'adéquation des fonds propres selon l'approche de Bâle III sur base consolidée à fin 2026.

De même, la BCT a poursuivi son projet stratégique pour le verdissement du secteur financier et l'intégration de la dimension risque climatique dans la régulation et la gouvernance du système bancaire avec notamment l'élaboration d'une feuille de route en concertation avec l'ensemble des parties prenantes.

Avec une capitalisation boursière de 21,1 milliards de dinars (en date du 13 octobre 2026), le secteur bancaire est sans conteste la première force du marché des actions tunisien et son *pace-setter*, représentant 46 % de la capitalisation totale de la Bourse de Tunis. Aux premières loges des évolutions macroéconomiques et financières nationales et internationales, son état de santé reste un baromètre essentiel de l'investissement en bourse.

Au vu d'une conjoncture difficile, de la montée en charge des exigences réglementaires, de l'alourdissement de la pression fiscale et de la convergence vers les normes comptables internationales, une nouvelle normalité s'est imposée au secteur bancaire sur les dernières années. Celle du ralentissement de la croissance ; une normalité qui obligera les banques à dénicher de nouveaux leviers de croissance (de nouveaux produits et de nouveaux services générateurs de plus forte valeur ajoutée), à privilégier la qualité aux volumes et à être plus sélectives en matière de risques.

Les tendances précitées creuseront davantage les disparités fondamentales entre les banques cotées, rebattant ainsi les cartes de l'investissement en bourse et alimentant un mouvement de «*Flight-to-Quality*». Les banques les plus solides sur le plan fondamental (liquidité, solvabilité et rentabilité) seront les plus à même de surmonter les défis conjoncturels et réglementaires.

Nous brossons, dans la présente étude sectorielle, le tableau d'un secteur bancaire qui surfe sur la conjoncture et qui est constamment confronté à de nouveaux défis. Nous analysons les réalisations récentes des banques cotées en passant en revue les dernières actualités du secteur. Au-delà des chiffres, cette étude met également en lumière les facteurs structurels et conjoncturels au rythme desquels évolue la performance des banques tunisiennes. Dans cette étude, nous présentons enfin nos prévisions avant d'exposer les résultats de notre modèle de *Scoring* ; socle de nos recommandations boursières sur les valeurs bancaires.

« Véritable baromètre de l'économie nationale, le secteur bancaire se retrouve naturellement aux premières loges des évolutions macroéconomiques, confirmant une fois encore son rôle de *pace-setter* et de force motrice de la Bourse de Tunis »

RADIOSCOPIE D'UN SECTEUR À LA CROISÉE DES DYNAMIQUES CONJONCTURELLES ET DES ÉVOLUTIONS RÉGLEMENTAIRES.

I. ÉTAT DES LIEUX 2025 ET PERSPECTIVES 2026 DU SECTEUR BANCAIRE COTÉ : ENTRE RÉSILIENCE COMMERCIALE, PRESSIONS SUR LES MARGES ET MONTÉE EN PUISSANCE DES ACTIVITÉS DE PORTEFEUILLE

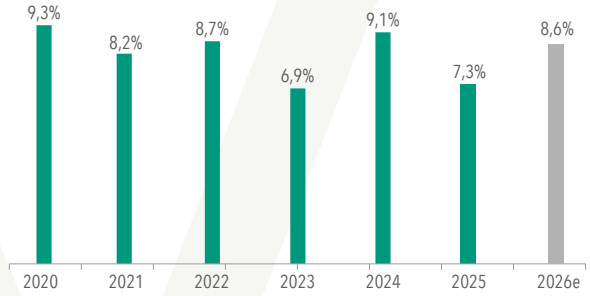
1) Les dépôts : une collecte qui continue de profiter du retour de l'épargne vers le circuit bancaire

En 2025, malgré une économie en transition (une croissance modérée du PIB de 2,5%), les banques tunisiennes ont continué de profiter de l'abondance des liquidités sur le marché (progression de l'encours des dépôts agrégé du secteur bancaire coté de 7,3% à 106,5 milliards de dinars). À notre avis, la cause de la situation de surliquidité qui caractérise les banques tunisiennes est l'absence, à l'heure actuelle, de produits d'investissement alternatifs : faiblesse de l'investissement productif, immobilier en berne, présence de restrictions à l'importation, réglementation des changes stricte, écosystème encore peu favorable aux *startups* qui continuent à privilégier les investisseurs institutionnels étrangers et marché obligataire presque illiquide. Et ces opportunités d'investissement alternatives sont souvent perçues comme risquées ou peu accessibles. Par conséquent, les ménages et les entreprises préfèrent placer leur argent dans des produits bancaires classiques.

Cette bonne performance intervient, concomitamment avec la politique de réduction modérée du nombre d'agences bancaires entamée par les banques cotées depuis 2021 (fermeture de 48 agences depuis 2021, portant le nombre d'agences à 1574 pour l'ensemble du secteur bancaire coté à fin 2025).

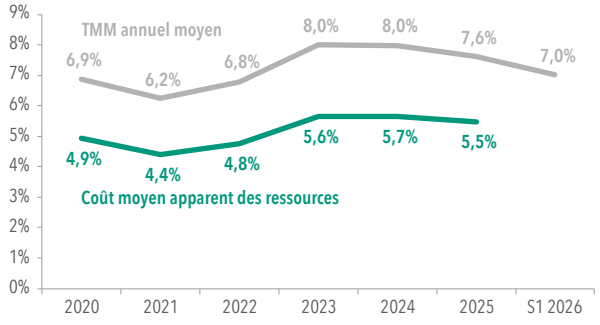
> « À notre avis, la cause de la situation de surliquidité qui caractérise les banques tunisiennes est l'absence, à l'heure actuelle, de produits d'investissement alternatifs »

Évolution de l'encours des dépôts du secteur bancaire coté



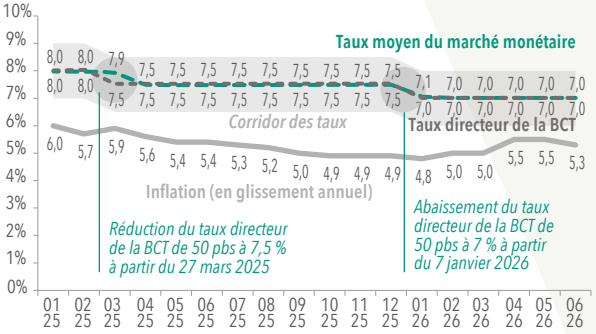
Sources : états financiers annuels des banques cotées et compilation & prévisions de TUNISIE VALEURS.

Évolution du coût moyen apparent des ressources du secteur bancaire coté Vs TMM annuel moyen



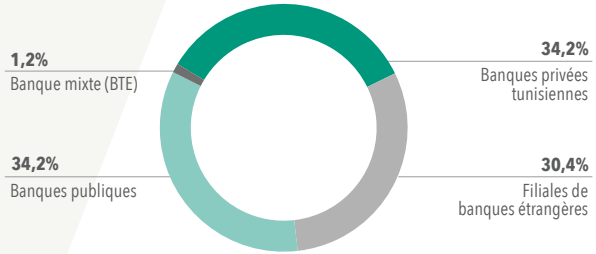
Sources : BCT, états financiers annuels des banques cotées et compilation & calculs de TUNISIE VALEURS.

Évolution du taux d'inflation globale Vs principaux taux d'intérêt de la BCT



Sources : BCT et Institut National de la Statistique (INS).

Répartition de l'encours des dépôts du secteur bancaire coté en 2025



Sources : états financiers annuels des banques cotées et compilation de TUNISIE VALEURS.

En 2025, les banques publiques se sont montrées plus réactives en matière de collecte que leurs consœurs privées. Le secteur public a vu son encours des dépôts agrégé augmenter de 10,2 % à 36,5 milliards de dinars. Quant au secteur privé, il a reporté une progression de son encours des dépôts agrégé de 5,8 % à 68,8 milliards de dinars. Les banques publiques ont renforcé leurs efforts de mobilisation des ressources sur l'année 2025 afin de tirer pleinement parti du contexte d'abondance des liquidités, dans une perspective d'optimisation du coût des ressources et d'une gestion Actifs/Passifs plus équilibrée, et ce, après avoir souffert d'une trésorerie tendue pendant de nombreuses années.

La bonne orientation des dépôts a revêtu un caractère généralisé, portant sur toutes les catégories de ressources. Les dépôts à vue se sont élargis de 6,5 % à 37,7 milliards de dinars. Les dépôts d'épargne se sont appréciés de 8,7 % à 35,3 milliards de dinars. Tandis que les dépôts à terme se sont bonifiés de 6,8 % à 33,5 milliards de dinars.

D'après le rapport annuel 2025 de la Banque centrale, les dépôts de l'ensemble des banques résidentes (cotées & non cotées) ont enregistré, en 2025, un ralentissement de leur rythme de progression (+7,3 % contre +10,3 % à fin 2024) pour atteindre 123 milliards de dinars au terme de l'exercice. Cette évolution résulte de l'effet conjugué du ralentissement de la croissance des dépôts en dinars (+9,6 % contre +10,9 % à fin 2024) et de la contraction des dépôts en devises (-5,1 % contre +7,2 % à fin 2024). La progression des dépôts en dinars est portée aussi bien par la croissance soutenue des dépôts à vue (+12,9 %) que des dépôts d'épargne (+8,7 %).

« Les banques publiques ont renforcé leurs efforts de mobilisation des ressources sur l'année 2025 afin de tirer pleinement parti du contexte d'abondance des liquidités, dans une perspective d'optimisation du coût des ressources et d'une gestion Actifs/Passifs plus équilibrée, et ce, après avoir souffert d'une trésorerie tendue pendant de nombreuses années »

Encours des dépôts

Chiffres en MDt	Encours des dépôts au 31/12/2025	Variation 2024-2025	Part de marché 2025	Encours des dépôts 2026e	Variation 2025-2026e
BIAT	22 291,0	+7,1 %	20,9 %	23 962,8	+7,5 %
BNA	13 913,9	+9,8 %	13,1 %	16 696,7	+20,0 %
STB	12 508,1	+9,7 %	11,7 %	13 571,3	+8,5 %
ATTIJARI BANK	11 435,0	+7,5 %	10,7 %	12 578,5	+10,0 %
BH	10 028,5	+11,3 %	9,4 %	10 449,6	+4,2 %
AMEN BANK	8 720,4	+8,8 %	8,2 %	9 984,8	+14,5 %
UIB	7 240,7	+5,6 %	6,8 %	7 349,3	+1,5 %
BT	6 957,7	+3,9 %	6,5 %	6 804,6	-2,2 %
ATB	6 778,7	-4,1 %	6,4 %	6 507,5	-4,0 %
UBCI	3 910,7	+3,5 %	3,7 %	4 653,7	+19,0 %
WIB	1 446,0	+24,6 %	1,4 %	1 713,5	+18,5 %
BTE	1 264,2	+13,4 %	1,2 %	1 365,3	+8,0 %
Secteur bancaire coté	**106 494,8**	**+7,3 %**		**115 637,8**	**+8,6 %**
*Dont secteur public**	*36 450,5*	*+10,2 %*	*34,2 %*	*40 717,6*	*+11,7 %*
*Dont secteur privé**	*68 780,1*	*+5,8 %*	*64,6 %*	*73 554,8*	*+6,9 %*

** Hors BTE, car elle est considérée comme une banque mixte.*

Sources : états financiers annuels des banques cotées et prévisions de TUNISIE VALEURS.

Coût des ressources moyen apparent

Banque	2024	2025	Variation 2024-2025 (en points de base - pbs)
ATTIJARI BANK	4,1 %	3,9 %	-23
BIAT	4,0 %	4,1 %	11
UBCI	4,7 %	4,5 %	-17
WIB	5,4 %	5,2 %	-21
UIB	5,5 %	5,3 %	-20
BT	5,5 %	5,5 %	5
BH	5,9 %	5,6 %	-29
ATB	5,6 %	5,6 %	-3
STB	6,1 %	5,9 %	-29
AMEN BANK	6,5 %	6,0 %	-48
BTE	6,5 %	6,6 %	13
BNA	7,0 %	6,8 %	-21
Moyenne du secteur bancaire coté	**5,7 %**	**5,5 %**	**-18**
*Dont secteur public**	*6,5 %*	*6,2 %*	*-26*
*Dont secteur privé**	*5,1 %*	*5,0 %*	*-13*

** Hors BTE, car elle est considérée comme une banque mixte.*

Sources : états financiers annuels des banques cotées et calculs de TUNISIE VALEURS.

Dans un contexte marqué par l'assouplissement des conditions financières, les banques cotées ont témoigné d'une bonne maîtrise de leur coût des ressources. En effet, selon nos estimations, le coût des ressources moyen apparent du secteur bancaire coté a régressé de 18 pbs à 5,5 %, en 2025.

À une exception près (baisse des dépôts de l'**ATB** de -4,1 % à 6,8 milliards de dinars), toutes les banques ont réussi à faire progresser leur encours des dépôts.

La meilleure performance de l'année 2025 est revenue à **WIFAK INTERNATIONAL BANK**. L'unique banque islamique de la cote a vu son encours des dépôts s'envoler de 24,6 % à seulement 1,4 milliard de dinars. La WIB s'est distinguée en enregistrant les hausses les plus soutenues des dépôts à vue (+53,3 % à 466,8 MDt) et des dépôts d'épargne (+25,3 % à 457,6 MDt pour les comptes *Tawfir*) en 2025 à l'échelle du secteur bancaire coté. L'année 2025 a aussi été marquée par la poursuite des efforts de densification du réseau pour la banque islamique avec l'ouverture de huit nouveaux points de vente, portant le nombre total d'agences à l'actif de la banque à 56 et renforçant davantage la proximité avec la clientèle.

Dans la continuité des dernières années, la **BTE** poursuit sa dynamique positive en matière de collecte. L'encours des dépôts de l'ancienne banque de développement s'est apprécié de 13,4 % à 1,3 milliard de dinars. Il semblerait que la concurrence des majors du secteur sur les dépôts ait réorienté cette banque mixte vers les dépôts à terme ; principale source de collecte de la BTE en 2025 (+17,9 % à 847 MDt). La banque à capitaux tuniso-émiratis affiche, de ce fait, et sans conteste, l'exposition la plus élevée aux dépôts à terme à l'échelle du secteur bancaire coté (67 % à fin 2025 contre une moyenne sectorielle de 31,5 %).

Après la performance terne de l'année 2024, l'activité de collecte a retrouvé une vigueur nouvelle pour la **BH BANK** en 2025. L'encours des dépôts de la banque étatique s'est accru de 11,3 % crevant le plafond des 10 milliards de dinars. La banque a profité de la bonne

tenue de toutes les catégories de ressources. Cependant, ce sont les dépôts à terme qui ont affiché l'évolution la plus marquée (+21,6% à 2,9 milliards de dinars). Nonobstant cela, l'exposition de la banque publique à ces ressources onéreuses reste maîtrisée (28,7% à fin 2025). La BH BANK jouit, par ailleurs, d'un avantage comparatif de taille, d'autant plus recherché dans ce contexte de ralentissement de l'activité du crédit : c'est son matelas confortable de dépôts d'épargne, qui concentrent 41,7% de l'ensemble des dépôts, soit la proportion la plus élevée à l'échelle du secteur bancaire coté. Un constat sans doute lié à la vocation historique de la banque ; celle du financement de l'Habitat et à la stratégie suivie sur les dernières années de relance de l'Épargne-Logement.

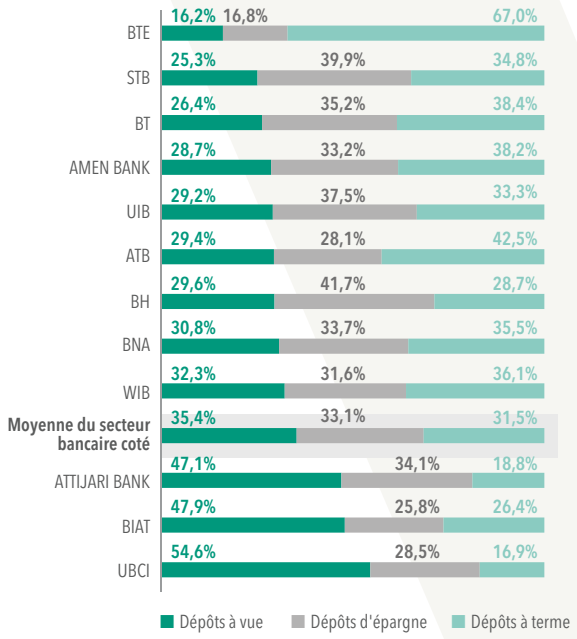
À l'instar des dernières années, l'activité de collecte s'est bien comportée pour la **BNA** en 2025. La banque a vu son encours de dépôts croître de 9,8% à 13,9 milliards de dinars. La BNA a surtout profité de la bonne orientation des dépôts à vue (+28,7% à 4,3 milliards de dinars). À l'issue de 2025, cette catégorie de ressources représente 30,8% dans les dépôts de la banque. Dans ce contexte de taux d'intérêt révisés à la baisse sur les deux dernières années et avec des dépôts à terme en repli de 2,1% à 4,9 milliards de dinars, la BNA affiche un coût moyen apparent des ressources en légère amélioration, mais qui demeure le plus élevé du secteur coté, se chiffrant à 6,8%, selon nos estimations, contre 7% en 2024.

En 2025, l'activité de collecte de la **STB** a fait montre d'une solide reprise, et ce, pour la deuxième année consécutive. L'encours des dépôts de la banque publique a enregistré une croissance de 9,7% à 12,5 milliards de dinars, surperformant ainsi le secteur bancaire coté. La banque a puisé sa croissance durant l'exercice 2025 dans toutes les catégories de ressources. Malgré le poids important des dépôts d'épargne dans sa collecte (39,9% fin 2025), la banque continue de se comparer défavorablement à la moyenne du secteur bancaire coté en matière de coût des ressources. En effet, selon nos estimations, le coût moyen apparent des ressources de la banque s'est situé, à fin 2025, à 5,9% contre 6,1% en 2024 et une moyenne de 5,5% pour le secteur bancaire coté.

Sur le premier semestre 2026, les banques tunisiennes cotées ont continué de profiter du phénomène du retour de l'épargne vers le circuit bancaire, voyant leur encours de dépôts agrégé progresser de 3,9% à 110,7 milliards de dinars, par rapport au 31 décembre 2025.

Sur la première moitié de 2026, les banques publiques continuent d'être plus réactives en matière de collecte que leurs consœurs privées, exprimant ainsi des besoins déconnectés des opportunités de placement. Le secteur public a vu son encours des dépôts agrégé augmenter de 5,8% à 38,6 milliards de dinars. Quant au secteur privé, il a enregistré une croissance de son encours des dépôts agrégé de 2,9% à 70,8 milliards de dinars, par rapport au 31 décembre 2025.

Structure des dépôts du secteur bancaire coté (2025)



Sources : états financiers annuels des banques cotées et compilation & calculs de TUNISIE VALEURS.

« La BH BANK jouit, par ailleurs, d'un avantage comparatif de taille, d'autant plus recherché dans ce contexte de ralentissement de l'activité du crédit : c'est son matelas confortable de dépôts d'épargne »

« Sur le premier semestre 2026, les banques tunisiennes cotées ont continué de profiter du phénomène du retour de l'épargne vers le circuit bancaire »

Encours des dépôts au 30.06.2026

Chiffres en MDt	Encours des dépôts au 30/06/2026	Évolution depuis le début de 2026	Part de marché
BIAT	23 021,6	+3,3 %	20,8 %
BNA	15 393,1	+10,6 %	13,9 %
STB	12 973,4	+3,7 %	11,7 %
ATTIJARI BANK	11 969,6	+4,7 %	10,8 %
BH	10 209,7	+1,8 %	9,2 %
AMEN BANK	9 332,1	+7,0 %	8,4 %
UIB	7 185,6	-0,8 %	6,5 %
BT	6 807,3	-2,2 %	6,2 %
ATB	6 607,2	-2,5 %	6,0 %
UBCI	4 271,1	+9,2 %	3,9 %
WIB	1 573,9	+8,8 %	1,4 %
BTE	1 308,6	+3,5 %	1,2 %
Secteur bancaire coté	**110 653,2**	**+3,9 %**	
*Dont banques publiques**	*38 576,1*	*+5,8 %*	*34,9 %*
*Dont banques privées**	*70 768,4*	*+2,9 %*	*64,0 %*

** Hors BTE, car elle est considérée comme une banque mixte.*

Sources : états financiers intermédiaires du S1 2026 des banques cotées et compilation de TUNISIE VALEURS.

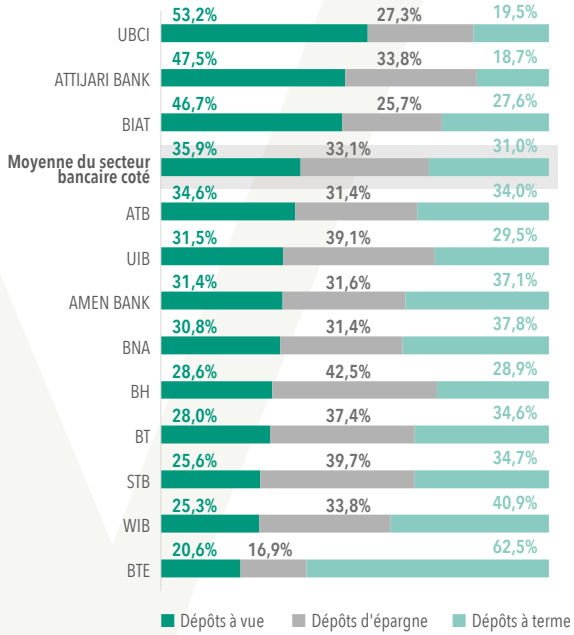
Alors que les banques publiques ont renforcé leurs efforts de mobilisation des ressources dans une perspective de gestion Actifs/Passifs plus équilibrée, les banques privées ont profité de l'abondance des liquidités pour optimiser leur structure des ressources : se désengager des ressources onéreuses (les dépôts à terme) et augmenter leur exposition aux ressources « bon marché » (les dépôts à vue et les dépôts d'épargne). Cette réaction des banques privées est compréhensible dans la configuration de statu quo monétaire ayant prévalu sur le S1 2026 et d'une demande bridée du crédit. Cette démarche volontariste permet, en effet, de soulager les pressions sur les spreads de crédit des établissements bancaires. Ce phénomène de restructuration des dépôts s'est particulièrement illustré chez l'**ATB** (-2,5 % à 6,6 milliards de dinars au niveau de l'encours des dépôts), la **BT** (-2,2 % à 6,8 milliards de dinars au niveau de l'encours des dépôts) et l'**UIB** (-0,8 % à 7,2 milliards de dinars au niveau de l'encours des dépôts). La baisse de l'encours global des ressources chez ces trois établissements masque, en fait, un retrait marqué (à deux chiffres pour la BT et l'UIB) ou une quasi-stagnation (pour l'ATB) des dépôts à terme au profit des dépôts à vue et d'épargne. Et c'est d'ailleurs, la décollecte globale « voulue et non subie » de ces trois banques qui a substantiellement freiné la collecte globale agrégée du secteur bancaire privé.

À l'issue du S1 2026 pour l'ensemble du secteur bancaire coté, la bonne orientation des dépôts a porté sur toutes les catégories des ressources. Les dépôts à vue se sont élargis de 5,3 % à 39,7 milliards de dinars. Les dépôts d'épargne se sont appréciés de 1,8 % à 36,6 milliards de dinars. Tandis que les dépôts à terme se sont bonifiés de 4,5 % à 34,3 milliards de dinars.

Hormis les trois banques privées précédemment mentionnées (l'ATB, la BT et l'UIB), toutes les banques de la cote ont enregistré des évolutions positives de leurs encours des dépôts.

S'alignant aux réalisations historiques, nous prévoyons une accélération de la collecte des dépôts sur la deuxième moitié de l'année. Nous tablons sur une croissance de l'encours agrégé des dépôts du secteur bancaire coté de 8,6 % pour atteindre les 115,6 milliards de dinars sur l'année pleine 2026.

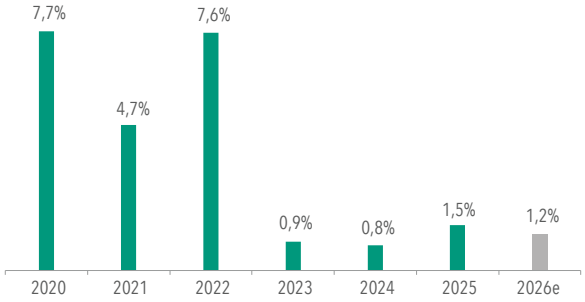
Structure des dépôts du secteur bancaire coté (au 30 juin 2026)



Sources : états financiers intermédiaires du S1 2026 des banques cotées & compilation de TUNISIE VALEURS.

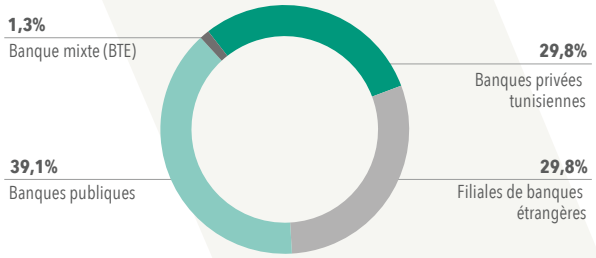
2) Les crédits : une activité de production qui peine à retrouver sa pleine forme faute de demande

Évolution de l'encours des crédits du secteur bancaire coté



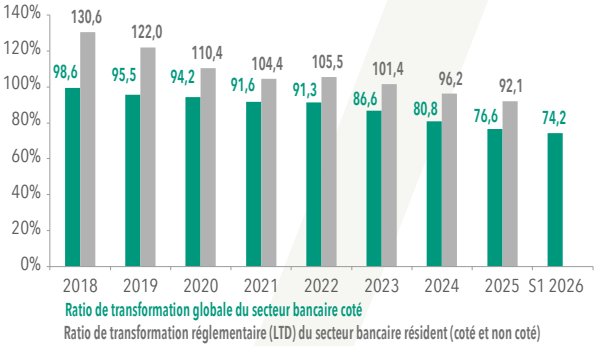
Sources : états financiers annuels des banques cotées et prévisions de TUNISIE VALEURS.

Répartition des crédits du secteur bancaire coté en 2025



Sources : états financiers annuels des banques cotées et compilation de TUNISIE VALEURS.

Évolution du ratio de transformation Crédits/Dépôts du secteur bancaire tunisien



Sources : BCT, états financiers des banques cotées et calculs de TUNISIE VALEURS.

Dans le prolongement des dernières années, l'activité du crédit continue à avoir du plomb dans l'aile pour les banques cotées en 2025. Ce constat contraste avec la vitalité de la collecte et montre la volonté collective d'améliorer le ratio de transformation réglementaire-LTD- (Crédits/Dépôts). Les banques cotées ont vu leur encours agrégé des crédits augmenter timidement (+1,5%), atteignant 85,7 milliards de dinars. Selon nous, l'essoufflement de la distribution du crédit observé sur les dernières années trouve son origine dans deux principaux facteurs :

1. **Un facteur exogène** : le climat des affaires exigeant, l'atonie de la croissance économique et la faiblesse de l'investissement ont induit une baisse de la demande des crédits et des projets bancables.
2. **Un facteur endogène** : malgré l'assouplissement de la réglementation prudentielle notamment en ce qui concerne le ratio de transformation réglementaire[1], et ce, depuis l'éclatement de la crise sanitaire de la COVID-19, les banques poursuivent leur politique volontariste de réduction du ratio de transformation réglementaire – LTD, donnant plus de priorité à la collecte des dépôts qu'à la distribution des crédits, le temps que la demande de financement reprenne des couleurs.

Ce constat illustre, également, l'effet d'éviction exercé par les émissions importantes et récurrentes de l'État sur le marché de la dette intérieure sur fond de tarissement des ressources extérieures. Au total, le Trésor a levé un montant de 23,2 milliards de dinars (entre bons du Trésor et facilité de financement direct de la BCT), en 2025, contre un montant visé de 21,9 milliards de dinars sur le marché intérieur de la dette (selon la loi de Finances 2025), ce qui représente un taux de réalisation du budget de l'État de 106%.

La croissance des dépôts, la faible demande du crédit et les remboursements importants de bons du Trésor en 2025, assurant une rentrée d'argent frais aux banques (des remboursements de bons du Trésor pour 9,7 milliards de dinars en 2025, d'après le rapport annuel 2025 de la BCT) ont soutenu la liquidité du secteur, induisant une baisse du besoin de refinancement des banques. En effet, le

« Dans le prolongement des dernières années, l'activité du crédit continue à avoir du plomb dans l'aile pour les banques cotées en 2025 »

1 *Pour les banques en dépassement de la limite de 120%, l'exigence trimestrielle de réduction du ratio de transformation réglementaire imposée par la BCT a été ramenée depuis 2020 à 1% contre 2% précédemment.*

volume global moyen de refinancement du secteur bancaire a régressé de 9,3 % en 2025 à 12,7 milliards de dinars contre une moyenne de 14 milliards de dinars en 2024.

Dans le même ordre d'idée, selon l'autorité monétaire, les besoins moyens de liquidité du système bancaire tunisien ont poursuivi leur repli pour la deuxième année consécutive, sous l'effet de la contraction des Facteurs Autonomes de Liquidité (FAL) à hauteur de 1,2 milliard de dinars.

Avec une collecte soutenue, une évolution favorable des ressources spéciales (expansion de l'encours des ressources spéciales du secteur bancaire coté de 2 % à 5,4 milliards de dinars) et une croissance modeste des crédits, le ratio de transformation globale[2] du secteur coté a poursuivi son trend baissier, dans la continuité des dernières années. Ce dernier s'est rétracté de 4,2 points de pourcentage à 76,6 %, à fin 2025, soit son niveau le plus bas annuel depuis l'instauration du ratio de transformation réglementaire – LTD- (Crédits/Dépôts) en 2018.

La baisse la plus substantielle du ratio de transformation globale a été constatée chez les banques publiques (-8,4 points de pourcentage en moyenne à 85,7 % à fin 2025) qui ont accusé un repli de leur volume agrégé des engagements de 0,9 % à 33,5 milliards de dinars. Alors que les banques privées ont reporté un modeste rebond de leurs encours agrégé des crédits de 2,9 % à 51,1 milliards de dinars, leur permettant de limiter la baisse de leur ratio de transformation globale moyen à 2,2 points de pourcentage, pour atterrir à 71,5 %, au terme de 2025.

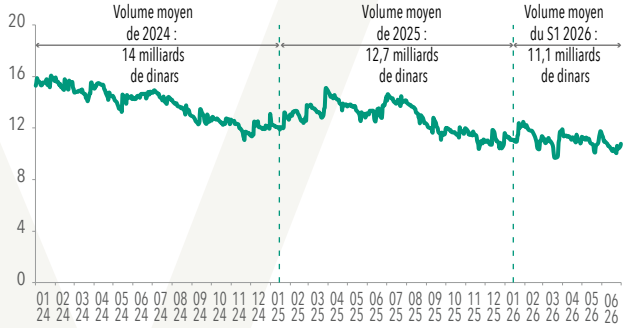
La faible performance des banques publiques en matière de production s'explique par la convergence de deux facteurs. D'une part, ces établissements cherchent à améliorer leurs ratios de liquidité et de transformation Crédits/Dépôts, en privilégiant la collecte des ressources afin d'alléger les tensions sur leur trésorerie au détriment de la distribution de crédits. D'autre part, le trio des banques étatiques cotées est fortement sollicité par le Trésor pour la souscription aux emprunts d'État, ce qui engendre un effet d'éviction des autres emprunteurs.

D'après le rapport annuel 2025 de la BCT, pour les banques résidentes (cotées & non cotées), l'encours des crédits a enregistré une progression de 3,4 % (contre +2,6 % une année auparavant) pour s'établir à 111,9 milliards de dinars à fin 2025. Cette évolution s'explique principalement par la hausse soutenue des crédits accordés aux entreprises publiques dont l'encours a progressé de 15 % (contre +13,2 % à fin 2024) atteignant ainsi 16,6 milliards de dinars. En revanche, l'encours des crédits accordés aux professionnels privés n'a progressé que de 2,3 % (contre +1,4 % à fin 2024) pour s'établir à 67,5 milliards de dinars.

Dans son dernier rapport annuel, l'institut d'émission note qu'en 2025, la situation de la liquidité bancaire a poursuivi son amélioration tirant profit de la croissance soutenue en matière de collecte des dépôts. Cette dynamique a permis d'atténuer les pressions sur la liquidité et de limiter ainsi la part du refinancement dans le total des ressources des banques au niveau de 4,7 % à fin 2025. En conséquence, les ratios prudentiels de liquidité ont enregistré une amélioration reflétée par l'accroissement du ratio de liquidité, *Liquidity Coverage Ratio* (LCR)[3] à 252,8 % contre 223,3 % en 2024 et la baisse du ratio de transformation « Crédits/Dépôts » (LTD) pour atteindre 92,1 %, à fin 2025 contre 96,2 % au terme de 2024.

« La croissance des dépôts, la faible demande du crédit et les remboursements importants de bons du Trésor en 2025, assurant une rentrée d'argent frais aux banques ont soutenu la liquidité du secteur, induisant une baisse du besoin de refinancement des banques »

Évolution du volume global de refinancement des banques en 2024, 2025 et sur le S1 2026
en milliards de dinars



Source : BCT.

2 *Le ratio de transformation globale est égal à l'encours des crédits divisé par l'encours des dépôts et les ressources spéciales. Ce ratio nous sert de « proxy » pour suivre l'évolution du ratio de transformation réglementaire – LTD (Loan-To-Deposit) - (Crédits/Dépôts). Faute d'informations suffisantes sur la composition des dépôts et des ressources spéciales au 31 décembre 2025 pour toutes les banques cotées, notre ratio de transformation globale inclut les dépôts en devises, les emprunts obligataires et les emprunts sur le marché monétaire. Ce faisant, le ratio de transformation réglementaire devrait être théoriquement plus élevé pour le secteur bancaire coté.*

3 *Le Liquidity Coverage Ratio sert à déterminer si les banques disposent d'une quantité suffisante d'actifs liquides de premier rang pour faire face à des sorties de trésorerie nettes cumulatives pendant une période de 30 jours.*

Selon l'autorité monétaire, l'écart entre le ratio crédits par rapport au PIB et sa tendance de long terme s'est maintenu en territoire négatif au cours de l'année 2025 à la suite d'un accroissement des crédits bancaires (+3,1 % en 2025 contre +2,8 % en 2024) à un rythme sensiblement inférieur à celui de l'activité économique aux prix courants (+6 % en 2025 contre +6,7 % en 2024). Cette situation illustre le ralentissement de l'activité de crédit au secteur privé et aux particuliers. Par ailleurs, la part des financements bancaires du secteur public s'est davantage accrue en 2025 pour représenter 27,6 % du total des actifs du secteur contre 24,7 % une année auparavant.

Toutes les banques de la cote ont vu leurs encours des crédits augmenter hormis la **STB** (-11,6 % à 8,6 milliards de dinars), **ATTIJARI BANK** (-2,9 % à 7,1 milliards de dinars), l'**ATB** (-2,5 % à 5,3 milliards de dinars) et la **BH BANK** (-2,4 % à 10,3 milliards de dinars).

Encours de crédits

Chiffres en MDt	Encours des crédits au 31/12/2025	Variation 2024-2025	Part de marché 2025	Encours des crédits 20226e	Variation 2025-2026e
BNA	14 536,2	+8,1 %	17,0 %	14 565,2	+0,2 %
BIAT	13 045,4	+1,9 %	15,2 %	13 391,1	+2,7 %
BH	10 317,9	-2,4 %	12,0 %	10 379,8	+0,6 %
STB	8 643,6	-11,6 %	10,1 %	8 833,7	+2,2 %
AMEN BANK	7 537,8	+3,3 %	8,8 %	7 613,2	+1,0 %
ATTIJARI BANK	7 136,3	-2,9 %	8,3 %	6 779,4	-5,0 %
BT	6 585,4	+8,5 %	7,7 %	6 651,2	+1,0 %
UIB	6 530,3	+5,1 %	7,6 %	6 478,0	-0,8 %
ATB	5 271,8	-2,5 %	6,2 %	5 061,0	-4,0 %
UBCI	3 514,8	+6,8 %	4,1 %	4 147,5	+18,0 %
WIB	1 449,3	+18,8 %	1,7 %	1 565,3	+8,0 %
BTE	1 083,7	+11,6 %	1,3 %	1 192,1	+10,0 %
Secteur bancaire coté	**85 652,4**	**+1,5 %**		**86 657,5**	**+1,2 %**
*Dont secteur public**	*33 497,6*	*-0,9 %*	39,1 %	*33 778,7*	*+0,8 %*
*Dont secteur privé**	*51 071,1*	*+2,9 %*	59,6 %	*51 686,7*	*+1,2 %*

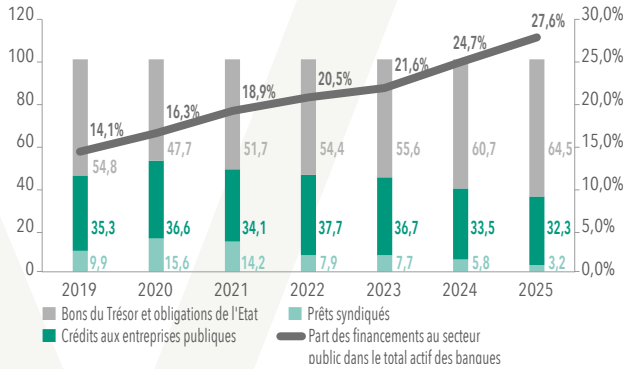
** Hors BTE, car elle est considérée comme une banque mixte.*

Sources : états financiers des banques cotées et prévisions de TUNISIE VALEURS.

Poursuivant son décollage commercial, **WIFAK INTERNATIONAL BANK** a réalisé la progression la plus soutenue à l'échelle du secteur coté sur le front des crédits en 2025. La banque a vu le volume de ses engagements se hisser de 18,8 % à 1,4 milliard de dinars, creusant ainsi son écart par rapport à la BTE. Au 24 avril 2026, M. Mohamed Hédi Ben Ayed détient de concert avec des personnes physiques et morales 40 % du capital de WIFAK demeurant, ainsi, le premier actionnaire de la banque islamique devant la SID, la filiale de la BANQUE ISLAMIQUE DE DÉVELOPPEMENT, qui en détient 30 %. Rappelons que le Conseil du Marché Financier (CMF) avait annoncé, début 2023, qu'il envisage de soumettre M. Ben Ayed à une OPA Obligatoire visant les actions de WIFAK BANK qu'il ne détient pas de concert, et ce, au prix de 7,200 Dt l'action. Le déclenchement de la procédure attend toujours l'obtention du nouvel actionnaire de référence de l'agrément de la BCT. Il est important de noter que pour diversifier ses sources de financement, la banque islamique a réalisé en 2025 deux émissions obligataires conformes aux principes de la finance islamique pour un montant global de 52 MDt.

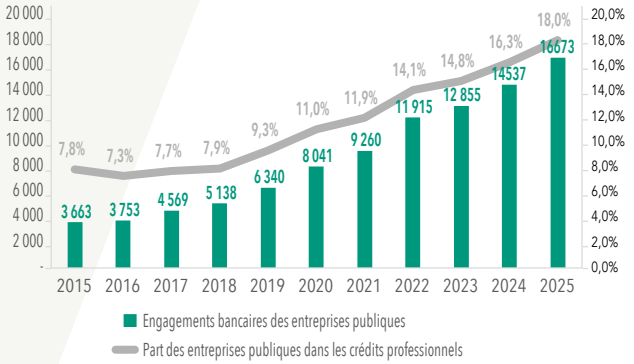
> « Cette situation illustre le ralentissement de l'activité de crédit au secteur privé et aux particuliers. Par ailleurs, la part des financements bancaires du secteur public s'est davantage accrue en 2025 pour représenter 27,6 % du total des actifs du secteur contre 24,7 % une année auparavant »

Structure de l'encours des financements bancaires du secteur public
(en milliards de dinars)



Source : BCT.

Évolution des engagements des entreprises publiques
(en MDt)



Source : BCT.

Dans la continuité des dernières années, l'activité du crédit a été sur un bon trend en 2025 pour la **BTE**. Confortée par la bonne collecte et l'injection de fonds propres de 2024 (une levée de 18,7 MDt au prix unitaire de 20 Dt), la banque mixte est parvenue à surperformer le secteur avec une hausse du volume de ses engagements de 11,6% à 1,1 milliard de dinars. Dans les prochaines années, le développement de la banque repose sur une stratégie de recentrage en quatre axes :

1. Une orientation du métier de la banque de financement et développement vers les objectifs de développement durable en mettant en place des solutions financières ayant pour but de favoriser la transition énergétique de la Tunisie pour une meilleure lutte contre le réchauffement climatique et de préserver la souveraineté alimentaire ;
2. Un déploiement commercial qui privilégie la qualité de la croissance avec comme objectif ultime, l'amélioration de l'expérience client tout au long de la chaîne de création de valeur allant de l'entrée en relation, de l'octroi de crédit jusqu'au conseil en ingénierie financière ;
3. La transition digitale : La BTE mise sur l'innovation technologique pour améliorer ses services financiers et renforcer en conséquence sa compétitivité ;
4. Le développement du capital humain qui représente le véritable «*Asset*» de la banque.

Portée par une bonne collecte (une progression de l'encours des dépôts de 3,9% à 7 milliards de dinars en 2025), la **BT** continue sur sa lancée commerciale entamée en 2022 en ce qui concerne la production. En 2025, la banque a vu son encours des crédits progresser de 8,5%, atteignant un niveau record de 6,6 milliards de dinars ; une performance nettement supérieure à celle du secteur bancaire coté. Avec une évolution des crédits plus que proportionnelle que celle des dépôts, la BT a vu son ratio de transformation réglementaire – LTD- (Crédits/Dépôts) s'élargir de 5,4 points de pourcentage à 108,3% sur l'année écoulée. Ce niveau reste, tout de même, parmi les plus bas du secteur bancaire coté.

À l'image de la collecte, l'activité de production s'est nettement ressaisie en 2025 pour la **BNA**. Le volume des engagements de la banque étatique s'est hissé 8,1% pour s'établir à un montant record de 14,5 milliards de dinars, maintenant la banque en haut du podium en termes de crédits avec une part de marché de 17%. À noter que le ratio de transformation globale de la BNA ne cesse de s'améliorer s'établissant à 99,6% en 2025, contre 106% en 2024, 109,4% en 2023 et 117,7% en 2022. Ce ratio de transformation demeure, néanmoins, le plus élevé du secteur bancaire coté. Les actifs de la BNA comportent des engagements importants envers des entreprises et organismes publics, dont des entités en difficultés comme l'OFFFICE DES CÉRÉALES, l'ETAP, LA TRANSTU, l'OTD (OFFICE DES TERRES DOMANIALES), L'ONH (OFFICE NATIONAL D'HUILE) et la société EL FOULEDH. Les garanties de l'État accordées à la banque au titre de ces engagements confèrent une couverture totale au risque de contrepartie sur lesdits engagements (en principal, agios, intérêts et commissions).

Il semble que le changement du tour de table de l'**UBCI** avec l'entrée d'un nouvel actionnaire de référence tunisien, le groupe CARTE (en 2021) ait déclenché un nouveau départ commercial pour l'ancienne filiale du groupe BNP PARIBAS. En 2025, l'encours des crédits de la banque a cru à un rythme nettement supérieur à celui de la concurrence cotée (une hausse du volume des engagements de l'UBCI de 6,8% à 3,5 milliards de dinars). S'alignant à la tendance sectorielle, le ratio de transformation réglementaire LTD de la banque a régressé de 1,2 point de pourcentage à 114,5% à fin 2025. Durant son AGO du 28 avril 2026, l'UBCI a dévoilé son nouveau plan de développement stratégique «*Émergence 2029*». Ce plan s'articule autour de quatre piliers stratégiques : ❶ la réinvention du modèle Retail, ❷ l'optimisation du modèle Corporate, ❸ l'efficacité opérationnelle et la maîtrise des coûts et ❹ la consolidation des bases pour accompagner la transformation. Cette intensification de l'effort commercial témoigne d'un repositionnement stratégique qui devra être analysé avec discernement, au regard de la dégradation potentielle du profil de risque de crédit et des enjeux de soutenabilité des marges dans un environnement opérationnel plus contraignant.

« Il semble que le changement du tour de table de l'UBCI avec l'entrée d'un nouvel actionnaire de référence tunisien, le groupe CARTE (en 2021) ait déclenché un nouveau départ commercial pour l'ancienne filiale du groupe BNP PARIBAS »

Ratio de transformation globale

Ratios de transformation	31.12.2024	31.12.2025	Variation	Ratio de transformation réglementaire (2025)
BIAT	59,3 %	56,1 %	▼	77,0 %
ATTIJARI BANK	68,5 %	61,6 %	▼	NC
STB	81,5 %	66,4 %	▼	81,6 %
ATB	73,2 %	74,0 %	▲	NC
AMEN BANK	83,8 %	79,9 %	▼	98,7 %
BTE	81,1 %	81,4 %	≈	NC
UBCI	85,8 %	86,4 %	▲	114,5 %
UIB	88,7 %	88,8 %	≈	97,1 %
BH	100,0 %	89,8 %	▼	101,7 %
WIB	98,0 %	92,3 %	▼	113,0 %
BT	88,2 %	93,0 %	▲	108,3 %
BNA	100,8 %	99,6 %	▼	NC
Secteur bancaire coté	**80,8 %**	**76,6 %**	▼	-
*Dont secteur public**	*94,1 %*	*85,7 %*	▼	-
*Dont secteur privé**	*73,7 %*	*71,5 %*	▼	-

** Hors BTE, car elle est considérée comme une banque mixte.*

Sources : rapports annuels de gestion des banques cotées et calculs de TUNISIE VALEURS.

Le moteur du crédit bancaire continue de tourner au ralenti en 2026. Et la saison des AGO de 2026 des banques de la cote, illustre ce constat. Selon les managements des banques cotées, la conjoncture difficile a induit une baisse de la demande de crédit. Ainsi, sur le S1 2026, l'encours des crédits agrégé des banques cotées a timidement augmenté de 0,4 % pour s'établir à 86 milliards de dinars.

Dans la continuité des dernières années, le ratio de transformation globale (Crédits/Dépôts) poursuit sa trajectoire descendante. Il est ressorti, en moyenne, pour les banques cotées à 74,2 %, à l'issue de la première moitié de 2026.

Comparativement au 31 décembre 2025, la baisse la plus marquée du ratio de transformation globale a été constatée chez les banques publiques (-3,5 points de pourcentage en moyenne à 82,2 % à fin juin 2026) qui ont affiché une progression du volume agrégé de leurs engagements de 0,4 % à 33,6 milliards de dinars. Alors que les banques privées ont enregistré une quasi-stagnation de leurs encours agrégés des crédits à 51,2 milliards de dinars et une régression subséquente de leur ratio de transformation globale agrégé de 1,9 %, passant ainsi en dessous du seuil de 70 %.

Sur le S1 2026, la majorité des banques de la cote ont affiché soit des évolutions négatives, soit des croissances atones de leur encours des crédits.

Encours des crédits au 30.06.2026

Banque	Encours des crédits au 30/06/2026	Évolution depuis le début de l'année	Part de marché
BNA	14 548,1	+0,1 %	16,9 %
BIAT	13 208,5	+1,3 %	15,4 %
BH	10 350,2	+0,3 %	12,0 %
STB	8 720,2	+0,9 %	10,1 %
AMEN BANK	7 573,9	+0,5 %	8,8 %
ATTIJARI BANK	6 887,6	-3,5 %	8,0 %
BT	6 587,7	+0,0 %	7,7 %
UIB	6 480,4	-0,8 %	7,5 %
ATB	4 968,4	-5,8 %	5,8 %
UBCI	4 030,7	+14,7 %	4,7 %
WIB	1 502,5	+3,7 %	1,7 %
BTE	1 166,9	+7,7 %	1,4 %
Secteur bancaire coté	**86 025,0**	**+0,4 %**	
*Dont banques publiques**	*33 618,4*	*+0,4 %*	*39,1 %*
*Dont banques privées**	*51 239,6*	*+0,3 %*	*59,6 %*

** Hors BTE, car elle est considérée comme une banque mixte.*

Sources : états financiers intermédiaires du S1 2026 des banques cotées et compilation de TUNISIE VALEURS.

Ratio de transformation globale au 30.06.2026

Banque	30/06/2026	31/12/2025	Variation
BIAT	54,5 %	56,1 %	▼
ATTIJARI BANK	56,9 %	61,6 %	▼
STB	65,5 %	66,4 %	▼
ATB	71,4 %	74,0 %	▼
AMEN BANK	75,4 %	79,9 %	▼
BTE	85,2 %	81,4 %	▲
UIB	89,0 %	88,8 %	≈
WIB	89,2 %	92,3 %	▼
BH	89,9 %	89,8 %	≈
UBCI	90,1 %	86,4 %	▲
BNA	90,7 %	99,6 %	▼
BT	95,3 %	93,0 %	▼
Secteur bancaire coté	**74,2 %**	**76,6 %**	▼
*Dont secteur public**	*82,2 %*	*85,7 %*	▼
*Dont secteur privé**	*69,5 %*	*71,5 %*	▼

** Hors BTE, car elle est considérée comme une banque mixte.*

Sources : états financiers intermédiaires du S1 2026 des banques cotées et compilation de TUNISIE VALEURS.

Sur l'année pleine 2026, la dynamique de la production restera intimement liée à l'évolution de la conjoncture économique et de l'environnement réglementaire des banques.

Fin mars 2026, la BCT a introduit la circulaire n° 2026-4 visant à rationaliser l'utilisation des devises dans un contexte d'exacerbation des tensions géopolitiques au Moyen-Orient (éclatement de la guerre en Iran). L'objectif principal de cette circulaire est de prioriser les importations essentielles (énergie, produits de base, santé) et de restreindre les importations jugées non prioritaires.

La circulaire introduit un rationnement implicite des importations via un contrôle renforcé des dossiers d'importation, une priorisation dans l'allocation des devises et un rôle accru des banques dans le filtrage.

En vertu de cette circulaire, les importateurs doivent désormais constituer, sur leurs fonds propres, des dépôts, couvrant la totalité de la valeur des importations envisagées pour certains produits listés par la BCT. Cette obligation s'impose par le biais d'un crédit documentaire, d'une remise documentaire, d'un virement bancaire ou d'une traite avalisée ou non avalisée.

La circulaire de la BCT marque un tournant vers une gestion plus restrictive des importations, pénalisant en priorité les secteurs

« La circulaire BCT n° 2026-4 introduit un rationnement implicite des importations via un contrôle renforcé des dossiers d'importation, une priorisation dans l'allocation des devises et un rôle accru des banques dans le filtrage »

fortement dépendants des devises, tout en favorisant indirectement les acteurs domestiques et exportateurs. Parallèlement, en imposant l'interdiction des crédits bancaires pour le financement de l'importation des produits non prioritaires (comme les voitures de tourisme), la circulaire devrait pénaliser l'activité de distribution du crédit bancaire destiné au financement des importations sur l'année pleine 2026.

La loi n° 41-2024 du 2 août 2024 relative aux chèques impose aux banques l'affectation de crédits d'au moins huit pour cent des bénéfices de l'exercice comptable précédent pour la création de lignes de financement de microcrédits honorifiques à court terme ne dépassant pas deux ans, avec des conditions facilitées.

Le décret d'application n° 148 du 23 juillet 2026 a enfin fixé les conditions, mécanismes et critères d'octroi desdits financement et microcrédits d'honneur. Ces financements sont sans intérêt, sans garantie, sans frais d'études et sont plafonnés à 25 000 Dt avec jusqu'à 6 mois de grâce sur une durée maximale de deux ans.

Le texte fixe trois plafonds :

- 5 000 Dt pour un particulier souhaitant financer des besoins de consommation ;
- 10 000 Dt pour le porteur d'un petit projet dont l'investissement cumulé ne dépasse pas 150 000 dinars ;
- et 25 000 Dt pour une PME ou une entreprise communautaire.

Les banques disposent de dix jours ouvrables bancaires pour examiner la demande et informer le client de leur décision par un moyen laissant une trace écrite. Tout refus doit être motivé. Les crédits sont attribués en tenant compte de l'ordre de dépôt des demandes et du principe d'égalité. Un bénéficiaire ne peut obtenir un nouveau financement qu'après avoir intégralement remboursé le précédent.

Dans la foulée, la Banque centrale a publié, le 1er septembre 2026, la circulaire BCT n°2026-08 aux banques, fixant les conditions et les procédures réglementaires devant être respectées dans le cadre du traitement des demandes d'obtention de crédits et de financements sur l'honneur, conformément aux dispositions du décret n° 148-2026 du 23 juillet 2026.

Cette circulaire vise à uniformiser le mécanisme de réception par les banques des demandes de leurs clients relevant des dispositions dudit décret, de manière à consacrer le principe d'égalité entre eux et à garantir le classement des demandes selon l'ordre de priorité de leur dépôt.

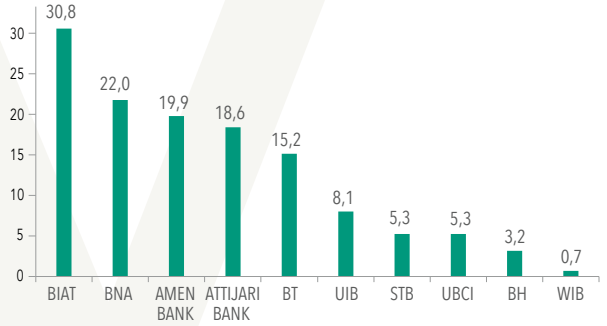
La circulaire impose à chaque banque de mettre en place une plateforme numérique dédiée exclusivement au dépôt des demandes des clients souhaitant obtenir un crédit ou un financement sur l'honneur, et ce, à compter du 1er octobre 2026.

Cette mesure (dont l'impact est estimé aux alentours de 130 MDt pour le secteur bancaire coté) pourrait stimuler très légèrement la croissance des crédits sur le T4 2026, sans pour autant avoir de retombées sur le PNB des banques.

Sur l'année pleine 2026, nous prévoyons une décélération de la production par rapport à l'année 2025 pour le secteur bancaire coté. Nous prévoyons une croissance de l'encours des crédits de 1,2 % à 86,7 milliards de dinars d'ici la fin de l'année.

« La mesure des prêts sur l'honneur (dont l'impact est estimé aux alentours de 130 MDt pour le secteur bancaire coté) pourrait stimuler très légèrement la croissance des crédits sur le T4 2026, sans pour autant avoir de retombées sur le PNB des banques »

Estimation du montant minimal à allouer aux microcrédits honorifiques par le secteur bancaire coté au titre de l'exercice 2025*
(en MDt)



* *L'ATB et la BTE ne sont pas concernées par cette mesure en 2026 étant donné qu'elles étaient déficitaires au titre de l'exercice 2025.*

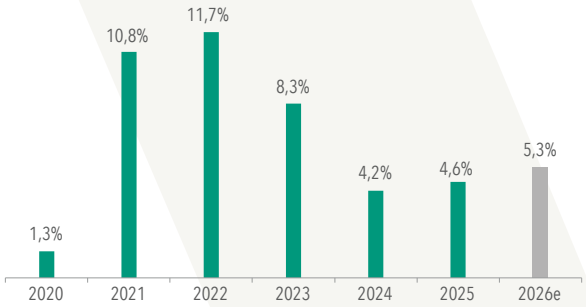
Source : Simulation de TUNISIE VALEURS.

3) Le Produit Net Bancaire : une croissance boostée par les activités de marché

Dans la continuité de 2024, le secteur bancaire coté a témoigné d'une modeste croissance du PNB en 2025. Les banques cotées ont enregistré une hausse agrégée de leurs revenus nets de 4,6 %, s'élevant à 7,3 milliards de dinars.

Dans un contexte de grippage de l'activité bancaire classique, de relâchement du « ton » monétaire (baisse du taux directeur de 50 pbs à 7,5 % depuis le 27 mars 2025) et face à des pratiques prudentielles de plus en plus exigeantes (loi n° 41-2024 relative aux chèques, induisant une baisse des intérêts perçus sur les crédits à taux fixe et un repli des commissions perçues sur les chèques télécompensés émis), les banques se sont rabattues sur les activités de marché pour doper leur croissance.

Évolution annuelle du PNB agrégé du secteur bancaire coté



Sources : états financiers des banques cotées et prévisions de TUNISIE VALEURS.

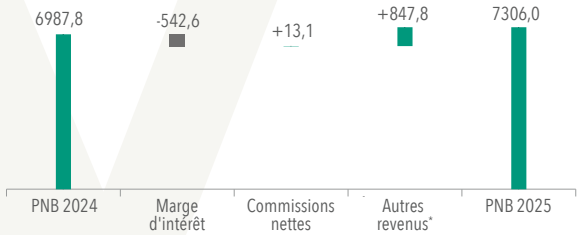
En effet, les revenus de portefeuille-titres commercial & d'investissement et des opérations financières (dits autres revenus) se sont envolés de 34 % en moyenne pour les banques cotées, atteignant un record 3,3 milliards de dinars, dépassant ainsi pour la première fois dans l'histoire moderne du secteur bancaire tunisien la marge d'intérêt. Les autres revenus représentent, désormais, 45,7 % du PNB agrégé des banques cotées (contre une proportion de 35,7 % au 31 décembre 2024).

Pénalisée par un effet prix négatif (baisse du TMM annuel moyen en 2025 de 37 pbs à 7,6 %, conséquence de la transmission des effets du desserrement monétaire), par la croissance molle des crédits et par les coupes sur les produits d'intérêts générés par les crédits à taux d'intérêt fixe en vertu de la loi relative aux chèques[4], la marge d'intérêt agrégée s'est, quant à elle, mal comportée au courant de l'année 2025. Elle s'est repliée de 17,4 %, en moyenne, à 2,6 milliards de dinars. Le poids de cette source de revenus, autrefois dominante dans la structure du PNB sectoriel, a, ainsi perdu 9,4 points de pourcentage, s'établissant à 35,2 % fin 2025.

Les commissions nettes agrégées ont, pour leur part, affiché une performance en demi-teinte (+0,9 %), s'établissant à 1,4 milliard de dinars, à l'issue de 2025.

« Dans un contexte de grippage de l'activité bancaire classique, de relâchement du « ton » monétaire et face à des pratiques prudentielles de plus en plus exigeantes, les banques se sont rabattues sur les activités de marché pour doper leur croissance »

Décomposition de l'évolution du Produit Net Bancaire agrégé du secteur bancaire coté en 2025



**Revenus du portefeuille titres commercial et d'investissement et des opérations financières.*

Sources : états financiers des banques cotées et compilation de TUNISIE VALEURS.

4 *L'article 412 ter de cette loi impose, en effet, aux banques de réduire de 50 % les taux d'intérêt fixes appliqués aux crédits en cours de remboursement ou aux nouveaux crédits dont la durée initiale de remboursement dépasse sept ans. Pour bénéficier de l'abattement, la somme totale des intérêts contractuels perçus au cours des trois années précédant la demande doit dépasser 8 % du capital restant dû.*

Impacts de la mesure sur l'abattement des intérêts sur les crédits à taux fixe sur la marge d'intérêt des banques cotées (en MDt)

Banque	Encours des crédits concernés par cette mesure à fin 2024	Impact pour 2025	Impact estimé à long terme
AMEN BANK	NC	2,8	NC
ATB	NC	NC	NC
BH BANK	1327,0	NC	165 MDt sur une période de 20 ans
BNA	NC	NC	NC
BIAT	NC	NC	NC
ATTIJARI BANK	NC	NC	NC
BT	112,2	NC	44,2 MDt sur une période de 20 ans
UBCI	81,1	NC	18 MDt sur une période de 20 ans
BTE	97,8	NC	27,9 MDt
WIB	72,7	NC	17,2 MDt
UIB	1310,0	27,0	491 MDt
STB	75,3	10,0	NC

Sources : rapports d'activité annuels et managements des banques cotées.

Les autres revenus ont eu le vent en poupe en raison d'une activité intense d'émission d'emprunts d'État par le Trésor[5] et d'une activité de change bien portante au niveau des salles de marché des banques. Les banques de la cote continuent de contribuer activement au financement du budget de l'État. Un constat qu'on retrouve dans la hausse soutenue de leur stock de bons du Trésor : +38,5 %, en 2025, à 27,5 milliards de dinars, selon nos estimations, soit une hausse en volume de 7,7 milliards de dinars en une année.

Dans la continuité des dernières années, l'encours des valeurs du Trésor est principalement porté par les banques (71,7 % de l'encours au terme de 2025, selon TUNISIE CLEARING, contre une proportion de 69,6 %, une année plus tôt), malgré l'encadrement de la politique de placement en bons du Trésor depuis 2018[6]. Et pour cause, les bons du Trésor constituent un support de refinancement des banques auprès de la Banque centrale et leur permettent, simultanément, d'améliorer leur ratio de liquidité à court terme (LCR) et de générer des revenus de placement conséquents.

À y regarder de plus près, ce sont les revenus de portefeuille qui ont porté la croissance des autres revenus en 2025. Ces derniers se sont accrus de 37,5 % à 2,8 milliards de dinars, portant leur contribution au PNB sectoriel à 38,3 % en 2025, contre une proportion de

« Les autres revenus ont eu le vent en poupe en raison d'une activité intense d'émission d'emprunts d'État par le Trésor et d'une activité de change bien portante au niveau des salles de marché des banques »

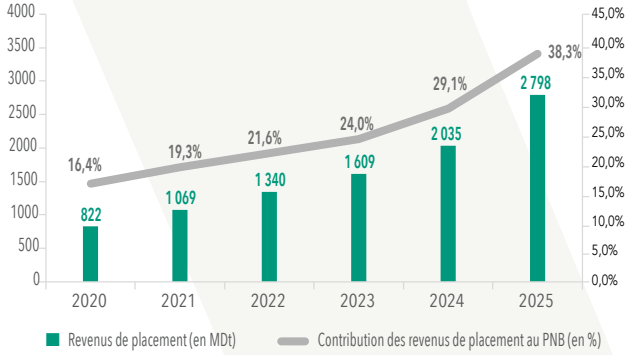
5 *En 2025, le Trésor a effectué 22 adjudications de BTA (dont deux adjudications d'échange), qui ont toutes été fructueuses, ce qui lui a permis de lever 11 901,6 MDt contre un besoin annuel prévu de 8 162 MDt (selon la loi de Finances 2025). Rappelons que le ministère des Finances a annoncé, en septembre 2024, que les adjudications de BTA devraient être récurrentes et réservées aux 10 plus grandes banques de la place pour une enveloppe globale de près de 9 milliards de dinars, étalée sur la période octobre 2024/août 2025. Dans le prolongement des dernières années, les adjudications de BTC se sont multipliées en 2025. Au total, 40 adjudications de BTC ont eu lieu, en 2025, permettant au Trésor de mobiliser 3 811,5 MDt. Alors qu'il a programmé l'émission d'un emprunt obligataire national pour un montant de 4 800 MDt dans le cadre de la loi de Finances 2025, le Trésor n'en a émis aucune tranche sur l'année 2025. Par ailleurs, aucune émission d'emprunts syndiqués en devises n'a été réalisée par l'État sur l'ensemble de l'année 2025.*

6 *Il s'agit de :*
1) l'obligation pour les banques de définir l'orientation de leur politique de placement dans les bons du Trésor ;
2) le passage à la valorisation selon le modèle « Mark- to -Market » à partir de 2018.

29,1 %, un an auparavant.

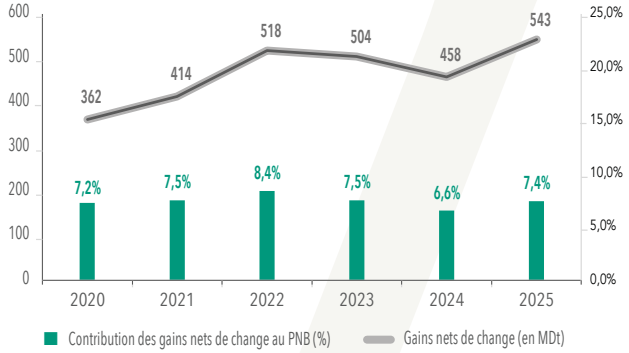
Après une année 2024 difficile, les gains nets de change se sont refait une santé en 2025. Cette source de revenus a inscrit une progression soutenue de 18,5 %, s'établissant à 542,8 MDt en 2025, portant ainsi sa contribution au PNB agrégé du secteur bancaire coté à 7,4 % (contre une proportion de 6,6 % une année plus tôt). La bonne tenue des gains nets de change en 2025 est attribuable à la volatilité du taux de change du dinar tunisien face principalement au billet vert[7] et à la bonne dynamique de l'activité du commerce extérieur en Tunisie en 2025.

Évolution des revenus agrégés de placement du secteur bancaire coté



Sources : états financiers des banques cotées et compilation de TUNISIE VALEURS.

Évolution des gains nets de change agrégés du secteur bancaire coté



Sources : états financiers des banques cotées et compilation de TUNISIE VALEURS.

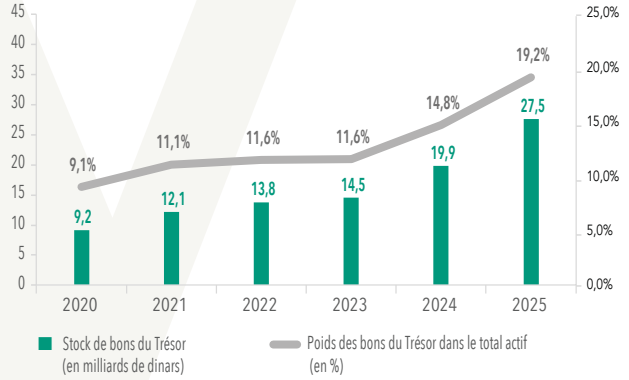
Stock de bons du Trésor (BTA+ BTC) en MDt

Banque	2024	2025	Variation 2024-2025	Poids dans le total bilan (2025)
BNA	7 223,5	9 382,4	+29,9 %	37,5 %
BIAT*	4 491,2	5 469,2	+21,8 %	20,6 %
STB**	2 048,6	3 153,7	+53,9 %	20,5 %
BH	1 723,1	2 319,3	+34,6 %	15,2 %
ATTIJARI BANK	849,7	2 268,6	+167,0 %	16,5 %
AMEN BANK	1 027,4	1 421,0	+38,3 %	11,3 %
UBCI*	759,7	939,0	+23,6 %	16,6 %
BT	748,7	933,7	+24,7 %	10,5 %
ATB	616,2	905,2	+46,9 %	11,2 %
UIB	262,7	497,1	+89,2 %	5,7 %
BTE	124,0	245,0	+97,5 %	14,7 %
WIB	0,0	0,0	-	0,0 %
Secteur bancaire coté	**19 875,0**	**27 534,3**	**+38,5 %**	**19,2 %**
*Dont secteur public****	*10 995,3*	*14 855,4*	*+35,1 %*	*26,7 %*
*Dont secteur privé****	*8 755,7*	*12 433,9*	*+42,0 %*	*14,4 %*

** Estimations de TUNISIE VALEURS en supposant que tous les titres d'investissement sont des BTA.*
*** La valeur des BTC est non communiquée..*
**** Hors BTE, car elle est considérée comme une banque mixte.*

Sources : rapports annuels de gestion des banques cotées et compilation de TUNISIE VALEURS.

Évolution de l'encours de bons du Trésor du secteur bancaire coté



Sources : rapports annuels de gestion des banques cotées et compilation de TUNISIE VALEURS.

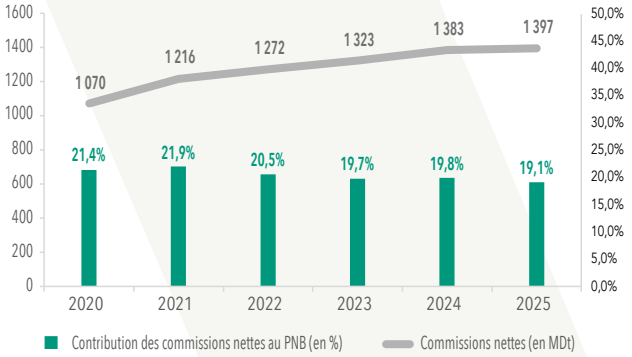
7 *Au terme de l'année 2025 et par rapport à la fin de l'année 2024, le dinar tunisien s'est apprécié de 9,8 % vis-à-vis du dollar américain, alors qu'il s'est déprécié de 1,6 % par rapport à l'euro.*

Le tassement de la marge d'intérêt reflète une érosion du spread de crédit en 2025. En effet, selon nos estimations, le spread apparent moyen de crédit du secteur bancaire coté s'est contracté de 26 pbs à 4% sur l'année 2025.

D'après le rapport annuel 2025 de la BCT, le portefeuille-titres des banques résidentes (cotées & non cotées) a poursuivi sa dynamique de croissance, avec un accroissement de 21,3% à fin 2025 (contre +28,1% en 2024). Cette évolution résulte principalement de l'accroissement de l'encours des bons du Trésor de 7,3 milliards de dinars (+39,4% contre +23,6% en 2024) pour s'établir à 25,7 milliards de dinars au terme de l'année 2025.

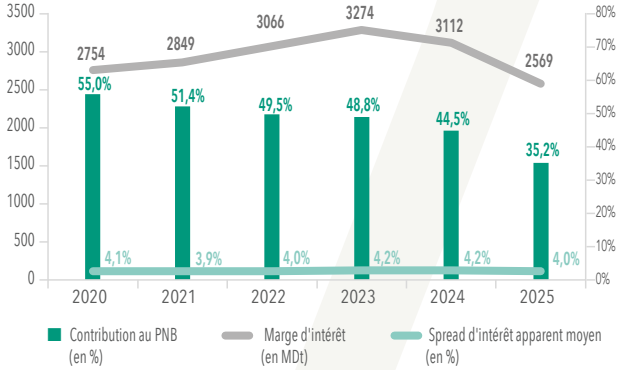
Selon la BCT, le PNB des banques résidentes (cotées & non cotées) a enregistré une progression de 4,9% à fin 2025 (contre +5,5% à fin 2024) pour s'établir à 8 414 MDt. Cette évolution résulte notamment de la forte hausse des revenus du portefeuille-titres de 33,2% (+18% à fin 2024) portée notamment par l'augmentation notable des intérêts sur les bons du Trésor (+40,5%) et à moindre degré la progression des commissions nettes (+1,5% contre +4,4% une année auparavant). Par ailleurs, la marge d'intérêt a enregistré une baisse de 14,6% (contre -1,8% à fin 2024) en lien avec la faible progression de l'activité de crédit et la réduction de 50% des taux d'intérêt sur les crédits à long terme à taux fixe, conformément aux dispositions de la loi n° 2024-41.

Évolution des commissions nettes du secteur bancaire coté



Sources : états financiers des banques cotées et compilation de TUNISIE VALEURS.

Évolution des indicateurs de la marge d'intérêt du secteur bancaire coté



Sources : états financiers des banques cotées et calculs, et compilation de TUNISIE VALEURS.

PNB du secteur bancaire coté

Chiffres en MDt	Marge d'intérêt 2025	Variation 2024-2025	Commissions nettes 2025	Variation 2024-2025	Autres revenus 2025	Variation 2024-2025	PNB 2025	Variation 2024-2025	Part de marché 2025	PNB 2026e	Variation 2025-2026e
BIAT	566,4	-13,9%	287,0	+3,7%	741,4	+36,1%	1 594,8	+7,8%	21,8%	1 634,7	+2,5%
BNA	162,8	-40,0%	169,3	+7,2%	755,0	+38,0%	1 087,1	+11,4%	14,9%	1 136,0	+4,5%
ATTIJARI BANK	311,7	-16,0%	133,4	+2,1%	264,6	+28,3%	709,6	+0,2%	9,7%	748,7	+5,5%
STB	144,5	-34,4%	119,8	-4,3%	434,3	+42,7%	698,6	+7,5%	9,6%	625,2	-10,5%
BH	223,0	-27,5%	133,4	-7,8%	336,2	+35,1%	692,6	-1,2%	9,5%	737,7	+6,5%
AMEN BANK	145,2	-26,7%	128,7	+0,1%	316,2	+31,9%	590,1	+4,2%	8,1%	678,6	+15,0%
BT	293,6	-4,1%	84,0	+8,5%	154,1	+21,9%	531,7	+4,3%	7,3%	595,5	+12,0%
UIB	291,7	-5,6%	151,5	+2,5%	82,3	+3,4%	525,5	-2,0%	7,2%	557,1	+6,0%
UBCI	184,2	+2,6%	64,1	-5,8%	102,8	+40,5%	351,0	+9,5%	4,8%	389,6	+11,0%
ATB	157,7	-23,9%	70,7	-3,4%	119,6	+19,8%	348,0	-8,5%	4,8%	379,3	+9,0%
WIB	71,7	+14,9%	31,3	+10,3%	3,1	+23,8%	106,1	+13,8%	1,5%	126,6	+19,3%
BTE	16,7	-21,7%	23,3	-6,0%	30,9	+52,7%	70,9	+6,9%	1,0%	82,8	+16,9%
Secteur bancaire coté	**2 569,0**	**-17,4%**	**1 396,5**	**+0,9%**	**3 340,5**	**+34,0%**	**7 306,0**	**+4,6%**		**7 691,7**	**+5,3%**
*Dont secteur public**	*530,3*	*-33,6%*	*422,5*	*-1,2%*	*1 525,5*	*+38,7%*	*2 478,3*	*+6,5%*	*33,9%*	*2 498,9*	*+0,8%*
*Dont secteur privé**	*2 022,0*	*-11,8%*	*950,7*	*+2,1%*	*1 784,1*	*+30,0%*	*4 756,9*	*+3,5%*	*65,1%*	*5 110,0*	*+7,4%*

** Hors BTE, car elle est considérée comme une banque mixte.*

Sources : états financiers des banques cotées et prévisions de TUNISIE VALEURS.

Toutes les banques de la cote ont affiché des évolutions positives de leur PNB ce qui est une performance en soi dans cette conjoncture compétitive, à l'exception de l'**ATB** (-8,5 % à 348 MDt), l'**UIB** (-2 % à 525,5 MDt) et de la **BH BANK** (-1,2 % à 692,6 MDt).

L'exercice 2025 a été porteur pour **WIFAK INTERNATIONAL BANK** du côté de la génération de revenus nets. Seule banque de la cote à avoir réussi à afficher des évolutions positives de toutes ses sources de revenus en 2025, la banque islamique a bouclé l'année 2025 avec une croissance de son PNB de 13,8 % à 106,1 MDt. Cette performance témoigne du bon déploiement de l'activité de la banque tous métiers confondus, et ce, malgré l'absence du moteur des bons du Trésor qui ne le met pas sur le même pied d'égalité que les autres banques conventionnelles de la cote.

L'année 2025 est à marquer d'une pierre blanche pour la **BNA**. Après une année 2024 difficile, la première banque publique est parvenue à dégager en 2025 un chiffre d'affaires net record de 1,1 milliard de dinars, en augmentation annuelle de 11,4 %. La BNA a pu contrebalancer le décrochage de sa marge d'intérêt (-40 % à 162,8 MDt) grâce à la progression vigoureuse des autres revenus (+38 % à 755 MDt). Le PNB affiche désormais une physionomie atypique largement dominée par les revenus du portefeuille et des opérations financières (qui pèsent désormais 69,4 % du PNB, fin 2025). Notons que la banque possède le stock de bons du Trésor (BTA et BTC) le plus fourni du secteur bancaire coté qui s'élève à 9,4 milliards de dinars (en valeur brute), à fin 2025, soit une proportion de 37,5 % de son total bilan. Rappelons que ce stock de bons d'État a augmenté sur les dernières années, notamment à la suite d'opérations de conversion des créances de l'OFFICE DES CÉRÉALES en BTA. Notons par ailleurs que durant 2025, l'État a procédé au règlement partiel de la dette de l'OFFICE DES CÉRÉALES envers la banque pour un montant égal à 1 milliard dinars. Ce montant a été investi par la BNA à hauteur de 457,5 MDt dans la souscription à des BTA.

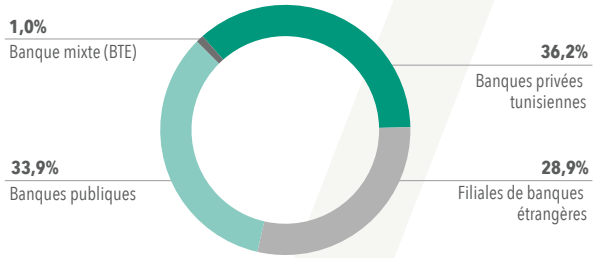
2025 a été un bon cru pour l'**UBCI** en matière de génération de PNB. La banque a réalisé une croissance de ses revenus nets de 9,5 % à 351 MDt, nettement supérieure à la moyenne sectorielle. En effet, l'UBCI a pu surmonter la mauvaise orientation de ses commissions nettes (-5,8 % à 64,1 MDt) grâce à la résilience de la marge d'intérêt (+2,6 % à 184,2 MDt) et la progression soutenue des autres revenus (+40,5 % à 102,8 MDt).

L'exercice 2025 a été fructueux pour la **BIAT** en ce qui concerne la génération de revenus. La banque y a réalisé une progression solide de son PNB de 7,8 %, tutoyant un niveau record de 1,6 milliard de dinars. À l'analyse, la BIAT a pu contrebalancer la baisse de la marge d'intérêt (-13,9 % à 566,4 MDt) grâce à la bonne tenue des commissions nettes (+3,7 % à 287 MDt) et à la croissance vigoureuse des autres revenus (+36,1 % à 741,4 MDt en ce qui touche les revenus du portefeuille-titres commercial et d'investissement et des opérations financières). Les autres revenus deviennent désormais le premier centre de profit pour la BIAT, contribuant à hauteur de 46,5 % à son PNB (contre un poids de 35,5 % dans le PNB pour la marge d'intérêt et de 18 % pour les commissions nettes au 31 décembre 2025). La BIAT s'affirme comme un acteur clé dans le financement du budget de l'État. Selon nos estimations, le portefeuille de bons de Trésor de la banque, s'est élargi de 21,8 % à 5,5 milliards de dinars, en 2025.

Après deux années difficiles marquées par une évolution négative du PNB, la **STB** a renoué avec la croissance. Le chiffre d'affaires net de la banque publique s'est accru 7,5 % flirtant avec les 700 MDt. La baisse du taux directeur continue de plomber le PNB de la banque. La marge d'intérêt a accusé un repli marqué de 34,4 % à 144,5 MDt, pâtissant de volumes baissiers (une baisse de l'encours des crédits de 11,6 % à 8,6 milliards de dinars) et d'un spread de crédit sous tension (un spread de crédit de 2,8 % le plus faible du secteur bancaire coté, fin 2025). Toutefois, l'accroissement des autres revenus (+42,7 % à 434,4 MDt) a sauvé l'année. Corollaire de la politique dynamique de placement dans les emprunts d'État, cette catégorie de revenus a nettement gagné du terrain dans le PNB de la banque, représentant désormais une part de 62,2 %, soit un bond spectaculaire de 15,3 points de pourcentage par rapport à 2024.

Dans un contexte de pressions sur l'activité bancaire classique, de poursuite de la détente monétaire (baisse du taux directeur de 50 pbs à 7 % depuis le 7 janvier 2026) et dans un environnement réglementaire en transformation (loi n° 41-2024 relative aux chèques, induisant une baisse des intérêts perçus sur les crédits à taux fixe et un repli des commissions perçues sur les chèques télécompensés émis, circulaire BCT n° 2026-4 du 26 mars 2026 interdisant les crédits et concours bancaires pour le financement des importations non prioritaires), les banques cotées ont intensifié leur repositionnement vers les activités de marché pour drainer la croissance. Sur

Répartition du Produit Net Bancaire agrégé du secteur bancaire coté en 2025



Sources : états financiers des banques cotées et compilation de TUNISIE VALEURS.

« La BIAT s'affirme comme un acteur clé dans le financement du budget de l'État. Selon nos estimations, le portefeuille de bons de Trésor de la banque, s'est élargi de 21,8 % à 5,5 milliards de dinars, en 2025 »

la première moitié de 2026, les banques cotées ont dégagé un PNB agrégé de 3,8 milliards de dinars, soit une hausse modérée de 5,6 % par rapport au 30 juin 2025.

Sur le S1 2026, les revenus du portefeuille-titres commercial & d'investissement et des opérations financières se sont envolés de 18,5 % en moyenne pour les banques cotées, atteignant un record 1,9 milliard de dinars. Les autres revenus représentent, désormais, 51 % du PNB des banques cotées (contre une proportion de 45,4 % une année plus tôt).

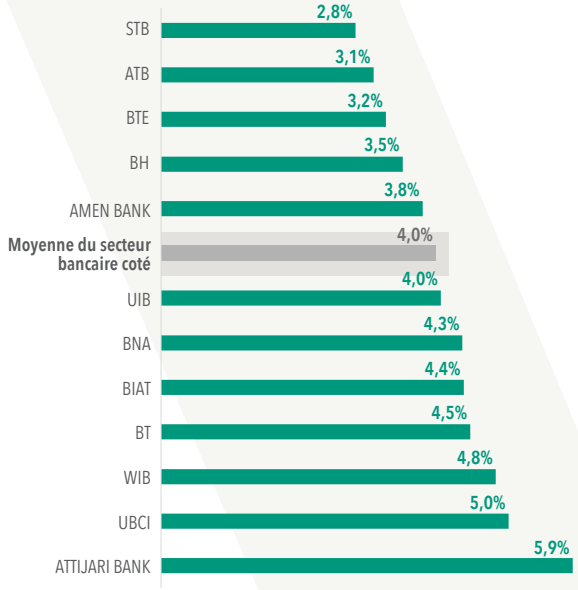
Sur les six premiers mois de 2026, la marge d'intérêt agrégée des banques cotées a poursuivi son trend baissier. Elle s'est repliée de 8,6 %, en moyenne, à 1,2 milliard de dinars. Le poids de cette source de revenus, autrefois dominante dans la structure du PNB sectoriel, a, ainsi perdu 4,8 points de pourcentage par rapport au 30 juin 2025, s'établissant à 30,9 % au terme du S1 2026.

Les commissions nettes agrégées ont affiché une performance en demi-teinte (+1,3 %), ressortant à 689,5 MDt, à l'issue des six premiers mois de 2026.

Et l'évolution du stock de portefeuille-titres commercial et d'investissement du secteur coté sur le S1 2026 en dit long sur l'orientation accrue des banques vers les activités de portefeuille. Le constat est sans appel : le secteur bancaire coté affiche une croissance moyenne de l'encours de son portefeuille-titres à deux chiffres (+14,2 % par rapport au 30 juin 2025), atteignant un niveau inédit de 39,1 milliards de dinars au terme de la première moitié de 2026.

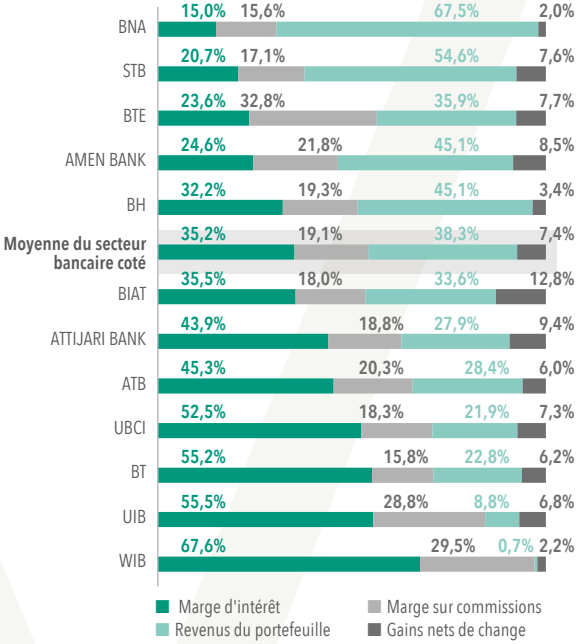
Toutes les banques de la cote ont réussi à faire progresser leur chiffre d'affaires net à une exception près qui est la **STB**. Après avoir renoué avec la croissance en 2025, le PNB de la banque a fait grise mine sur le premier semestre 2026, accusant une régression de 10,5 % à 313,7 MDt. Cette contreperformance est surtout attribuable à la chute vertigineuse de la marge d'intérêt de la banque. Cette dernière a fondu de 88,5 % à 9,2 MDt. En l'espace d'une année, la marge d'intermédiation ne représente que 2,9 % du PNB de la STB au 30 juin 2026 contre une proportion de 22,9 % une année auparavant.

Spread d'intérêt apparent moyen des banques cotées (2025)



Sources : états financiers des banques cotées et calculs & compilation de TUNISIE VALEURS.

Structure du PNB du secteur bancaire coté (2025)



Sources : états financiers des banques cotées et compilation de TUNISIE VALEURS.

« Et l'évolution du stock de portefeuille-titres commercial et d'investissement du secteur coté sur le S1 2026 en dit long sur l'orientation accrue des banques vers les activités du portefeuille »

PNB du secteur bancaire coté au 30.06.2026 ***(les variations sont indiquées du S1 2025-S1 2026)***

Chiffres en MDt	Marge d'intérêt	Variation	Commissions	Variation	Autres revenus	Variation	PNB	Variation	Part de marché
BIAT	258,4	-9,5 %	144,9	+7,7 %	399,5	+8,5 %	802,7	+1,9 %	21,1 %
BNA	65,2	-22,5 %	78,8	-5,8 %	416,1	+12,7 %	560,1	+4,3 %	14,7 %
ATTIJARI BANK	125,0	-22,3 %	64,1	-3,6 %	185,6	+43,9 %	374,8	+5,1 %	9,8 %
AMEN BANK	67,9	-4,8 %	64,8	+3,0 %	229,8	+32,2 %	362,4	+17,7 %	9,5 %
BH	106,3	+3,7 %	67,3	+2,2 %	172,1	+14,9 %	345,7	+8,7 %	9,1 %
STB	9,2	-88,5 %	57,7	-2,5 %	246,7	+17,1 %	313,7	-10,5 %	8,2 %
BT	166,7	+18,5 %	40,9	-0,4 %	84,5	+6,4 %	292,1	+11,8 %	7,7 %
UIB	146,7	+3,2 %	76,9	+0,3 %	50,2	+26,8 %	273,8	+5,9 %	7,2 %
UBCI	94,7	-1,4 %	33,7	+9,6 %	66,4	+35,6 %	194,9	+10,9 %	5,1 %
ATB	87,6	+4,9 %	33,2	+0,1 %	66,2	+21,2 %	187,0	+9,2 %	4,9 %
WIB	41,6	+22,9 %	16,1	+9,3 %	2,0	+39,7 %	59,6	+19,3 %	1,6 %
BTE	9,6	+12,1 %	11,1	-4,3 %	23,0	+56,1 %	43,6	+25,3 %	1,1 %
Secteur bancaire coté	**1 178,9**	**-8,6 %**	**689,5**	**+1,3 %**	**1 942,1**	**+18,5 %**	**3 810,4**	**+5,6 %**	
*Dont banques publiques**	*180,8*	*-32,3 %*	*203,8*	*-2,4 %*	*834,9*	*+14,4 %*	*1 219,5*	*+1,2 %*	
*Dont banques privées**	*988,6*	*-2,5 %*	*474,6*	*+3,1 %*	*1 084,1*	*+21,1 %*	*2 547,3*	*+7,5 %*	

** Hors BTE, car elle est considérée comme une banque mixte.*

Sources : états financiers intermédiaires des banques cotées du S1 2026 et compilation de TUNISIE VALEURS.

Portefeuille-titres au 30.06.2026

Chiffres en MDt	Portefeuille-titres commercial et d'investissement au 30/06/2026	Évolution sur une année glissante	Part de marché
BNA	9 773,2	+9,0 %	25,0 %
BIAT	7 790,9	+14,1 %	19,9 %
STB	5 273,5	+15,0 %	13,5 %
BH	4 011,0	+9,3 %	10,3 %
AMEN BANK	3 654,4	+10,8 %	9,4 %
ATTIJARI BANK	3 494,6	+43,8 %	8,9 %
BT	1 389,4	+4,4 %	3,6 %
ATB	1 312,9	+3,2 %	3,4 %
UBCI	1 051,7	+14,1 %	2,7 %
UIB	911,7	+61,4 %	2,3 %
BTE	350,8	+19,1 %	0,9 %
WIB	62,4	+18,1 %	0,2 %
Secteur bancaire coté	**39 076,5**	**+14,2 %**	
*Dont banques publiques**	*19 057,7*	*+10,7 %*	*48,8 %*
*Dont banques privées**	*19 668,0*	*+17,8 %*	*50,3 %*

** Hors BTE, car elle est considérée comme une banque mixte.*

Sources : états financiers intermédiaires des banques cotées du S1 2026 et compilation de TUNISIE VALEURS.

Les tendances de fond précitées devraient se poursuivre sur l'ensemble de l'année 2026. Nous tablons sur une croissance du PNB agrégé du secteur bancaire coté de 5,3 % à 7,7 milliards de dinars.

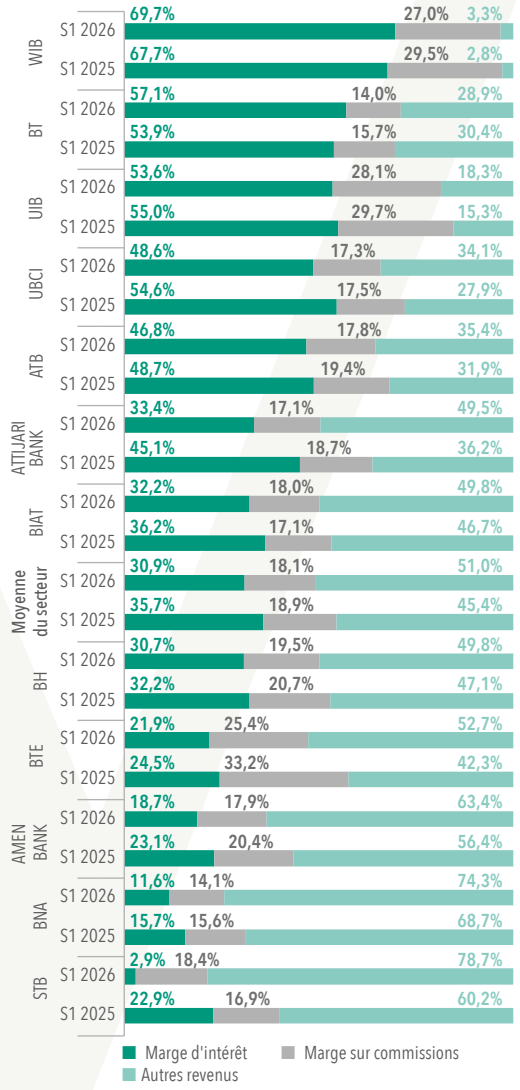
4) La productivité : une rentabilité d'exploitation grevée par des charges qui ne perdent pas de leur vigueur

En 2025, en raison d'une croissance des frais généraux (+7,4 % à 3,5 milliards de dinars) supérieure à celle du PNB, les banques cotées ont enregistré une dégradation générale de leurs indicateurs de productivité.

Le coefficient d'exploitation moyen agrégé du secteur bancaire coté s'est élargi de 1,3 point de pourcentage à 48,1 % au terme de 2025. Par ailleurs, le ratio de couverture de la masse salariale par les commissions nettes s'est détérioré pour l'ensemble du secteur bancaire coté, revenant de 65,2 % en 2024 à 61 % à l'issue de 2025.

À noter que la masse salariale du secteur bancaire coté a augmenté de 8 %, en 2025, à 2,3 milliards de dinars, en raison des augmentations salariales sectorielles et de l'intégration du personnel auparavant intérimaire, conformément à la réforme du code du travail (loi n° 2025-9, en vigueur depuis le 23 mai 2025). L'évolution des effectifs bancaires au cours de l'année 2025 est, à cet égard, particulièrement révélatrice. En effet, les banques cotées ont enregistré une augmentation de 13,8 % de leurs effectifs, portant le nombre total de salariés à 18 904 au terme de l'année.

Évolution de la structure du PNB des banques cotées (S1 2026 Vs S1 2025)



Sources : états financiers des banques cotées du S1 2026 et compilation de TUNISIE VALEURS.

Les charges générales d'exploitation se sont, pour leur part, accrues de 5,3 % à 1 milliard de dinars en 2025. Cette hausse trouve notamment son origine dans l'évolution des cotisations au fonds de garanties des dépôts bancaires.

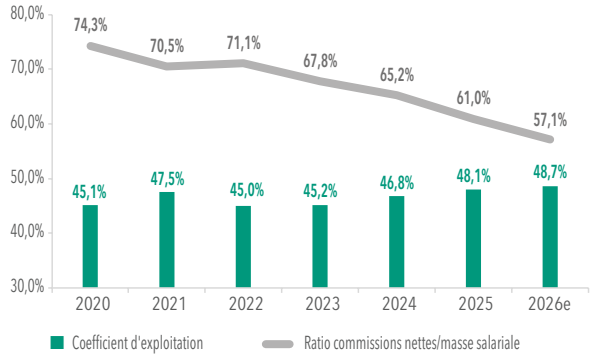
Il est important de noter que selon l'autorité monétaire, en 2025, le coefficient d'exploitation moyen des banques résidentes s'est davantage détérioré de 1,1 point de pourcentage pour s'établir à 47,2 % en lien avec l'augmentation des charges opératoires (+7,4 %) à un rythme plus soutenu que celui du PNB (+4,9 %).

Certes, les banques publiques cotées jouissent aujourd'hui d'un meilleur coefficient d'exploitation que leurs pairs privés, mais il leur reste encore du chemin à parcourir pour converger vers la norme sectorielle au niveau du ratio de couverture des salaires par les commissions nettes.

« L'évolution des effectifs bancaires au cours de l'année 2025 est, à cet égard, particulièrement révélatrice. En effet, les banques cotées ont enregistré une augmentation de 13,8 % de leurs effectifs, portant le nombre total de salariés à 18 904 au terme de l'année »

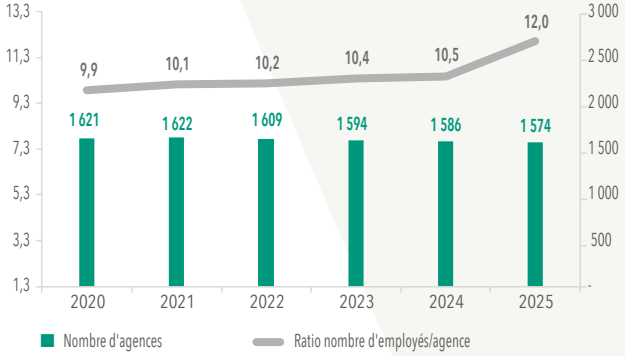
« Certes, les banques publiques jouissent aujourd'hui d'un meilleur coefficient d'exploitation que leurs pairs privés, mais il leur reste encore du chemin à parcourir pour converger vers la norme sectorielle au niveau du ratio de couverture des salaires par les commissions nettes »

Évolution des principaux indicateurs de productivité du secteur bancaire coté



Sources : états financiers des banques cotées et compilation & prévisions de TUNISIE VALEURS.

Évolution du nombre d'agences et du nombre moyen d'employés par agence du secteur bancaire coté



Sources : rapports annuels de gestion des banques cotées et compilation de TUNISIE VALEURS.

Principaux indicateurs de productivité du secteur bancaire coté en 2025	Secteur bancaire public*	Secteur bancaire privé*
Coefficient d'exploitation	43,2 %	49,8 %
Commissions/masse salariale	58,7 %	62,3 %
PNB/nombre d'agences (en MDt)	5,1	4,5
Nombre total d'employés/nombre d'agences	12	12

** Hors BTE, car elle est considérée comme une banque mixte.*

Sources : rapports annuels de gestion des banques cotées et compilation de TUNISIE VALEURS.

Principaux indicateurs de productivité du secteur bancaire coté

Banque	Coefficient d'exploitation				Ratio commissions/masse salariale				Nombre d'agences (2025)	Effectifs (2025)
	2024	2025	Δ 2024-2025	2026e	2024	2025	Δ 2024-2025	2026e		
BT	32,3 %	33,1 %	▲	33,0 %	69,9 %	71,2 %	▲	65,5 %	124	1 099
BNA	39,8 %	37,3 %	▼	38,3 %	57,8 %	61,6 %	▲	54,8 %	184	2 047
AMEN BANK	40,0 %	41,1 %	▲	39,1 %	80,1 %	74,9 %	▼	71,5 %	145	1 239
BIAT	44,9 %	44,6 %	≈	45,4 %	77,3 %	71,6 %	▼	71,0 %	206	2 897
BH	40,1 %	45,4 %	▲	47,1 %	76,4 %	64,5 %	▼	59,2 %	154	1 848
STB	52,7 %	50,4 %	▼	60,7 %	55,2 %	50,3 %	▼	42,8 %	152	2 048
ATTIJARI BANK	47,9 %	51,7 %	▲	50,3 %	54,2 %	51,4 %	▼	49,0 %	182	2 189
UIB	50,3 %	53,9 %	▲	51,6 %	74,7 %	73,4 %	▼	72,4 %	147	1 534
UBCI	68,8 %	68,3 %	≈	66,5 %	50,3 %	43,2 %	▼	41,8 %	92	1 311
WIB	65,8 %	71,2 %	▲	70,1 %	73,2 %	61,3 %	▼	55,6 %	56	657
ATB	63,9 %	78,7 %	▲	76,6 %	50,2 %	41,7 %	▼	38,2 %	101	1 594
BTE	101,9 %	99,0 %	▼	90,1 %	57,3 %	51,2 %	▼	44,9 %	31	441
Secteur bancaire coté	**46,8 %**	**48,1 %**	▲	**48,7 %**	**65,2 %**	**61,0 %**	▼	**57,1 %**	**1 574**	**18 904**
*Dont secteur public**	*43,5 %*	*43,2 %*	≈	*46,5 %*	*62,0 %*	*58,7 %*	▼	*51,9 %*	*490*	*5 943*
*Dont secteur privé**	*47,7 %*	*49,8 %*	▲	*49,0 %*	*67,1 %*	*62,3 %*	▼	*60,0 %*	*1 053*	*12 520*

** Hors BTE, car elle est considérée comme une banque mixte*

Sources : rapports annuels de gestion des banques cotées et compilation & prévisions de TUNISIE VALEURS.

BT (un coefficient d'exploitation de 33,1 % en 2025), **BNA** (un coefficient d'exploitation de 37,3 % en 2025) et **AMEN BANK** (un coefficient d'exploitation de 41,1 % en 2025), forment le Top 3 des banques les plus productives de la cote en termes de coefficient d'exploitation. Ces banques font preuve de rigueur malgré l'environnement inflationniste et le contexte social exigeant.

À l'autre extrémité du spectre, nous retrouvons les banques les moins productives de la cote : **BTE** (un coefficient d'exploitation non soutenable de 99 %, fin 2025), **ATB** (un coefficient d'exploitation de 78,7 %, fin 2025) et **WIB** (un coefficient d'exploitation de 71,2 %, fin 2025). Alors que le coefficient d'exploitation élevé est une nouvelle donne pour la **WIFAK BANK** du fait des investissements importants du démarrage et de l'ancrage commercial, la sous-productivité est une carence de longue date pour la **BTE** et l'**ATB**.

Dans un contexte inflationniste et face à la montée des revendications sociales, les banques cotées ont accusé une dégradation globale de leur productivité sur le premier semestre 2026. La croissance du *Top line* s'est avérée insuffisante pour absorber l'élargissement des charges opératoires (+6,8 % à 1,9 milliard de dinars) sur les six premiers mois de l'année.

Partant de ce constat, le coefficient d'exploitation agrégé moyen du secteur bancaire coté a progressé de 0,6 point de pourcentage, se montant à 48,6 % fin juin 2026 par rapport à son niveau une année plus tôt. Parallèlement, le ratio de couverture de la masse salariale par les commissions nettes s'est détérioré, passant 59,5 %, fin juin 2025, à 55,8 %, une année plus tard.

Sur l'année pleine 2026, les tendances précitées devraient se poursuivre. Selon nos prévisions, le secteur bancaire devrait terminer l'année avec un coefficient d'exploitation de 48,7 % et un ratio estimé de couverture de la «facture» salariale par les commissions nettes de 57,1 %.

« Dans un contexte inflationniste et face à la montée des revendications sociales, les banques cotées ont accusé une dégradation globale de leur productivité sur le premier semestre de 2026 »

Coefficient d'exploitation au 30.06.2026

Banque	30/06/2025	30/06/2026	Variation
AMEN BANK	38,0 %	35,3 %	▼
ATB	75,2 %	74,3 %	▼
ATTIJARI BANK	52,2 %	50,9 %	▼
BH	46,1 %	47,2 %	▲
BIAT	45,0 %	46,4 %	▲
BNA	37,2 %	38,0 %	▲
BT	34,6 %	34,6 %	≈
BTE	97,1 %	82,9 %	▼
STB	50,1 %	60,0 %	▲
UBCI	65,9 %	64,7 %	▼
UIB	56,5 %	54,1 %	▼
WIB	76,2 %	74,9 %	▼
Secteur bancaire coté	**48,0 %**	**48,6 %**	▲
*Dont secteur public**	*43,3 %*	*46,3 %*	▲
*Dont secteur privé**	*49,7 %*	*49,1 %*	▼

** Hors BTE, car elle est considérée comme une banque mixte.*

Sources : états financiers intermédiaires du S1 2026 des banques cotées.

Ratio de couverture de la masse salariale par les commissions nettes au 30.06.2026

Banque	30/06/2025	30/06/2026	Variation
AMEN BANK	74,5 %	71,1 %	▼
ATB	41,6 %	38,0 %	▼
ATTIJARI BANK	50,5 %	48,1 %	▼
BH	67,3 %	61,8 %	▼
BIAT	65,9 %	65,4 %	≈
BNA	59,0 %	52,5 %	▼
BT	68,4 %	62,9 %	▼
BTE	53,6 %	47,1 %	▼
STB	50,4 %	42,9 %	▼
UBCI	43,0 %	41,6 %	▼
UIB	71,3 %	70,4 %	▼
WIB	57,8 %	52,5 %	▼
Secteur bancaire coté	**59,5 %**	**55,8 %**	▼
*Dont secteur public**	*58,5 %*	*51,8 %*	▼
*Dont secteur privé**	*60,2 %*	*57,9 %*	▼

** Hors BTE, car elle est considérée comme une banque mixte.*

Sources : états financiers intermédiaires du S1 2026 des banques cotées.

5) La qualité du portefeuille : mise à l'épreuve par la conjoncture

En 2025, le secteur bancaire coté a accusé une dégradation générale de sa qualité du portefeuille. La conjoncture exigeante et la persistance des difficultés de certains opérateurs économiques notamment les PME ont engendré une hausse globale de la sinistralité chez les banques cotées.

Le taux des créances classées agrégé moyen du secteur bancaire coté s'est élargi de 0,4 point de pourcentage à 13,9 %, selon nos estimations. Notons que le stock des créances classées agrégé des banques cotées a augmenté de 6 % en 2025, pulvérisant un nouveau record de 16,5 milliards de dinars, selon nos estimations, soit une hausse en volume de 933,4 MDt. Il est important aussi de rappeler que le trio des banques publiques concentre 64,1 % du total de l'encours des créances non performantes du secteur bancaire coté, fin 2025.

Parallèlement, le taux de couverture des créances classées par les provisions et les agios réservés a légèrement augmenté de 1,2 point de pourcentage à 59,5 %, tout en restant en deçà du niveau recommandé par la BCT (qui est de 70 %) ; un constat à mettre en lien, en partie, avec l'impact de la poursuite des opérations de radiations et cessions de certaines créances compromises.

Selon l'autorité monétaire, l'année 2025 a connu le maintien des indicateurs du risque de crédit à des niveaux élevés. En effet, la part des créances classées dans le total des engagements du secteur bancaire tunisien (banques cotées & non cotées) s'est élevée à 14,9 % à fin 2025 contre 14,5 % à fin 2024, et ce, en dépit de la hausse de 23,2 % de l'encours des créances radiées, déclarées à la Centrale d'informations de la BCT en 2025, pour s'élever à 3326 MDt.

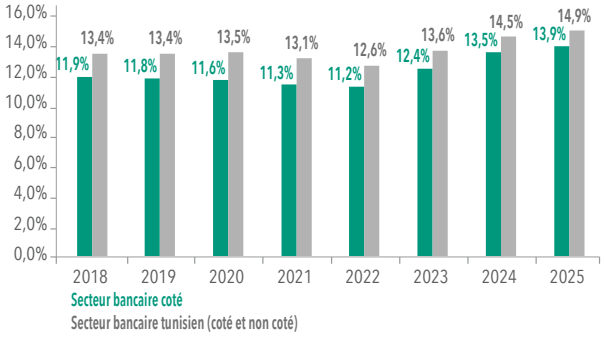
« En 2025, le secteur bancaire coté a accusé une dégradation générale de sa qualité du portefeuille. La conjoncture exigeante et la persistance des difficultés de certains opérateurs économiques notamment les PME ont engendré une hausse globale de la sinistralité chez les banques cotées »

Selon la BCT, la répartition par type d'agent économique montre une poursuite de la hausse du taux des créances classées des entreprises privées pour atteindre 20,8% à fin 2025 (contre 19,9% à fin 2024). À l'inverse celui des particuliers est revenu à 7,4% à fin 2025 (contre 8% l'année précédente).

D'après l'institut d'émission, en matière de couverture, l'année 2025 a été marquée par une amélioration du taux de couverture des créances classées par les provisions pour s'établir à 51,6% contre 50,5% en 2024, tirant profit de la poursuite de l'effort de provisionnement. Par ailleurs, le taux de couverture des créances courantes par les provisions collectives s'est maintenu à 1,7%, et ce, à la faveur de la révision de la méthodologie de calcul des provisions collectives par la BCT.

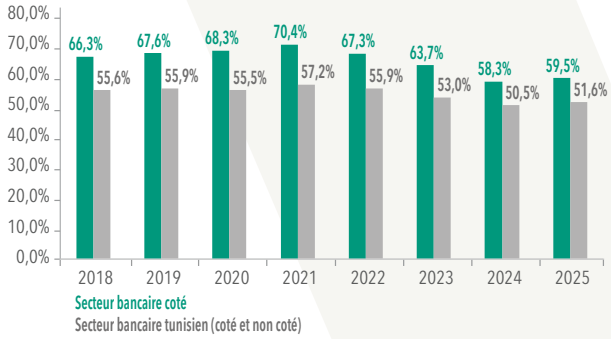
« D'après l'institut d'émission, en matière de couverture, l'année 2025 a été marquée par une amélioration du taux de couverture des créances classées par les provisions pour s'établir à 51,6% contre 50,5% en 2024, tirant profit de la poursuite de l'effort de provisionnement »

Évolution taux des créances classées du secteur bancaire tunisien



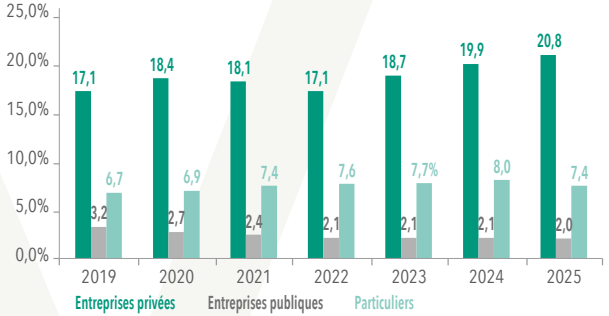
Sources : BCT et compilation & calculs de TUNISIE VALEURS.

Évolution du taux de couverture des créances classées par les provisions du secteur bancaire tunisien



Sources : BCT et compilation & calculs de TUNISIE VALEURS.

Répartition du taux des créances classées par type d'agent économique



Source : BCT.

Rappelons que la Banque centrale a publié le 1er mars 2022, la circulaire no 2022-01 aux banques et établissements financiers, portant sur la prévention et la résolution des créances non performantes. Ladite circulaire prévoit, notamment, l'obligation pour les banques et les établissements financiers de :

1. Évaluer systématiquement et durant tout le cycle de vie de la créance, la viabilité de la situation des débiteurs à travers une analyse économique et financière se basant sur :
   - leurs états financiers certifiés des trois derniers exercices et sur les états financiers consolidés certifiés lorsqu'il s'agit de groupes d'affaires, et comporter au minimum l'analyse des deux indicateurs financiers suivants : le ratio de couverture des charges financières (EBITDA/Charges financières) et le ratio de levier (Dettes/EBITDA).
   - leurs plans d'affaires, les projections de cash-flows, le niveau d'endettement global courant et l'appréciation de la solvabilité. Les plans d'affaires et les plans de trésorerie doivent être revus par un Expert-comptable inscrit au tableau de l'Ordre des Experts-Comptables pour les débiteurs ayant un engagement global auprès du système financier qui dépasse 25 MDt.
2. Exiger un rapport annuel sur la gouvernance, l'activité, les performances, la liquidité, la solvabilité du débiteur et, le cas échéant, les relations entre les entités du groupe d'affaires pour les débiteurs relevant du secteur public ou privé (grands risques) ayant un engagement global auprès du secteur financier qui dépasse 100 MDt. Ce rapport doit être revu par un expert-comptable inscrit au tableau de l'Ordre en Tunisie.

3. Réduire la part des engagements bruts non performants, dans un horizon ne dépassant pas 5 ans à partir de l'année 2022, à une part inférieure à 7%, pour les engagements sur base individuelle, et 10% compte tenu des engagements cédés à leurs filiales de recouvrement.

4. Radier de leurs bilans, les créances classées 4 depuis 5 ans et plus qui satisfont aux conditions de radiation fixées par la législation fiscale en vigueur.

La circulaire BCT n° 2022-01 du 1er mars 2022, constitue une véritable révolution dans la gestion des créances classées du secteur bancaire tunisien ; un dossier lourd qui traîne depuis des années et qui a longtemps freiné son essor, son développement et son accès à de nouvelles sources de financement.

En 2025, le secteur bancaire coté a affiché une expansion de son coût net du risque (+8,6% à 1,4 milliard de dinars), malgré le non-renforcement des exigences en matière de provisions collectives par la BCT, à rebours des dernières années.

Rappelons que les provisions collectives se sont imposées pour renforcer la couverture des risques latents sur les créances courantes par des provisions, et ce, d'une part, en préparation à l'adoption des normes IFRS par les banques et d'autre part, pour faire face à la poursuite de la montée des risques en relation avec la dégradation de la situation du secteur réel sur les dernières années et avec l'exacerbation des tensions géopolitiques dans le monde.

Les provisions collectives ont été instaurées pour renforcer la couverture des engagements, dans la mesure où les règles de classification des créances adoptées à ce jour en Tunisie (circulaire BCT n° 91-24) demeurent statiques et ne favorisent pas l'anticipation de la couverture des risques. Ces provisions à caractère général grèvent la rentabilité nette des banques et des établissements financiers. Cependant, elles permettent le renforcement des fonds propres réglementaires, servant de base pour le calcul des ratios de solvabilité. À noter que sur le plan fiscal, ces provisions collectives demeurent déductibles dans la limite de 1% du total de l'encours des engagements de l'année concernée. Par ailleurs, elles représentent une opportunité pour se préparer à l'impact financier du premier passage aux normes IFRS (notamment la norme IFRS 9).

Notons, à cet effet, que les banques cotées ont alloué une enveloppe globale de 33,6 MDt en 2025 (contre un montant de 30,1 MDt en 2024 et une dotation globale de 198,5 MDt constatée en 2023) sous forme de dotations aux provisions collectives, portant le stock de provisions collectives totales du secteur bancaire coté à 1,7 milliard de dinars, à fin 2025.

Dans la continuité des dernières années, les banques publiques se positionnent, en 2025, moins favorablement par rapport à leurs consœurs privées à la fois au rayon du taux des créances classées que du taux de couverture desdites créances par les provisions. Alors que les banques privées ont manifesté une résistance salutaire au niveau de leur qualité d'actifs, les banques publiques ont été rattrapées par les déboires de la conjoncture, voyant leur qualité du portefeuille globalement se dégrader en 2025.

2024	Secteur bancaire public*	Secteur bancaire privé*
Taux des créances classées moyens estimés	21,7%	7,9%
Taux de couverture des créances classées moyens estimés	50,2%	72,8%

** Hors BTE, car elle est considérée comme une banque mixte.*

2025	Secteur bancaire public*	Secteur bancaire privé*
Taux des créances classées moyens estimés	22,9%	7,9%
Taux de couverture des créances classées moyens estimés	53,7%	70,1%

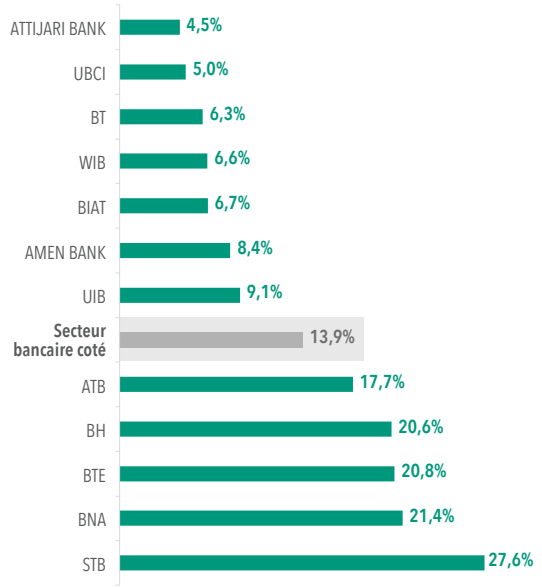
** Hors BTE, car elle est considérée comme une banque mixte.*

Sources : rapports annuels de gestion des banques cotées et compilation & calculs de TUNISIE VALEURS.

« Les provisions collectives ont été instaurées pour renforcer la couverture des engagements, dans la mesure où les règles de classification des créances adoptées à ce jour en Tunisie (circulaire BCT n° 91-24) demeurent statiques et ne favorisent pas l'anticipation de la couverture des risques »

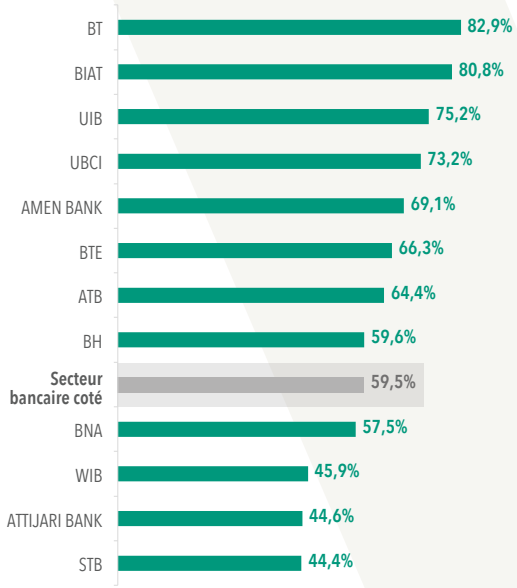
Outre la disparité secteur public/secteur privé, l'évolution de la qualité du portefeuille à l'échelle sectorielle masque d'énormes disparités intra sectorielles entre les banques.

Taux des créances classées du secteur bancaire coté (2025)



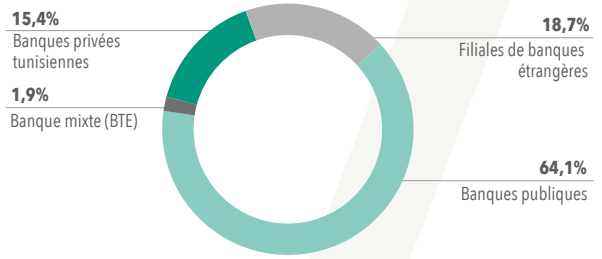
Sources : rapports annuels de gestion des banques cotées et compilation de TUNISIE VALEURS.

Taux de couverture des créances classées par les provisions du secteur bancaire coté (2025)



Sources : rapports annuels de gestion des banques cotées et compilation de TUNISIE VALEURS.

Répartition du stock de créances classées du secteur bancaire coté (2025)



Sources : rapports annuels de gestion des banques cotées et compilation, & calculs de TUNISIE VALEURS.

Grâce à une gestion prudente du portefeuille des crédits et à une activité de recouvrement dynamique, la **BT** a témoigné d'une amélioration de son taux des créances classées. Ce dernier est revenu de 6,9% en 2024 à 6,3% à l'issue de 2025. Quant au taux de couverture desdites créances par les provisions, il est passé de 82,8% en 2024 à 82,9%, en 2025. Partant de ces constats, la BT est d'ores est déjà en conformité avec les objectifs de 2026 de la circulaire BCT n° 2022-01 relative à la prévention et à la résolution des créances non performantes, plafonnant le taux de créances classées à 7% sur une base individuelle et à 10% sur une base consolidée. La BT affiche, de surcroît, au titre de l'exercice 2025 le portefeuille de créances le mieux provisionné à l'échelle du secteur bancaire coté. Au même volet des risques, 2025 s'est avérée moins clémente en matière de provisions pour la BT. Le coût net du risque (les provisions sur les créances) s'est aggravé de 57,7% à 52,2 MDt, dont une dotation aux provisions collectives de 11,9 MDt, quasi-stable par rapport à l'exercice 2024. Ce faisant, le stock de ces provisions à caractère général dans les comptes de la banque s'élève à 132,6 MDt, à l'issue de 2025.

La **BIAT** continue à récolter les fruits de sa politique de crédit rigoureuse et à améliorer la qualité de son portefeuille de crédits. Le taux des créances classées, en baisse de 0,3 point de pourcentage à 6,7% en 2025, reste à la pointe du secteur bancaire. Autre fait à l'honneur de la BIAT, la banque a réussi à redresser sensiblement le taux de couverture de ses créances classées par les provisions. Ce dernier, ayant augmenté de près de 8,9 points de pourcentage à 80,8% sur l'année 2025, place la BIAT parmi les banques dotées

des portefeuilles de créances les mieux provisionnés de la place. Dans la continuité des dernières années, l'exercice 2025 s'est inscrit sous le signe de l'assainissement du bilan pour la BIAT. La banque a poursuivi ses efforts de couverture de ses risques, consacrant une enveloppe de 210,5 MDt de dotations aux provisions sur les créances, en hausse de 62,8% par rapport à 2024. Sur les dernières années, dans le cadre de la poursuite du renforcement de la couverture des risques latents par un matelas de fonds propres et afin de se préparer aux exigences des standards bâlois, la BIAT a procédé à des ajustements des paramètres relatifs au calcul de la provision collective (facteur d'ajustement et taux de provisionnement). Ainsi, le stock de provisions collectives constituées par la banque s'élève à 400 MDt au 31 décembre 2025.

L'**UIB** conserve son avantage comparatif en termes de qualité du portefeuille. Le taux des créances classées de la filiale du groupe SOCIÉTÉ GÉNÉRALE, en baisse d'un point de pourcentage à 9,1% sur l'année écoulée, reste parmi les plus faibles du secteur bancaire coté. Par ailleurs, le taux de couverture des créances classées demeure également appréciable. Il s'est amélioré en 2025, ressortant à 75,2%, contre 74% à fin 2024. La banque a développé au fil des années une diversification saine de son portefeuille des crédits. En effet, l'agriculture, le tourisme et la promotion immobilière ne représentent que 1,9% des engagements globaux sains de la banque, fin 2025. De même, selon le management, le total engagement souverain et sur les entreprises publiques demeure faible, atteignant 710,1 MDt à fin 2025 (contre 481,9 MDt à fin décembre 2024), soit 7,3% du total bilan et hors bilan de la banque. Malgré la conjoncture exigeante, l'UIB a témoigné d'une bonne maîtrise de son coût net du risque. Portant la marque d'une sélectivité accrue en matière de risques et d'une intensification des efforts de recouvrement, la banque a pu réduire ses dotations aux provisions sur les créances de 31,6% sur l'année 2025. Atterrissant à 48,7MDt, ces dernières sont revenues à des niveaux plus «normatifs» après avoir atteint un pic de 71 MDt sur l'année 2024. Signalons à cet effet que le coût du risque supporté en 2025 tient compte d'une dotation aux provisions collectives de près de 4 MDt, portant ainsi le stock global de ces provisions à caractère général dans les comptes de la banque à 94,8 MDt.

Dans la continuité des dernières années, l'**UBCI** a affiché une amélioration de sa qualité d'actifs. En 2025, le taux des créances classées s'est stabilisé à 5%. Le taux de couverture desdites créances par les provisions demeure, également, à un niveau satisfaisant (73,2%). L'ancienne filiale du groupe BNP PARIBAS jouit de ce fait d'une qualité d'actifs dans les meilleurs standards du secteur bancaire tunisien. La hausse soutenue du coût du risque a été l'évènement marquant de l'année 2025 pour la banque. Ce dernier s'est élargi de 15,6%, atteignant un niveau historiquement élevé de 20,6 MDt.

Nonobstant un environnement opérationnel difficile, **AMEN BANK** a affiché une amélioration de sa qualité du portefeuille dans le prolongement des dernières années. Le taux des créances classées s'est replié de 1,2 point de pourcentage à 8,4%, soit un niveau conforme aux promesses du management, et le taux de couverture desdites créances par les provisions demeure à un niveau appréciable (69,1%), proche du seuil recommandé par la BCT. La baisse du taux de sinistralité affichée par la banque sur les dernières années résulte d'une intensification des efforts de recouvrement dans toutes ses dimensions : recouvrement commercial, recouvrement dynamique et recouvrement contentieux. Elle porte aussi la marque d'une meilleure sélectivité en matière de crédits et d'une culture du risque bien ancrée dans la maison. Elle traduit, également, la volonté du management de la banque de se conformer aux dispositions de la circulaire BCT n° 2022-01 du 1er mars 2022, portant sur la prévention et la résolution des créances non performantes. Au même volet des risques, 2025 a été marquée par une accalmie au niveau du coût du risque pour AMEN BANK. Le bras bancaire du groupe PGI a enregistré une baisse de ses dotations aux provisions sur les créances de 3,8% à 78 MDt dont une dotation de 8,6 MDt au titre des provisions collectives. Il est important de noter, à cet égard, que le stock de ces provisions à caractère général dans les comptes de la banque s'élève à 188 MDt à l'issue de l'exercice 2025.

Sur le premier semestre 2026, le secteur bancaire coté a enregistré une hausse marquée de son coût net du risque de 11,4% à 627,9 MDt. Au regard de la conjoncture difficile et de la hausse des risques d'impayés, nous pensons que l'exercice 2026 devrait s'inscrire sous le signe de l'assainissement du bilan pour le secteur bancaire. Si l'enveloppe des dotations aux provisions sur les créances pour un établissement de crédit est fixée en fin d'exercice par l'institut d'émission, nous n'écartons pas, d'ici la clôture des comptes de 2026, l'institution de nouvelles modifications des règles de calcul des provisions collectives pour lisser davantage l'impact du premier passage aux normes IFRS.

«Dans la continuité des dernières années, l'exercice 2025 s'est inscrit sous le signe de l'assainissement du bilan pour la BIAT. La banque a poursuivi ses efforts de couverture de ses risques, consacrant une enveloppe de 210,5 MDt de dotations aux provisions sur les créances, en hausse de 62,8% par rapport à 2024»

«La baisse du taux de sinistralité affichée par AMEN BANK sur les dernières années résulte d'une intensification des efforts de recouvrement dans toutes ses dimensions : recouvrement commercial, recouvrement dynamique et recouvrement contentieux. Elle porte aussi la marque d'une meilleure sélectivité en matière de crédits et d'une culture du risque bien ancrée dans la maison»

Dotations aux provisions sur les créances (en MDt)

Banque	30/06/2025	30/06/2026	Variation S1 2025-S1 2026
AMEN BANK	52,2	57,8	+10,8 %
ATB	32,7	68,6	+109,5 %
ATTIJARI BANK	13,2	22,0	+66,2 %
BH	79,8	146,7	+83,9 %
BIAT	47,1	17,9	-62,0 %
BNA	101,7	100,3	-1,4 %
BT	33,8	29,3	-13,4 %
BTE	6,4	6,1	-5,5 %
STB	155,4	131,4	-15,4 %
UBCI	6,1	11,3	+86,3 %
UIB	27,2	25,4	-6,7 %
WIB	8,0	11,2	+40,3 %
Secteur bancaire coté	**563,6**	**627,9**	**+11,4 %**
*Dont banques publiques**	*336,8*	*378,4*	*+12,3 %*
*Dont banques privées**	*220,3*	*243,4*	*+10,5 %*

** Hors BTE, car elle est considérée comme une banque mixte.*

Sources : états financiers intermédiaires du S1 2026 des banques cotées..

6) La rentabilité : La croissance profitable préservée grâce au bol d'air fiscal

En 2025, le secteur bancaire tunisien a maintenu le cap de la croissance bénéficiaire dans un environnement économique difficile, marqué notamment par la montée des incertitudes et des tensions géopolitiques à l'échelle internationale.

Profitant de résultats nets dans le vert pour quasiment toutes les banques de la cote (hormis l'**ATB** et la **BTE** ayant dégagé des pertes individuelles de 30,9 MDt et de 9,9 MDt, respectivement), la masse bénéficiaire individuelle du secteur a progressé de 5,9 %, flirtant avec 1,6 milliard de dinars.

C'est la baisse de la pression fiscale qui a permis aux banques de surmonter le contexte inflationniste et la montée du coût net du risque, libérant ainsi le potentiel de la croissance profitable. En effet, la charge d'impôt sur les bénéfices, tenant compte de la contribution fiscale exceptionnelle au budget de l'État et de la cotisation sociale solidaire due au profit des caisses de sécurité sociale a régressé de 7,5 % à 876,6 MDt pour l'ensemble du secteur bancaire coté sur l'année 2025.

Selon la BCT, compte tenu d'une dotation nette aux provisions de 1524 MDt (contre 1493 MDt en 2024), l'année 2025 s'est soldée par un résultat net sectoriel de 1,7 milliard de dinars, soit une augmentation de 7,6 % pour l'ensemble des banques résidentes (cotées & non cotées).

« En 2025, le secteur bancaire tunisien a maintenu le cap de la croissance bénéficiaire dans un environnement économique difficile, marqué notamment par la montée des incertitudes et des tensions géopolitiques à l'échelle internationale »

« Selon la BCT, compte tenu d'une dotation nette aux provisions de 1524 MDt (contre 1493 MDt en 2024), l'année 2025 s'est soldée par un résultat net sectoriel de 1,7 milliard de dinars, soit une augmentation de 7,6 % pour l'ensemble des banques résidentes (cotées & non cotées) »

Toutes les banques bénéficiaires de la cote ont enregistré une amélioration de leurs résultats nets individuels, en 2025, à l'exception de la **BH BANK** (-43,5% à 39,8 MDt), de la **WIFAK INTERNATIONAL BANK** (-9,8% à 8,5 MDt) et d'**ATTIJARI BANK** (-0,1% à 232,1 MDt).

Alors que la hausse du coût du risque a pris à revers la rentabilité nette de la BH BANK et de la WIFAK BANK (des dotations aux provisions sur les créances records de 326,2 MDt, en hausse de 7,2% par rapport à 2024 pour la BH BANK et une croissance du coût net du risque de 9,1% pour la WIB à 18,6 MDt), ATTIJARI BANK a payé les frais d'un élargissement marqué de ses frais généraux (+8,1% à 366,9 MDt) dans une configuration de quasi-stagnation du PNB (+0,2% seulement à 709,6 MDt).

Rentabilité nette du secteur bancaire coté

Chiffres en MDt	Résultat net individuel							Résultat net part de groupe						
	2024	2025	Variation 2024-2025	2026e	Variation 2025-2026e	2027e	Variation 2026e-2027e	2024	2025	Variation 2024-2025	2026e	Variation 2025-2026e	2027e	Variation 2026e-2027e
AMEN BANK	230,0	248,7	+8,1%	287,3	+15,5%	305,5	+6,4%	243,5	264,8	+8,7%	305,9	+15,5%	325,5	+6,4%
ATB	10,2	-30,9	-	-61,0	-	-39,3	-	31,3	-24,4	-	-50,8	-	-27,9	-
ATTIJARI BANK	232,4	232,1	-0,1%	220,7	-4,9%	231,0	+4,7%	239,7	235,3	-1,8%	224,1	-4,8%	234,6	+4,7%
BH	70,4	39,8	-43,5%	24,6	-38,2%	43,7	+78,0%	71,0	42,9	-39,7%	29,4	-31,4%	48,8	+66,0%
BIAT	357,8	385,3	+7,7%	401,5	+4,2%	423,4	+5,5%	379,4	467,1	+23,1%	494,6	+5,9%	525,8	+6,3%
BNA	213,6	274,5	+28,5%	278,9	+1,6%	280,3	+0,5%	210,9	287,7	+36,4%	292,9	+1,8%	295,1	+0,8%
BT	188,4	190,3	+1,0%	214,0	+12,5%	226,4	+5,8%	199,4	202,8	+1,7%	227,2	+12,0%	240,2	+5,7%
BTE	-32,1	-9,9	-	-7,9	-	-6,5	-	-30,2	-7,2	-	-5,0	-	-3,6	-
STB	63,7	65,9	+3,6%	-7,2	-	12,5	-	91,1	58,7	-35,5%	-14,1	-	6,0	-
UBCI	54,1	65,9	+21,7%	69,9	+6,1%	76,2	+9,1%	55,0	71,4	+29,8%	76,0	+6,4%	82,9	+9,2%
UIB	85,7	100,8	+17,7%	109,1	+8,2%	112,4	+3,0%	71,9	94,2	+31,1%	104,5	+10,9%	109,2	+4,5%
WIB	9,5	8,5	-9,8%	8,9	+4,2%	10,1	+13,2%	10,3	10,1	-2,5%	10,6	+4,8%	11,9	+12,3%
Secteur bancaire coté	**1 483,5**	**1 570,9**	**+5,9%**	**1 538,6**	**-2,1%**	**1 675,6**	**+8,9%**	**1 573,4**	**1 703,5**	**+8,3%**	**1 695,2**	**-0,5%**	**1 848,6**	**+9,0%**
*Dont secteur public**	*347,7*	*380,2*	**+9,4%**	*296,2*	**-22,1%**	*336,5*	**+13,6%**	*373,0*	*389,3*	**+4,4%**	*308,3*	**-20,8%**	*349,9*	**+13,5%**
*Dont secteur privé**	*1 168,0*	*1 200,6*	**+2,8%**	*1 250,3*	**+4,1%**	*1 345,7*	**+7,6%**	*1 230,6*	*1 321,4*	**+7,4%**	*1 392,0*	**+5,3%**	*1 502,2*	**+7,9%**

** Hors BTE, car elle est considérée comme une banque mixte.*

Sources : états financiers des banques cotées et compilation & prévisions de TUNISIE VALEURS.

Charges fiscales (en MDt)*

	2024	2025	Δ 2024-2025
AMEN BANK	27,0	27,3	+1,4 %
ATB	8,1	1,5	-
ATTIJARI BANK	117,3	107,9	-8,1 %
BH	45,4	11,1	-75,5 %
BIAT	309,1	273,7	-11,5 %
BNA	132,5	189,2	+42,8 %
BT	118,4	113,7	-4,0 %
BTE	0,3	0,4	+6,7 %
STB	37,8	26,2	-30,6 %
UBCI	37,0	26,4	-28,8 %
UIB	109,3	93,8	-14,2 %
WIB	5,2	5,3	-
Secteur bancaire coté	**947,5**	**876,6**	**-7,5 %**
*Dont secteur public***	*215,7*	*226,5*	*+5,0 %*
*Dont secteur privé***	*731,5*	*649,7*	*-11,2 %*

** Impôt sur les sociétés + contribution conjoncturelle au budget de l'État + cotisation sociale solidaire.*
*** Hors BTE, car elle est considérée comme une banque mixte.*

Sources : états financiers des banques cotées et compilation de TUNISIE VALEURS.

Outre la solide croissance des résultats nets des banques mères, les bénéfices nets part du groupe des groupes bancaires cotés ont été portés par les bonnes performances des filiales, en 2025. C'est ainsi que la capacité bénéficiaire nette part du groupe du secteur bancaire coté s'est hissée de 8,3 %, dépassant la barre de 1,7 milliard de dinars.

Du côté de la rentabilité financière, le secteur bancaire coté a vu son ratio ROE consolidé agrégé passer de 11,3 % à l'issue de l'exercice 2024 à 11,8 % au terme de 2025. Dans le même ordre d'idée, selon la BCT, le retour sur fonds propres moyen du secteur bancaire résident s'est élevé à 11 % à l'issue de 2025, contre 10,3 % à fin 2024.

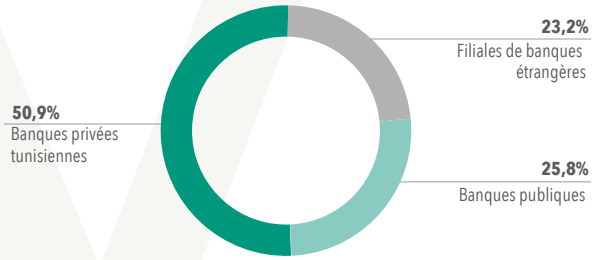
> « Du côté de la rentabilité financière, le secteur bancaire coté a vu son ratio ROE consolidé agrégé passer de 11,3 % à l'issue de l'exercice 2024 à 11,8 % au terme de 2025. Dans le même ordre d'idée, selon la BCT, le retour sur fonds propres moyen du secteur bancaire résident s'est élevé à 11 % à l'issue de 2025, contre 10,3 % à fin 2024 »

Répartition de la masse bénéficiaire individuelle du secteur bancaire coté (2025)



Sources : états financiers des banques cotées et compilation de TUNISIE VALEURS.

Répartition des charges fiscales agrégées du secteur bancaire coté (2025)*



** Impôt sur les sociétés + contribution conjoncturelle au budget de l'État + cotisation sociale solidaire.*

Sources : états financiers des banques cotées et compilation de TUNISIE VALEURS.

ATTIJARI BANK et **BIAT** restent les références du secteur sur le plan de la rentabilité financière. Leur profil de croissance supérieur à la concurrence et leur capacité à concilier les objectifs de rentabilité, de rigueur et de discipline prudentielle leur valent d'afficher un ROE respectif de 19,2 % et de 18,2 %, en 2025.

En 2025, grâce à la bonne orientation de l'activité d'exploitation et à la baisse du coût du risque, la rentabilité nette d'**AMEN BANK** a absorbé l'élargissement des charges opératoires. Le bras bancaire du groupe PGI a, *in fine*, dégagé un *Bottom Line* de 248,7 MDt (soit une croissance 8,1 % par rapport à 2024) ; un niveau record jamais atteint par la banque. Le constat est d'autant plus reluisant au niveau consolidé. Le résultat net part du groupe du groupe AMEN BANK s'est monté à 264,8 MDt, soit une progression solide de 8,7 % par rapport à 2024. Le groupe AMEN BANK conforte ainsi sa place en tant que deuxième capacité bénéficiaire du secteur bancaire privé tunisien après la BIAT. Avec un ROE consolidé de 14,4 % à fin 2025, AMEN BANK consolide sa rentabilité financière et confirme son statut de troisième banque la plus rentable à l'échelle du secteur bancaire coté après ATTIJARI BANK et la BIAT, en termes de retour sur fonds propres.

En 2025, la bonne orientation de l'activité d'exploitation et la maîtrise des coûts opérationnels ont valu à la **BT** d'absorber l'alourdissement du coût du risque et de maintenir sa dynamique de croissance bénéficiaire. En effet, la banque a dégagé à l'issue de l'exercice 2025 des bénéfices de 190,3 MDt, contre un résultat net de 188,4 MDt au terme de 2024 ; un niveau record jamais atteint par la BT. Les réalisations consolidées du groupe BT ont, également, été satisfaisantes. Profitant de la bonne performance globale de ses filiales, la BT a vu son résultat net part du groupe augmenter de 1,7 %, franchissant la barre symbolique des 200 MDt. Avec un ROE consolidé de 13,2 % à fin 2025, la BT se classe parmi les banques les plus rentables.

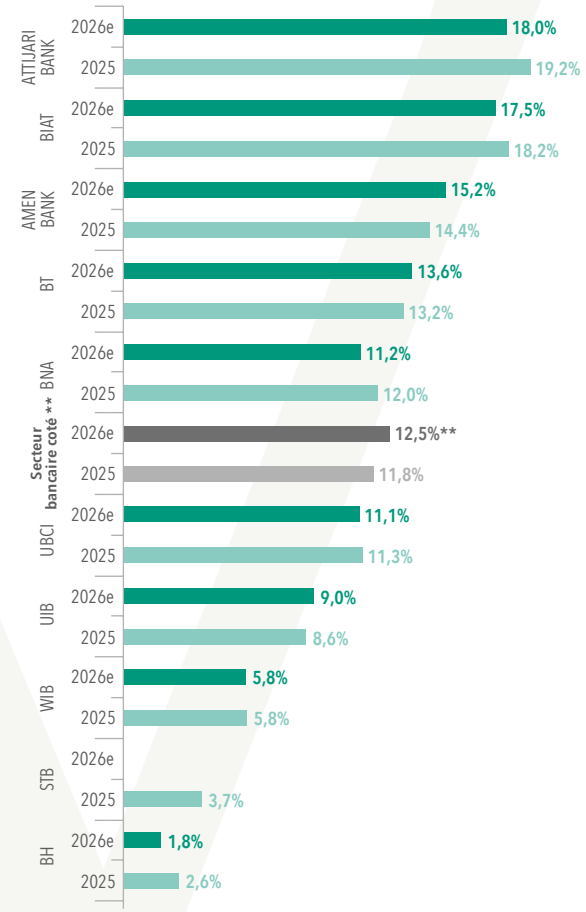
En 2025, grâce à la bonne orientation des revenus et en dépit d'un coût du risque révisé à la hausse, la **BNA** a pu faire face à l'accroissement de la pression fiscale et dégager un bénéfice net de 274,5 MDt, en hausse annuelle de 28,5 %. En effet, le résultat net 2024 a été pénalisé par la constatation d'un redressement fiscal ayant impacté négativement les capitaux propres de la banque pour un montant de 41,2 MDt, se rapportant à un contrôle fiscal approfondi relatif à l'exercice 2019. Au niveau consolidé, en 2025, le résultat net part du groupe s'est hissé de 36,4 % à 287,7 MDt. Le ROE consolidé de 2025 de la banque ressort ainsi à 12 %, fin 2025.

Sur le premier semestre 2026, le secteur bancaire coté a réalisé un bénéfice net individuel agrégé de 879,4 MDt, soit une hausse de 1,5 % par rapport à la première moitié de 2025. Une performance qui a été aidée par la baisse de la pression fiscale.

Sur l'année pleine 2026, nous tablons sur une régression de la masse bénéficiaire du secteur bancaire coté de -2,1 % à 1,5 milliard de dinars sous l'hypothèse prudente d'un coût net du risque agrégé du secteur de 1,4 milliard de dinars. Quant au résultat net part du groupe agrégé des banques cotées, il devrait, selon nos estimations, marquer le pas à 1,7 milliard de dinars. Le ROE moyen agrégé du secteur coté devrait, ainsi, se monter à 12,5 % au titre de l'exercice 2026.

« En 2025, la bonne orientation de l'activité d'exploitation et la maîtrise des coûts opérationnels ont valu à la BT d'absorber l'alourdissement du coût du risque et de maintenir sa dynamique de croissance bénéficiaire »

ROE consolidé par banque (2025 et 2026e)*



* *Hormis ATB et BTE dont les ROE sont négatif en 2025 et en 2026e (selon nos estimations). Il est important aussi de noter que le ROE 2026e de la STB est négatif selon nos prévisions.*

** *À périmètre d'échantillonnage non comparable.*

Sources : états financiers consolidés des banques cotées et compilation & prévisions de TUNISIE VALEURS.

Résultats nets individuels au 30.06.2026 *(en MDt)*

Banque	30/06/2025	30/06/2026	Δ S1 2025-S1 2026
AMEN BANK	130,9	161,9	+23,7 %
ATB	2,6	-27,6	-
ATTIJARI BANK	116,2	123,1	+5,9 %
BH	54,4	5,0	-90,7 %
BIAT	246,1	271,4	+10,3 %
BNA	137,3	156,3	+13,8 %
BT	85,0	95,6	+12,5 %
BTE	-6,8	0,0	-
STB	22,3	9,1	-59,4 %
UBCI	27,4	30,0	+9,7 %
UIB	49,0	52,3	+6,6 %
WIB	2,2	2,2	+1,6 %
Secteur bancaire coté	**866,5**	**879,4**	**+1,5 %**
*Dont banques publiques**	*214,0*	*170,4*	*-20,4 %*
*Dont banques privées**	*659,3*	*708,9*	*+7,5 %*

** Hors BTE, car elle est considérée comme une banque mixte..*

Sources : états financiers intermédiaires du S1 2026 des banques cotées et compilation de TUNISIE VALEURS.

7) La solvabilité : une assise financière renforcée grâce à l'encadrement des dividendes par la BCT

Le secteur bancaire coté a affiché une consolidation générale de sa solvabilité en 2025. En réalité, le secteur a profité de la jonction de plusieurs facteurs favorables :

- Le ralentissement sensible de la production, impliquant une décélération de la croissance des actifs pondérés par les risques ;
- Le niveau appréciable des provisions constituées et la politique de maîtrise des risques mise en place par le management des banques cotées ;
- Les conditions de distribution des dividendes au titre des bénéfices des exercices 2019, 2020, 2021, 2022, 2023 et 2024 imposées par la Banque centrale pour renforcer la capacité de résilience du système bancaire face à la crise de la COVID-19, aux difficultés économiques et aux conséquences des tensions géopolitiques, et à une montée éventuelle des risques et aux nouvelles exigences prudentielles envisagées dans le cadre de la convergence vers les standards internationaux (Bâle III et IFRS).

Selon l'autorité monétaire, le secteur bancaire tunisien a continué la consolidation de son assise financière avec l'amélioration des ratios de solvabilité et Tier 1 pour atteindre respectivement 15,1 % et 12,1 % en décembre 2025 contre 14,4 % et 11,7 % en décembre 2024. Et de préciser que ce résultat est attribuable notamment aux mesures prises par la BCT en matière de distribution des dividendes et de couverture des risques et aux opérations d'augmentation du capital par les banques de la place.

Le renforcement de la base financière des banques affiché sur les dernières années a valu au secteur de confirmer sa capacité à distribuer des dividendes au titre de l'exercice 2025 et ce, conformément à l'autorisation conditionnée de la BCT accordée aux banques et aux établissements financiers dans la circulaire BCT n° 2026-03 du 29 janvier 2026[8].

Ratio de solvabilité globale

Banque	2024	2025	Δ 2024-2025
BNA	23,9 %	22,1 %	▼
AMEN BANK	16,2 %	16,9 %	▲
BT	17,1 %	16,2 %	▼
BIAT	15,4 %	15,8 %	▲
BH	14,6 %	15,8 %	▲
STB	15,2 %	15,7 %	▲
UIB	15,6 %	14,9 %	▼
UBCI	12,5 %	14,6 %	▲
ATTIJARI BANK	12,8 %	13,8 %	▲
WIB	11,8 %	11,7 %	▼
ATB	10,5 %	11,2 %	▲
BTE	-0,3 %	-1,0 %	▼

Sources : rapports annuels de gestion des banques cotées et compilation de TUNISIE VALEURS.

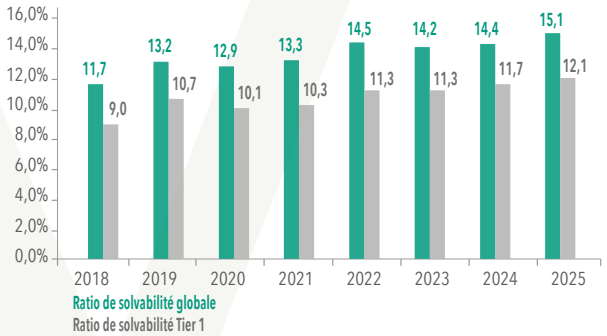
Ratio de solvabilité Tier 1

Banque	2024	2025	Δ 2024-2025
BNA	20,7 %	19,1 %	▼
UIB	14,0 %	13,8 %	▼
BH	12,5 %	13,3 %	▲
AMEN BANK	12,2 %	12,5 %	▲
STB	11,9 %	12,8 %	▲
ATTIJARI BANK	11,2 %	11,3 %	▲
BIAT	10,6 %	10,5 %	▼
WIB	9,7 %	7,8 %	▼
BTE	-0,3 %	-1,0 %	▼
BT	NC	NC	-
UBCI	NC	NC	-
ATB	NC	NC	-

Sources : rapports annuels de gestion des banques cotées et compilation de TUNISIE VALEURS..

« Le renforcement de la base financière des banques affiché sur les dernières années a valu au secteur de confirmer sa capacité à distribuer des dividendes au titre de l'exercice 2025 et ce, conformément à l'autorisation conditionnée de la BCT accordée aux banques et aux établissements financiers dans la circulaire BCT n° 2026-03 du 29 janvier 2026 »

Évolution des ratios de solvabilité moyens du secteur bancaire tunisien (coté & non coté)



Source : BCT.

8 Considérant :

1) Que les banques et les établissements financiers doivent poursuivre des politiques de distribution de dividendes prudentes afin de conserver et consolider des coussins de fonds propres au-dessus des niveaux minimums réglementaires ;

2) La persistance de la conjoncture économique difficile et ses répercussions sur les entreprises et les particuliers ;

3) Et les impératifs du processus de convergence vers les standards bâlois et les normes IFRS ;

La distribution des dividendes au titre de l'exercice 2025, par les banques et les établissements financiers, s'effectue dans les conditions suivantes :

i) Dans la limite de 35 % du bénéfice de l'exercice 2025 pour les banques et les établissements financiers présentant des ratios de solvabilité et Tier 1 arrêtés à fin 2025, après déduction des dividendes à verser, qui dépassent les niveaux minimums réglementaires de 2,5 % au moins ;

ii) Sans limite et après accord préalable de la BCT, pour les banques et les établissements financiers présentant des ratios de solvabilité et Tier 1 arrêtés à fin 2025, après déduction des dividendes à verser, qui dépassent les niveaux minimums réglementaires respectivement de 2,5 % et 3,5 % au moins.

Pour rappel, les minimums réglementaires sont précisés par la circulaire aux banques et aux établissements financiers n° 2018-06 relative aux normes d'adéquation des fonds propres, comme suit :

A) 10 % pour le ratio de solvabilité globale ;

B) 7 % pour le ratio de solvabilité Tier 1.

Sans préjudice des conditions précitées, l'accord préalable de la BCT est requis pour toute distribution de dividendes par les banques et les établissements financiers :

1) Ne respectant pas, à fin 2025, les normes prudentielles d'adéquation des fonds propres prévues par la circulaire n° 2018-06 susvisée (notamment les normes de division et concentration des risques ou d'exposition aux parties liées).

2) Dont l'opinion des commissaires aux comptes relative à leurs états financiers de l'exercice clos le 31 décembre 2025 comporte des réserves et/ou des paragraphes d'observation.

Levier financier (chiffres individuels en MDt)

Banque	Fonds propres avant affectation			Levier financier (Fonds propres/Total actifs)		
	2025	2026	Variation	2025	2026	Variation
AMEN BANK	1 574,0	1 707,4	+8,5 %	13,3 %	13,6 %	▲
ATB	567,7	613,7	+8,1 %	6,8 %	7,6 %	▲
ATTIJARI BANK	1 107,8	1 130,0	+2,0 %	9,1 %	8,2 %	▼
BH	1 352,1	1 373,3	+1,6 %	9,3 %	9,0 %	▼
BIAT	2 226,4	2 367,8	+6,4 %	8,9 %	8,9 %	≈
BNA	2 161,6	2 372,9	+9,8 %	9,6 %	9,5 %	▼
BT	1 411,4	1 507,2	+6,8 %	16,3 %	17,0 %	▲
BTE	38,9	29,1	-25,3 %	2,5 %	1,7 %	▼
STB	1 283,2	1 343,5	+4,7 %	8,6 %	8,7 %	▲
UBCI	548,4	589,3	+7,4 %	10,6 %	10,4 %	▼
UIB	1 006,5	1 078,3	+7,1 %	12,2 %	12,4 %	▲
WIB	177,6	170,7	-3,9 %	10,3 %	8,3 %	▼
Secteur bancaire coté	**13 455,5**	**14 283,1**	**+6,2 %**	**10,0 %**	**9,9 %**	▼
*Dont secteur public**	*4 796,9*	*5 089,7*	*+6,1 %*	*9,2 %*	*9,1 %*	▼
*Dont secteur privé**	*8 619,7*	*9 164,4*	*+6,3 %*	*10,6 %*	*10,6 %*	≈

** Hors BTE, car elle est considérée comme une banque mixte.*

Sources : états financiers des banques cotées et compilation de TUNISIE VALEURS..

Dividendes distribués

Banque	Au titre de l'exercice 2024		Payout (2024)	Au titre de l'exercice 2025		Payout (2025)	Variation 2024-2025
	Montant global en MDt	Dividende par action en Dt		Montant global en MDt	Dividende par action en Dt		
AMEN BANK	115,2	3,300	50,1 %	125,7	3,600	50,6 %	▲
ATB	-	-	0,0 %	-	-	0,0 %	–
ATTIJARI BANK	210,0	5,000	90,4 %	210,0	4,200	90,5 %	▲
BH	19,0	0,400	27,0 %	-	-	0,0 %	▼▼▼
BIAT	244,8	6,000	68,4 %	244,8	6,000	63,5 %	▼
BNA	64,0	1,000	30,0 %	73,6	1,150	26,8 %	▼
BT	94,5	0,350	50,2 %	94,5	0,350	49,7 %	▼
BTE	-	-	0,0 %	-	-	0,0 %	–
STB	-	-	0,0 %	31,1	0,200	47,1 %	▲▲▲
UBCI	25,0	1,250	46,2 %	26,0	1,300	39,5 %	▼
UIB	29,4	0,850	34,3 %	34,6	1,000	34,3 %	-
WIB	-	-	0,0 %	-	-	0,0 %	–
Secteur bancaire coté	**802,0**	**-**	**53,9 %**	**840,2**	**-**	**53,5 %**	▼
*Secteur public**	*83,0*	*-*	*23,9 %*	*104,7*	*-*	*27,5 %*	▲
*Secteur privé**	*718,9*	*-*	*61,6 %*	*735,6*	*-*	*61,3 %*	▼

** Hors BTE, car elle est considérée comme une banque mixte.*

Sources : états financiers & AGO des banques cotées et compilation de TUNISIE VALEURS.

Au titre de l'exercice 2025, le secteur bancaire coté a distribué une enveloppe de dividendes de 840,2 MDt, en hausse de 4,8 % par rapport à l'exercice 2024 et un payout agrégé moyen appréciable de 53,5 %.

En 2024, toutes les banques cotées ont affiché un ratio de solvabilité globale supérieur à l'exigence réglementaire de 10 %, à l'exception de la **BTE**. Malgré l'injection de fonds propres opérée, en septembre 2024 (une levée de 18,7 MDt au prix unitaire de 20 Dt), les ratios de solvabilité de la banque mixte sont négatifs (des ratios de solvabilité globale et Tier 1 de -1 %).

L'augmentation de capital réalisée avec succès en 2019 (pour un montant de 338 MDt dont une levée de 167 MDt) et le renforcement de la capacité bénéficiaire dû à la bonne orientation de l'activité d'exploitation et aux plus-values sur la cession de la participation dans la SFBT (des plus-values de 331,8 MDt réalisées sur la période 2015-2019) ont sensiblement consolidé la base de capital de la BNA. Les ratios de solvabilité globale et Tier 1 ressortent, en 2025, respectivement à 22,1 % et à 19,1 %, soit des niveaux historiquement élevés pour la banque, qui dépassent le double de l'exigence réglementaire. La **BNA** dispose, ainsi, d'une bonne marge de manœuvre pour revigorer sa croissance et repartir à la quête de parts de marché dans les prochaines années. À noter, également, que la BNA a réussi, depuis 2023, à intégrer le club restreint des banques avec des capitaux propres supérieurs à 2 milliards de dinars.

Les résultats de bonne facture de 2025 et la politique prudente de sélection des risques se sont fait ressentir sur les indicateurs de solvabilité d'**AMEN BANK** qui restent dans les standards les plus élevés du secteur bancaire coté. Le ratio Tier 1 et le ratio de solvabilité globale de la banque se sont respectivement établis à 12,5 % (contre 12,2 % en 2024) et à 16,9 % à fin 2025 (contre 16,2 % à l'issue de l'exercice 2024) contre des minima réglementaires de 7 % et de 10 %. Les niveaux de solvabilité confortables ont permis à AMEN BANK de se conformer aux dispositions de la circulaire BCT n°2026-03 du 29 janvier 2026, régissant la distribution des dividendes au titre de l'exercice 2025 par les banques et les établissements financiers, et de décider la distribution d'un dividende par action de 3,600 Dt au titre de l'exercice 2025 (soit un payout de 50,6 % et contre un dividende par action de 3,300 Dt versé au titre de l'exercice 2024).

Vu le renforcement de la capacité bénéficiaire, le niveau appréciable des provisions constituées et l'efficience de la politique de maîtrise des risques, le ratio de solvabilité globale de la **BT** a atteint au 31 décembre 2025 un niveau de 16,2 % (contre 17,1 % au 31 décembre 2024) et ce, pour un minimum réglementaire exigé de 10 % en application des nouvelles dispositions de la circulaire BCT n° 2018-06 du 5 juin 2018 qui stipule des exigences en fonds propres en matière de risque de crédit et risque de contrepartie sur les instruments dérivés, risque opérationnel et risque de marché. En conformité avec la circulaire BCT n°2026-03 du 29 janvier 2026, l'Assemblée Générale Ordinaire du 28 avril 2026 a approuvé la distribution d'un dividende de 0,350 Dt par action, au titre de l'exercice 2025 (soit un payout de 49,7 %).

Soutenue par une capacité bénéficiaire renforcée, des provisions à un niveau satisfaisant et une gestion rigoureuse des risques, la **BIAT** a enregistré au titre de l'exercice 2025 des ratios de solvabilité solides : un ratio de solvabilité globale de 15,8 % au 31 décembre 2025, contre 15,4 % un an plus tôt, largement au-dessus du minimum réglementaire de 10 % et un ratio Tier 1 de 10,5 %, supérieur au seuil réglementaire de 7 %. L'assise financière robuste de la BIAT lui a permis de se conformer aux dispositions de la circulaire BCT n° 2026-03 du 29 janvier 2026, régissant la distribution des dividendes au titre de l'exercice 2025 et de valider lors de l'AGO du 24 avril 2026, la distribution d'un dividende de 6,000 Dt par action au titre de l'exercice 2025, stable par rapport à l'exercice 2024 (soit un payout de 63,5 % parmi les plus élevés du secteur bancaire coté).

La **BH BANK** s'est aussi illustrée sur le front de la solvabilité en 2025. En dépit de la baisse de la rentabilité de la banque (un décrochage du résultat net de 43,5 % à 39,8 MDt), le ratio Tier 1 est passé de 12,5 % en 2024 à 13,3 % en 2025. Le ratio de solvabilité globale a, pour sa part, augmenté de 1,2 point de pourcentage à 15,8 % à fin 2025. L'AGO du 30 avril 2026 de la banque a décidé de ne pas distribuer de dividendes au titre de l'exercice 2025.

En 2026, et malgré la baisse anticipée de la capacité bénéficiaire agrégée du secteur, nous nous attendons à ce que les banques cotées maintiennent leur solvabilité à ses niveaux de 2024 et ce, pour deux principales raisons :

- La persistance de la faiblesse de la dynamique du crédit ;
- La poursuite du retour de l'épargne vers le marché obligataire permettant aux banques de lever des quasi-fonds propres en cas de besoin.

« Au titre de l'exercice 2025, le secteur bancaire coté a distribué une enveloppe de dividendes de 840,2 MDt, en hausse de 4,8 % par rapport à l'exercice 2024 et un payout agrégé moyen appréciable de 53,5 % »

« L'augmentation de capital réalisée avec succès en 2019 et le renforcement de la capacité bénéficiaire dû à la bonne orientation de l'activité d'exploitation et aux plus-values sur la cession de la participation dans la SFBT ont sensiblement consolidé la base de capital de la BNA »

« La BH BANK s'est aussi illustrée sur le front de la solvabilité en 2025, en dépit de la baisse de la rentabilité »

Par ailleurs, pour renforcer la capacité de résilience des banques face à la montée des risques géopolitiques, et considérant la nécessité de couvrir de façon progressive et proactive les besoins en fonds propres en relation avec l'application projetée des standards bâlois et des normes IFRS, nous n'écartons pas la possibilité que l'autorité monétaire pourrait imposer de nouvelles restrictions sur la distribution des dividendes du secteur au titre de l'exercice 2026.

À cette incertitude s'ajoute l'entrée en vigueur depuis le 1er octobre 2026 du mécanisme des microcrédits honorifiques à court terme, sans intérêts ni garanties.

Si cette mesure est de nature à stimuler très légèrement la croissance des encours de crédits à partir de 2026, son impact sur le produit net bancaire des établissements bancaires devrait rester neutre, tout en pesant mécaniquement sur leur capacité de prise de risque et de distribution des résultats, notamment en raison d'un coût du risque potentiellement plus élevé.

L'exercice 2026 sera déterminant pour le secteur bancaire tunisien, qui devra concilier exigences prudentielles renforcées et attentes des investisseurs, tout en préservant sa résilience face aux pressions conjoncturelles : géopolitiques, économiques, monétaires, tarifaires et fiscales.

II. MODÈLE DE *SCORING* : ACTUALISATION DU *BENCHMARKING* BANCAIRE

Étant donné les fondamentaux et les profils de risque différents, nous utilisons la méthode de notation multicritères : méthode de *Scoring* dans notre *Benchmarking* bancaire. Cette approche repose sur plusieurs critères fondamentaux, inhérents à l'activité bancaire :

1) La dynamique commerciale

Nous privilégions les banques qui occupent une position concurrentielle forte et qui adoptent une politique de collecte et de crédit active sans pénaliser leur ratio de transformation réglementaire.

Ce faisant, la dynamique commerciale est mesurée par :

- La part de marché « dépôts » à fin décembre 2025 ;
- La croissance moyenne des crédits neufs : de l'encours des crédits sur la période 2024-2025 ;
- Le ratio de transformation réglementaire (LTD) à fin 2025.

2) Le Produit Net Bancaire (2025)

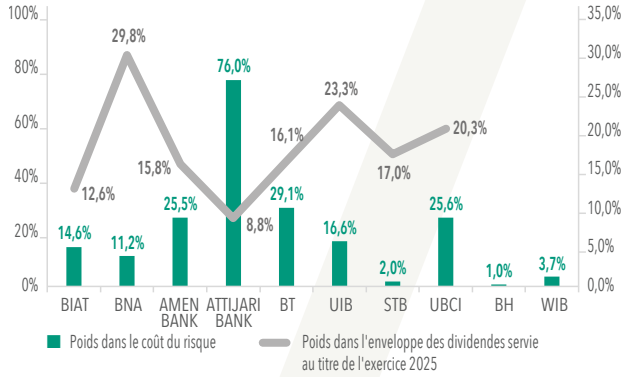
Nous préférons les banques qui affichent la physionomie du PNB la plus favorable au contexte de taux haussiers et la structure de la collecte la plus avantageuse. Ces indicateurs sont appréciés par :

- L'exposition à la marge d'intérêt ;
- Le coût moyen apparent des ressources ;
- Le spread d'intérêt moyen apparent ;
- La part des dépôts à vue dans le total « dépôts ».

Nous préférons, également, les banques avec la plus forte exposition à la marge sur commissions ; un levier de croissance indispensable pour les banques en cette conjoncture hésitante.

Enfin, nous privilégions les banques les moins exposées au segment des particuliers ; segment le plus concerné par les mesures de tarification et d'abattement des intérêts sur les crédits, édictées par la BCT par le passé ou celles éventuellement à venir.

Estimation du poids des crédits honorifiques dans le coût du risque et dans l'enveloppe des dividendes versée par les banques cotées (2025)*



* *Ne tenant pas compte de l'ATB et de la BTE qui ne sont pas concernées par cette mesure en 2026 du moment qu'elles ont dégagé des pertes en 2025.*

Source : simulation de TUNISIE VALEURS.

« Si cette mesure est de nature à stimuler très légèrement la croissance des encours de crédits à partir de 2026, son impact sur le produit net bancaire des établissements bancaires devrait rester neutre, tout en pesant mécaniquement sur leur capacité de prise de risque et de distribution des résultats, notamment en raison d'un coût du risque potentiellement plus élevé »

3) La productivité (2025)

Ce critère est mesuré par le coefficient d'exploitation et par le ratio de couverture de la masse salariale par les commissions nettes.

4) La qualité du portefeuille (2025)

Elle est évaluée par le taux des créances classées et le taux de couverture de ces créances par les provisions.

5) La rentabilité financière (estimations de 2026)

Elle est mesurée par le ROE consolidé pour chaque banque.

6) La solvabilité (2025)

Cet indicateur reflète la solidité financière d'une banque. Elle est approximée par les ratios de solvabilité réglementaires : le ratio de solvabilité globale et le ratio Tier 1.

7) Le ratio du levier (2025)

Le ratio du levier financier représente une mesure non pondérée de la solvabilité bancaire. Bien qu'aucune exigence réglementaire n'ait été encore imposée en matière de levier financier en Tunisie, l'utilisation de cet agrégat fournit une appréciation supplémentaire sur le degré d'adéquation des fonds propres aux emplois d'une banque.

Le numérateur du ratio est constitué par les fonds propres nets. Son dénominateur est le total des actifs.

8) Les ratios de valorisation boursière (estimés pour 2026e)

Notre choix porte sur les ratios du P/E, du P/B et du rendement en dividendes. Pour neutraliser l'impact de la politique de provisionnement sur les fonds propres et remettre les banques sur le même pied d'égalité au niveau de la couverture des créances classées par les provisions, nous avons déterminé un P/B ajusté. Ce dernier se base sur des fonds propres retraités qui sont calculés par référence à un taux de couverture uniforme de 70% pour tout le secteur bancaire coté (70% étant le niveau de couverture des créances classées recommandé par la BCT).

9) La liquidité boursière (sur la période 2025 - 13 octobre 2026)

Elle est mesurée par le taux de rotation moyen des titres (rapport entre le nombre de titres échangés et le nombre de titres composant le flottant du capital social).

Le modèle de *Scoring* construit nous permet, ainsi, d'hiérarchiser les opportunités d'investissement offertes par le marché bancaire, en tenant compte des spécificités de leurs modèles économiques et de leurs orientations stratégiques.

Résultats du modèle de Scoring (1)

Chiffres au 31.12.2025 (sauf indication contraire)	Dynamique commerciale						Arbitrage Activité du crédit / Activité de placement dans les bons d'État		Produit Net Bancaire											
	PdM dépôts		Croissance moyenne crédits 2024-2025		Ratio transformation réglementaire - LTD				Exposition à la marge d'intérêt		Coût moyen apparent des ressources		Spread d'intérêt moyen apparent		Part des dépôts à vue dans le total des dépôts		Capacité génératrice de commissions : part des commissions nettes dans le PNB		Exposition au segment des particuliers dans l'encours des crédits	
	Val.	Rg.	Val.	Rg.	Val.	Rg.	Val.	Rg.	Val.	Rg.	Val.	Rg.	Val.	Rg.	Val.	Rg.	Val.	Rg.	Val.	Rg.
1 BIAT	20,9 %	1	2,4 %	7	77,0 %	1	2,4	11	35,5 %	6	4,1 %	2	4,4 %	5	47,9 %	2	18,0 %	9	30,0 %	7
2 AMEN BANK	8,2 %	6	2,6 %	6	98,7 %	4	5,3	5	24,6 %	4	6,0 %	10	3,8 %	8	28,7 %	9	21,8 %	4	19,1 %	3
3 BT	6,5 %	8	6,3 %	4	108,3 %	6	7,1	3	55,2 %	10	5,5 %	6	4,5 %	4	26,4 %	10	15,8 %	11	22,0 %	5
4 BNA	13,1 %	2	2,7 %	5	NC	9	1,5	12	15,0 %	1	6,8 %	12	4,3 %	6	30,8 %	5	15,6 %	12	13,9 %	1
5 UBCI	3,7 %	10	8,9 %	2	114,5 %	8	3,7	8	52,5 %	9	4,5 %	3	5,0 %	2	54,6 %	1	18,3 %	8	15,0 %	2
6 ATTIJARI BANK	10,7 %	4	0,8 %	8	NC	9	3,1	9	43,9%	7	3,9%	1	5,9%	1	47,1%	3	18,8%	7	NC	10
7 UIB	6,8 %	7	0,0 %	10	97,1 %	3	13,1	2	55,5 %	11	5,3 %	5	4,0 %	7	29,2 %	8	28,8 %	3	51,8 %	9
8 BH	9,4 %	5	0,5 %	9	101,7 %	5	4,4	6	32,2 %	5	5,6 %	7	3,5 %	9	29,6 %	6	19,3 %	6	25,2 %	6
9 WIB	1,4 %	11	20,6 %	1	113,0 %	7	>100	1	67,6 %	12	5,2 %	4	4,8 %	3	32,3 %	4	29,5 %	2	NC	10
10 STB	11,7 %	3	-9,3 %	12	81,6 %	2	2,7	10	20,7 %	2	5,9 %	9	2,8 %	12	25,3 %	11	17,1 %	10	20,2 %	4
11 BTE	1,2 %	12	8,5 %	3	NC	9	4,4	7	23,6 %	3	6,6 %	11	3,2 %	10	16,2 %	12	32,8 %	1	33,4 %	8
12 ATB	6,4 %	9	-0,9 %	11	NC	9	5,8	4	45,3 %	8	5,6 %	8	3,1 %	11	29,4 %	7	20,3 %	5	NC	10
Moy. sectorielle	-	-	**1,1 %**	-	-	-	**3,1**	-	**35,2 %**	-	**5,5 %**	-	**4,0 %**	-	**35,4 %**	-	**19,1 %**	-	-	-

Sources : rapports d'activité annuels des banques cotées et calculs & compilation de TUNISIE VALEURS.

Résultats du modèle de Scoring (2)

Chiffres au 31.12.2025 (sauf indication contraire)	Productivité				Qualité du portefeuille				ROE net part du groupe 2026e		Ratio de solvabilité réglementaire				Ratio du levier		Ratios de valorisation*						Liquidité boursière : Tx rot° période 2025-13.10.2026		Score final
	Coef. d'exploi°		Ratio com/ masse sal		Taux des créances classées		Taux de couverture				Ratio de solva-bilité Tier 1		Ratio de solva-bilité globale				P/B ajusté 2026e		P/E 2026e		Dividend yield 2026e				
	Val.	Rg.	Val.	Rg.	Val.	Rg.	Val.	Rg.	Val.	Rg.	Val.	Rg.	Val.	Rg.	Val.	Rg.	Val.	Rg.	Val.	Rg.	Val.	Rg.	Val.	Rg.	
1 BIAT	44,6%	4	71,6%	3	6,7%	5	80,8%	2	17,5%	2	10,5%	7	15,8%	4	8,9%	7	2,3	10	13,5	6	3,7%	5	14,4%	9	235
2 AMEN BANK	41,1%	3	74,9%	1	8,4%	6	69,1%	5	15,2%	3	12,5%	5	16,9%	2	13,6%	2	1,5	8	9,9	2	4,1%	3	69,7%	1	230
3 BT	33,1%	1	71,2%	4	6,3%	3	82,9%	1	13,6%	4	NC	10	16,2%	3	17,0%	1	1,3	7	10,3	4	4,0%	4	18,1%	11	222
4 BNA	37,3%	2	61,6%	6	21,4%	11	57,5%	9	11,2%	5	19,1%	1	22,1%	1	9,5%	5	0,6	2	4,4	1	5,8%	1	64,6%	8	215
5 UBCI	68,3%	9	43,2%	11	5,0%	2	73,2%	4	11,1%	6	NC	10	14,6%	8	10,4%	4	1,1	5	10,2	3	3,3%	6	18,3%	12	206
6 ATTIJARI BANK	51,7%	7	51,4%	8	4,5%	1	44,6%	11	18,0%	1	11,3%	6	13,8%	9	8,2%	10	3,4	12	17,1	7	5,5%	2	29,1%	5	204
7 UIB	53,9%	8	73,4%	2	9,1%	7	75,2%	3	9,0%	7	13,8%	2	14,9%	7	12,4%	3	1,0	4	11,7	5	3,0%	7	51,4%	2	200
8 BH	45,4%	5	64,5%	5	20,6%	9	59,6%	8	1,8%	9	13,3%	3	15,8%	5	9,0%	6	0,5	1	21,8	8	0,0%	8	20,4%	10	175
9 WIB	71,2%	10	61,3%	7	6,6%	4	45,9%	10	5,8%	8	7,8%	8	11,7%	10	8,3%	9	1,6	9	22,9	9	0,0%	8	7,1%	4	159
10 STB	50,4%	6	50,3%	10	27,6%	12	44,4%	12	Négatif	10	12,8%	4	15,7%	6	8,7%	8	1,2	6	n.s	10	0,0%	8	44,9%	6	120
11 BTE	99,0%	12	51,2%	9	20,8%	10	66,3%	6	Négatif	12	-1,0%	9	-1,0%	12	1,7%	12	2,8	11	n.s	10	0,0%	8	49,6%	7	94
12 ATB	78,7%	11	41,7%	12	17,7%	8	64,4%	7	Négatif	11	NC	10	11,2%	11	7,6%	11	0,9	3	n.s	10	0,0%	8	51,8%	3	93
Moy. sectorielle	**48,1%**	**-**	**61,0%**	**-**	**13,9%**	**-**	**59,5%**	**-**	**12,5%**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**9,9%**		**1,5**	**-**	**11,4**	**-**	**3,8%**	**-**	**32,0%**	**-**	**179**

** Ratios calculés sur la base des cours boursiers au 13 octobre 2026.*

Sources : rapports d'activité annuels des banques cotées et compilation & calculs de TUNISIE VALEURS.

III. VALORISATION ET OPINIONS DE TUNISIE VALEURS : QUAND LES FONDAMENTAUX REPRENNENT LES COMMANDES

Les résultats donnés par l'analyse *Scoring* nous permettent de classer les valeurs bancaires comme suit :

1) Les *Blue Chips* :

Les banques les plus réactives et les rigoureuses de la place qui affichent une collecte «bon marché» et les ratios prudentiels les plus solides. Ces dernières sont le plus à même de surmonter les défis conjoncturels et réglementaires. Ces banques sont aussi les plus outillées pour la transition vers les normes de Bâle III et la migration vers les normes IFRS. Avec des fondamentaux qui se distinguent nettement de la concurrence, la **BIAT**, **AMEN BANK** et la **BT** devraient continuer à profiter d'un mouvement de «*Flight-To-Safety*».

2) Les bonnes valeurs :

Les banques qui affichent des leviers de rentabilité partiellement exploités et des valorisations qui reflètent leur fondamentaux actuels et les risques conjoncturels à court terme. Cette catégorie de banques inclut la **BNA**, l'**UBCI** et **ATTIJARI BANK**.

3) Les valeurs sous surveillance :

Nous suivrons de plus près les titres **UIB**, **BH BANK** et **WIFAK INTERNATIONAL BANK**. Ces valeurs méritent un détour dans l'attente d'un ajustement technique, d'un rebond au niveau de la rentabilité et d'une amélioration de la qualité des résultats.

4) Les valeurs à alléger :

Les banques qui présentent un profil de risque plus élevé que la concurrence. Nous préférons réduire notre exposition à ces valeurs en attendant des jours meilleurs. Cette catégorie de valeurs regroupe les actions **STB**, **BTE** et **ATB**.

Dans un environnement complexe et fluctuant, la sélection des valeurs bancaires les plus solides devient cruciale. Nous continuons à recommander la sous-pondération du secteur bancaire dans les portefeuilles «Actions» (une allocation cible de 30% dans notre portefeuille type contre un poids de 58,3% du secteur bancaire dans le TUNINDEX). Les établissements tels que la **BIAT**, **AMEN BANK** et **ATTIJARI BANK** apparaissent comme les mieux armés pour naviguer à travers les changements, grâce à leur solidité financière, leur prudence stratégique et leur capacité d'adaptation.

« Dans un environnement complexe et fluctuant, la sélection des valeurs bancaires les plus solides devient cruciale. Nous continuons à recommander la sous-pondération du secteur bancaire dans les portefeuilles «Actions» (une allocation cible de 30% dans notre portefeuille type contre un poids de 58% du secteur bancaire dans le TUNINDEX) »

Récapitulatif des banques cotées

Valeur	Capitalisation (en MDt)	P/E 2026e	P/B ajusté 2026e	Dividend yield 2026e	Performance 2026
Chiffres au 13.10.2026					
BIAT	6691	13,5 x	2,3 x	3,7 %	+53,2 %

Points forts/Opportunités

- Une capacité inégalée à collecter les ressources "bon marché" qui vaut à la banque d'afficher un coût des ressources et un spread d'intérêt parmi les plus appréciables du secteur.
- Une position commerciale confortable qui dote la banque d'une croissance structurellement élevée par rapport à la concurrence et d'une capacité à absorber les chocs externes.
- Une bonne diversification du portefeuille de crédits avec une faible présence sur le secteur du tourisme (moins de 5 % des engagements, selon nos estimations).
- Un portefeuille de créances parmi les plus sains du secteur bancaire coté avec un taux des créances classées parmi les plus faibles et un taux de couverture des plus élevés de la place.
- Avec une marge de flexibilité de 43 points de pourcentage au niveau du ratio de transformation LTD (Crédits/Dépôts), par rapport à l'exigence réglementaire (de 120 %), fin 2025, la BIAT pourrait facilement revigorer sa croissance sur les crédits dans les prochaines années sitôt que la demande de financement retrouvera des couleurs.
- Des ratios de solvabilité solides qui permettraient à la banque de faire face aux défis conjoncturels et réglementaires et de maintenir une politique généreuse de dividendes.
- Une banque responsable engagée dans une démarche RSE avant-gardiste à travers notamment le soutien continu des actions de sa fondation BIAT et de son incubateur B@LABS.

Points faibles/Menaces

- La banque pourrait poursuivre ses efforts de couverture des créances classées dans les prochaines années si la conjoncture économique et le profil payeur de ses clients se dégradent. Ce constat conditionnera la rentabilité future de la banque.

Recommandation

UN LEADERSHIP CONFIRMÉ

- Les résultats 2025 de la BIAT confirment une nouvelle fois la solidité de la première banque en Tunisie. Dans un environnement économique marqué par des tensions géo-politiques et géoéconomiques persistantes, la banque continue de surperformer le secteur grâce à la résilience de son activité intrinsèque. La BIAT poursuit sereinement l'accompagnement de ses clients, son engagement dans le financement de l'économie nationale et son soutien constant aux initiatives de l'État tunisien, tout en maintenant un pilotage optimal de ses *challenges*. Grâce à une gestion rigoureuse des risques et à une gouvernance saine et éclairée, la banque a su maintenir une trajectoire de croissance rentable, durable et conforme aux meilleures pratiques prudentielles.
- La BIAT a affiché au 30 juin 2026 des résultats fort encourageants, portés par une croissance solide des dépôts et des crédits et une rentabilité maîtrisée. À mi-parcours, les performances enregistrées et la dynamique engagée laissent ainsi entrevoir un millésime 2026 prometteur pour le leader du secteur bancaire en Tunisie. La BIAT continue à battre des records en matière de collecte. Malgré le contexte économique compétitif, la banque a vu son encours des dépôts augmenter de 3,3 % sur le S1 2026, pulvérisant un nouveau record de 23 milliards de dinars. La BIAT a démarré l'année 2026 sur des bases solides sur le front des crédits. Contribuant activement au financement de l'économie et pleinement engagée à l'accompagnement de ses clients, la banque a cumulé sur les six premiers mois de l'année une croissance de son encours des crédits de 1,3 % à 13,2 milliards de dinars. La première banque en Tunisie confirme alors son profil de croissance supérieur à la concurrence (une croissance moyenne de l'encours des crédits agrégé des banques cotées de 0,4 % sur le S1 2026). La banque a annoncé, le 22 juillet dernier, la finalisation avec succès d'un financement syndiqué d'un montant global de 90 MDt au profit de ADVANS TUNISIE, acteur majeur de la microfinance en Tunisie. Cette opération, structurée et coordonnée par la BIAT en qualité de chef de file et arrangeur, a permis de réunir un pool bancaire composé des banques partenaires QNB, ATB et AMEN BANK. En qualité de chef de file et arrangeur de cette opération syndiquée, la BIAT confirme son engagement en faveur de l'inclusion financière et réaffirme sa volonté d'accompagner les institutions qui contribuent activement à une croissance économique inclusive et durable. La première moitié de 2026 a été aussi fructueuse pour la BIAT du côté de la génération du PNB. La banque y a réalisé une croissance de ses revenus nets de 1,9 %, crevant le plafond de 800 MDt. La BIAT a pu, en effet, surmonter la mauvaise orientation de la marge d'intérêt (-9,5 % à 258,4 MDt) grâce à la bonne tenue des commissions nettes (+7,7 % à 144,9 MDt) et à la progression soutenue des autres revenus (+8,5 % à 399,5 MDt au niveau des revenus du portefeuille-titres commercial et d'investissement et des opérations financières). Il convient de souligner que le repli de la marge d'intérêt a constitué une tendance de fond pour la quasi-totalité des banques cotées sur le S1 2026. La marge d'intérêt agrégée du secteur bancaire coté a reculé de 8,6 % sur les six premiers mois de l'année. La BIAT a bouclé le S1 2026 sur une note positive du côté de la rentabilité nette, le *Bottom Line* de la banque s'étant apprécié de 10,3 % à 271,4 MDt. Outre la bonne orientation de l'activité d'exploitation, cette performance a profité de la baisse marquée des dotations aux provisions sur les créances, de 62 %, à 17,9 MDt sur le S1 2026.

Valeur	Capitalisation (en MDt)	P/E 2026e	P/B ajusté 2026e	Dividend yield 2026e	Performance 2026

Recommandation

- Au 30 septembre 2026, le leader du secteur bancaire a accéléré sa croissance comparativement aux six premiers mois de l'année : une progression cumulée du PNB de 3,4 % à 1236,1 MDt, au terme des trois premiers trimestres de 2026.
- Dans les prochaines années, la banque entend consolider ses performances à travers plusieurs leviers : optimisation de la collecte de dépôts, suivi renforcé des risques, gestion proactive de la liquidité et amélioration de la gestion de la trésorerie, dans le strict respect des exigences réglementaires. En parallèle, elle continuera d'investir dans le développement des compétences de ses ressources humaines, la modernisation de son système d'information ainsi que dans la rénovation de son réseau d'agences. La transformation digitale, la gouvernance orientée données et l'excellence opérationnelle constituent désormais des axes stratégiques majeurs. Ils devraient permettre à la banque de mieux anticiper les évolutions du marché et de renforcer sa position d'acteur de référence, alliant innovation et résilience.
- Le secteur bancaire est confronté à une avalanche d'évolutions réglementaires : nouvelle loi no 41-2024 relative aux chèques, circulaire BCT n° 2026-4 encadrant les importations non prioritaires, renforcement des normes de solvabilité, montée en charge des exigences de liquidité et migration future vers les normes comptables internationales (normes IFRS). Avec sa bonne qualité de management, sa gouvernance solide et sa capacité à relever les défis de la concurrence et à absorber les chocs externes, la BIAT est bien armée.
- L'action de la banque n° 1 en Tunisie continue d'avoir le vent en poupe, affichant une performance positive pour la sixième année de suite. Le parcours du titre a profité des publications rassurantes de la banque et de l'engouement du marché pour les valeurs financières, en général, et bancaires, en particulier en raison du contexte de taux élevés qui a prévalu sur les dernières années. Malgré son parcours brillant en bourse sur les années passées, la BIAT affiche des niveaux de valorisation encore attractifs qui intègrent les *challenges* conjoncturels et réglementaires et sous-estiment les qualités fondamentales de la banque en termes de résilience du modèle d'affaires.

- Vu l'appartenance de TUNISIE VALEURS au Groupe BIAT, nous nous abstenons d'émettre une opinion sur la valeur.

Valeur	Capitalisation (en MDt)	P/E 2026e	P/B ajusté 2026e	Dividend yield 2026e	Performance 2026
Chiffres au 13.10.2026					
AMEN BANK	3037	9,9 x	1,5 x	4,1 %	+81,2 %

Points forts/Opportunités

- Après des années de course aux parts de marché, AMEN BANK change de priorités, focalisant ses efforts sur le rééquilibrage de son bilan : rationalisation des octrois de crédits et désengagement des ressources chères. D'ailleurs, le programme de transformation «*NEXT*» lancé depuis 2019 a permis à la banque de réaliser un rééquilibrage de l'activité commerciale entre le *Corporate* et le *Retail*, qui place le client au centre des préoccupations à travers des dispositifs de prise en charge et offres différenciées et des canaux de distribution adaptés aux différents segments de la clientèle.
- Les bienfaits de la stratégie de rationalisation des octrois des crédits suivie sur les dernières années sont perceptibles au niveau de la structure des engagements de la banque. AMEN BANK continue à faire pression à la baisse sur ses expositions aux secteurs du tourisme et de la promotion immobilière.
- La productivité reste l'atout majeur d'AMEN BANK. La banque affiche un coefficient d'exploitation parmi les plus faibles du secteur (41,1 %, fin 2025, contre une moyenne sectorielle de 48,1 %) et le ratio de couverture de la masse salariale par les commissions nettes le plus élevé du secteur bancaire coté (74,9 %, fin 2025).
- Avec des niveaux de solvabilité confortables (un ratio de solvabilité globale de 16,9 % et un ratio Tier 1 de 12,5 %), AMEN BANK est bien outillée pour consolider sa position concurrentielle dans le secteur.
- Un ratio de transformation réglementaire (Crédits/Dépôts) confortable qui affiche une marge de flexibilité de 21,3 points de pourcentage par rapport à la norme réglementaire, en 2025.
- L'appartenance de la banque au groupe PGI, un groupe solide et diversifié, lui apporte le soutien capitalistique nécessaire et lui permet d'alimenter sa croissance.
- AMEN BANK se positionne comme un acteur majeur dans le financement de la transition énergétique de la Tunisie. Elle est fermement engagée à soutenir les initiatives visant à promouvoir les énergies renouvelables et à améliorer l'efficacité énergétique dans le pays. La banque offre des solutions de financement flexibles et adaptées aux besoins des entreprises souhaitant investir dans des projets verts.

Points faibles/Menaces

- Une structure des ressources qui se compare défavorablement aux majors du secteur bancaire coté. Ce qui pénalise le coût des ressources de la banque. Ce dernier se monte à 6 %, selon nos estimations (à fin 2025) contre une moyenne sectorielle de 5,5 %.

Recommandation

CROISSANCE, RIGUEUR ET REVALORISATION AU MENU DE L'ANNÉE

- L'année 2025 s'est avérée fructueuse à tous les niveaux pour AMEN BANK. Le bras financier du groupe PGI y a pu confirmer son dynamisme et sa résilience face à un contexte économique difficile marqué par les répercussions des tensions géopolitiques mondiales sur l'économie nationale. En 2025, l'activité d'exploitation a été bien orientée et la rentabilité a été consolidée. Malgré les pressions inflationnistes et les exigences supplémentaires en fonds propres, la banque continue à montrer l'exemple en matière de productivité et de solvabilité.
- Tous les indicateurs sont au vert pour AMEN BANK au terme du premier semestre 2026. Les états financiers intermédiaires de la banque au 30 juin 2026 confirment la poursuite de l'amélioration de ses fondamentaux ainsi qu'une solide croissance bénéficiaire, laissant entrevoir de bonnes perspectives en matière de rémunération des actionnaires. Dans la continuité de 2025, l'activité de mobilisation des ressources continue d'avoir le vent en poupe pour le bras bancaire du groupe PGI sur le S1 2026. L'encours des dépôts de la banque a inscrit une hausse de 7 %, s'établissant à 9,3 milliards de dinars. Nonobstant la conjoncture compétitive, l'activité du crédit s'est bien défendue pour AMEN BANK. Le volume des engagements de la banque a augmenté timidement de 0,5 % (sur le S1 2026) à 7,6 milliards de dinars ; une évolution en ligne avec la moyenne du secteur bancaire coté. AMEN BANK a confirmé son rôle de partenaire financier de référence en arrangeant et coordonnant avec succès un financement bancaire syndiqué de 160 MDt au profit d'ENDA TAMWEEL, en partenariat avec la BIAT, l'ATB et la BTK. Cette opération d'envergure contribue à renforcer les capacités de financement d'ENDA TAMWEEL afin de soutenir le développement de la microfinance, favoriser l'inclusion financière et accompagner des milliers de micro-entrepreneurs, notamment les jeunes, les femmes et les populations des régions défavorisées, tout en réaffirmant l'engagement d'AMEN BANK en faveur d'une croissance économique durable et inclusive. L'année 2026 a démarré à toute vitesse pour AMEN BANK du côté de la génération de PNB. Les revenus nets du bras bancaire du groupe PGI ont atteint 362,4 MDt au 30 juin 2026, soit un rebond spectaculaire de 17,7 % par rapport au 30 juin 2025. La régression de la marge d'intérêt (-4,8 % à 67,9 MDt) a été neutralisée par la résistance des commissions nettes (+3 % à 64,8 MDt) et surtout par la croissance remarquable des autres revenus (+32,2 % à 229,8 MDt en ce qui touche les revenus du portefeuille-titres commercial et d'investissement et des opérations financières). Sur le front des risques, la banque poursuit l'assainissement de son portefeuille de crédits tout en renforçant la couverture de ses créances. Elle a ainsi consacré sur le S1 2026 une enveloppe de 57,8 MDt aux provisions sur créances, en hausse de 10,8 % sur un an. Cette politique de prudence s'accompagne parallèlement d'une amélioration de la qualité des actifs : le taux des créances classées s'est établi à 8,7 % au 30 juin 2026, en baisse de 1,3 point de pourcentage par rapport au 30 juin 2025. Autre signal positif, le taux de couverture des créances classées par les provisions s'est nettement renforcé, atteignant 72,2 %, contre 69,1 % au terme de l'exercice 2025. Cette évolution traduit à la fois la poursuite de l'effort de provisionnement et une meilleure capacité de la banque à absorber les risques liés à son portefeuille de crédits. Somme toute, AMEN BANK a dégagé au terme de la première moitié de 2026 un résultat net de 161,9 MDt, soit une croissance remarquable de 23,7 % par rapport au 30 juin 2025.

Valeur	Capitalisation (en MDt)	P/E 2026e	P/B ajusté 2026e	Dividend yield 2026e	Performance 2026

Recommandation

- Le PNB d'AMEN BANK a atteint 512,4 MDt à fin septembre 2026 contre 443,2 MDt pour la même période de 2025, soit une hausse soutenue de 15,6 %.
- Le titre AMEN BANK a entamé depuis l'année 2021 une longue ascension. Les réalisations financières satisfaisantes de la banque, la mise en place d'un programme d'augmentation de capital par incorporation de réserves (qui s'étale sur la période 2023 (selon une parité d'attribution de 1 action nouvelle gratuite pour 7 anciennes avec une jouissance en dividendes à partir du 1er janvier 2023) – 2024 (selon une parité d'attribution de 2 actions nouvelles gratuites pour 13 anciennes avec une jouissance en dividendes à partir du 1er janvier 2024)) et le relèvement des dividendes ont été salués par les investisseurs en bourse. Ce programme d'attribution d'actions gratuites a non seulement stimulé l'intérêt des investisseurs pour le titre, mais il a également renforcé sa liquidité boursière.
- Le bilan des dernières années nous conforte dans la capacité de la banque à résister à la conjoncture exigeante. Récolant les fruits de sa stratégie de rééquilibrage du bilan et de son programme de transformation NEXT, la banque affiche : une activité d'exploitation bien orientée, une amélioration substantielle de la rentabilité et des marges, une meilleure maîtrise des charges et des risques et une courbe décroissante des expositions aux secteurs du tourisme et de la promotion immobilière. Le niveau de solvabilité appréciable dont jouit AMEN BANK sera l'atout majeur de la banque dans les années à venir. Il lui permettrait de s'accommoder avec agilité des nouveautés réglementaires et de repartir rapidement à la quête de la croissance dès les premiers signes de reprise économique.
- AMEN BANK devrait être valorisée comme la moyenne du secteur bancaire en Tunisie. Elle présente actuellement une valorisation intéressante dans l'absolu. Les multiples actuels de la banque ne reflètent pas l'amélioration sensible de son profil de risque sur les dernières années et le rapprochement de ses fondamentaux des meilleurs élèves du secteur bancaire tunisien. L'alignement des multiples de valorisation d'AMEN BANK à ceux des majors du secteur bancaire privé laisse entrevoir encore un potentiel de réévaluation du titre par le marché. Par ailleurs, la gestion rigoureuse de la banque (maîtrise des charges) et sa solidité bilancielle (maîtrise des risques) suggèrent à notre avis, une poursuite de la rémunération généreuse des actionnaires dans les prochaines années.
- Depuis 2019, AMEN BANK a réussi à franchir de nombreuses marches et affirmer sa place dans le paysage bancaire tunisien. Mais, le potentiel d'amélioration du profil du risque et de redressement des fondamentaux est encore là et l'*Upside* boursier aussi : renforcement de la productivité grâce à la digitalisation, assainissement du portefeuille et optimisation du coût des ressources… sont autant de niches de rentabilité et de dossiers sur lesquels travaille activement le management de la banque et qui devraient aiguiser davantage l'appétit des investisseurs pour le titre. L'augmentation de l'enveloppe des dividendes servis aux actionnaires sur les dernières années concomitamment avec la mise en place d'un programme d'attribution d'actions gratuites, témoigne de la confiance des dirigeants dans les perspectives à moyen terme de la banque et dans leur volonté de rémunérer généreusement les actionnaires. Bref, le bras financier du groupe PGI a tous les atouts fondamentaux pour jouer son rôle dans les «*Big Caps*» bancaires.
- **Nous réitérons notre recommandation à l'Achat sur AMEN BANK.**

Valeur	Capitalisation (en MDt)	P/E 2026e	P/B ajusté 2026e	Dividend yield 2026e	Performance 2026
Chiffres au 13.10.2026					
BT	2336	10,3 x	1,3 x	4 %	+40,6 %

Points forts/Opportunités

- Un adossement à un groupe bancaire d'envergure internationale : le groupe CIC.
- Malgré une politique de rémunération parmi les plus attractives du marché (adoption de la politique d'intéressement), la BT demeure une véritable référence en termes de productivité avec un coefficient d'exploitation de 33,1 %, le plus faible du secteur bancaire coté, fin 2025.
- Une stratégie de développement qui a de tout temps joué la carte de la prudence, privilégiant la qualité aux volumes.
- Une qualité d'actifs à la pointe du secteur bancaire tunisien : un faible taux des créances classées (6,3 %) et un taux de couverture desdites créances par les provisions le plus élevé du secteur bancaire coté (82,9 %), fin 2025.
- Une assise financière parmi les plus solides du secteur coté (un ratio de solvabilité globale de 16,2 %, fin 2025).
- Un ratio de transformation réglementaire (Crédits/Dépôts) – LTD- appréciable (108,3 % fin 2025), laissant une marge de manœuvre pour la banque pour revigorer sa production dans les prochaines années.

Points faibles/Menaces

- Une banque de taille moyenne, classée 8e dans le palmarès des dépôts et 7e dans le palmarès des crédits du secteur bancaire coté, fin 2025.
- Un réseau d'agences moins développé, comparativement à ses pairs de taille comparable (124 agences pour la BT Vs 147 pour l'UIB et 145 pour AMEN BANK, fin 2025).
- Une faible contribution des commissions nettes à la génération du PNB (une proportion de 15,8 % à fin 2025) comparativement aux standards du secteur bancaire coté (une contribution moyenne de 19,1 % fin 2025).

Recommandation

UNE EXPANSION PÉRENNE

- 2025 a été une année performante pour la BT tant sur le plan de la croissance des revenus et de la rentabilité qu'au niveau de la consolidation et la maîtrise des fondamentaux et des ratios réglementaires. La banque a, également, progressé dans le déploiement de ses projets stratégiques, notamment la réorganisation de son dispositif commercial dans le cadre d'une croissance plus saine et durable. L'année 2025 a également été marquée par l'aboutissement d'un projet structurant pour l'avenir de la banque : la migration vers le nouveau *Core Banking System*, baptisé «*Amplitude*». Ce chantier, mené avec succès, constitue un tournant majeur dans l'histoire de la BT. Il lui permettrait de renforcer l'intégration de ses processus et dote la banque d'une base technologique solide, capable d'accompagner durablement l'évolution de ses métiers et les attentes de sa clientèle.
- La BT a publié, au titre du premier semestre 2026, des résultats d'excellente facture, confirmant la poursuite de sa trajectoire de croissance rentable et saine. Sur le premier semestre 2026, la BT a témoigné d'une légère baisse de son encours des dépôts (-2,2 % à 6,8 milliards de dinars). Cette décollecte, plus voulue que subie, s'inscrit dans une politique commerciale plus sélective qui vise à optimiser la structure des dépôts de la banque. En effet, sur le S1 2026, la BT s'est partiellement désengagée des dépôts onéreux (-11,9 % à 2,4 milliards de dinars en ce qui concerne les dépôts à terme) au profit des ressources faiblement rémunérées (+4 % à 1,9 milliard de dinars au niveau des dépôts à vue et +3,9 % à 2,5 milliards de dinars en ce qui touche les dépôts d'épargne). Cette stratégie de restructuration des dépôts est compréhensible dans la configuration actuelle d'abondance de la liquidité bancaire et de morosité de l'activité du crédit. Cette démarche volontariste permet, en effet, de soulager les pressions sur le spread d'intérêt de la banque. S'alignant sur la tendance sectorielle, l'activité du crédit a fait du surplace pour la BT au terme du premier semestre 2026. Le volume des engagements de la banque s'est stabilisé à 6,6 milliards de dinars. Dans un contexte de rareté des bons risques et après une année 2025 dynamique en matière de production, la banque semble jouer la carte de la prudence et de la sélectivité, limitant vraisemblablement la distribution du crédit au renouvellement des financements existants. Sur le volet des risques, la filiale du groupe CIC poursuit l'amélioration de la qualité de son portefeuille, grâce à une meilleure sélectivité dans l'octroi des crédits et à l'intensification de ses efforts de recouvrement. À fin juin 2026, la BT affiche ainsi un taux de créances classées de 6,5 %, contre 7,3 % une année auparavant. Parallèlement, le taux de couverture des créances classées par les provisions demeure parmi les meilleurs standards du secteur bancaire coté, à 85,7 % à l'issue du S1 2026, contre 82,1 % au S1 2025. Sur la première moitié de 2026, la BT a réussi à garder le cap de la croissance du côté du PNB, voyant ses revenus nets augmenter de 11,8 % à 292,1 MDt à l'issue du S1 2026. Malgré la quasi-stagnation des commissions nettes aux alentours de 41 MDt, la banque adossée au groupe CIC a témoigné d'une activité bancaire classique bien portante (hausse vigoureuse de la marge d'intérêt de 18,5 % à 166,7 MDt) et d'une bonne orientation de ses activités de marché (augmentation des autres revenus de 6,4 % à 84,5 MDt). À contre-courant de la tendance sectorielle, l'activité d'intermédiation classique reste majoritaire dans le PNB de la banque (une part de 57,1 % du PNB provenant de la marge d'intérêt pour la BT contre un poids moyen de la marge d'intérêt dans le PNB de 30,9 % pour le secteur bancaire coté sur le S1 2026). La bonne orientation de la rentabilité d'exploitation, conjuguée à un allégement du coût du risque de 13,4 % par rapport au S1 2025, à 29,3 MDt, a permis à la banque d'afficher une solide progression de ses bénéfices sur la première moitié de l'année. Le *Bottom Line* ressort ainsi en croissance de 12,5 %, à 95,6 MDt. Cette performance aurait pu être encore plus soutenue sans l'alourdissement de la pression fiscale. La charge de l'IS a en effet progressé de 34,5 %, pour atteindre 60,4 MDt, au terme du S1 2026, limitant mécaniquement la progression du résultat net.

Valeur	Capitalisation (en MDt)	P/E 2026e	P/B ajusté 2026e	Dividend yield 2026e	Performance 2026

Recommandation

- D'après les indicateurs d'activité au 30 septembre 2026 de la BT, Le PNB de la banque s'est élevé à 423,5 MDt, au terme des neuf premiers mois de 2026, contre 383,4 MDt à fin septembre 2025, soit une progression de 10,5%. Cette évolution a bénéficié de la progression des produits d'exploitation bancaire et de la baisse concomitante des charges d'exploitation bancaire.
- Si depuis des années, la banque a réussi à imposer sa rigueur comme exemple, elle était cependant plutôt timide au niveau de sa croissance. Aujourd'hui, la BT prend conscience de son potentiel et se veut plus agressive sur le marché. Pour les prochaines années, la banque est déterminée à amorcer une nouvelle étape de son développement pleine d'ambitions et portée par un projet d'entreprise, qui fera de l'efficacité opérationnelle, la transformation digitale et la solidité de ses fondamentaux les leviers essentiels d'une croissance profitable, saine et conforme.
- Après avoir marqué un répit en 2024, le titre BT a nettement accéléré son rebond sur la période 2025-2026. Les investisseurs continuent d'apprécier la résilience des bénéfices et le maintien d'une politique généreuse de dividende, malgré les restrictions imposées par la BCT sur la distribution des dividendes par les banques et les établissements financiers sur les dernières années.
- Quatrième plus importante capitalisation du secteur bancaire coté (une capitalisation boursière de 2,3 milliards de dinars), la banque affiche une valorisation intéressante par rapport à la moyenne du marché bancaire.
- La BT est une banque suffisamment armée pour s'accommoder avec les contraintes de son environnement opérationnel. La banque devrait, dans les prochaines années, capitaliser sur ses atouts pour surmonter les défis commerciaux et le durcissement du cadre réglementaire pour les banques : une assise financière solide et un niveau de solvabilité des plus confortables du secteur, une productivité à la pointe de la place, une politique de crédit historiquement sélective et une bonne discipline prudentielle.
- **Nous recommandons l'Achat du titre BT.**

Valeur	Capitalisation (en MDt)	P/E 2026e	P/B ajusté 2026e	Dividend yield 2026e	Performance 2026
Chiffres au 13.10.2026					
BNA	1280	4,4 x	0,6 x	5,8%	+75,3%

Points forts/Opportunités

- Un niveau de solvabilité dans les standards les plus hauts du secteur.
- Contrairement à son nom, la BNA est présente dans tous les secteurs clés de l'économie. Elle affiche aujourd'hui une exposition inférieure à 15% au secteur agricole, selon nos estimations.

Points faibles/Menaces

- Avec un taux des créances classées de 21,4%, en 2025, et un taux de couverture de 57,5, la qualité du portefeuille de la BNA reste fragile. L'effet de dilution créé par les nouveaux crédits nets produits sur les dernières années (6,2 milliards de dinars distribués sur la période 2019-2025) a été limité et l'effort de provisionnement déployé reste en deçà des attentes. Il découle de ce qui précède que la BNA devrait davantage sacrifier ses bénéfices dans les prochaines années pour couvrir ses risques et converger vers le seuil de couverture recommandé par la BCT (70%).
- Une exposition élevée aux organismes et entreprises publics dont des entités en difficulté (comme l'OFFICE DES CÉRÉALES, l'ETAP, la TRANSTU, l'OTD, l'ONH et la société EL FOULEDH).

Recommandation

DES AMBITIONS ET DES DÉFIS

- Première banque du secteur public, la BNA a affiché en 2025 un bilan globalement positif. La première banque étatique a témoigné d'une nette accélération de la croissance de son PNB grâce à une orientation accrue vers les activités du portefeuille. Ce dernier s'est hissé de 11,4% à 1,1 milliard de dinars, contre un léger effritement l'année précédente. Grâce à la bonne orientation des revenus nets et en dépit de dotations aux provisions globales révisées à la hausse, la banque a pu faire face à l'alourdissement de la pression fiscale et dégager un bénéfice net de 274,5 MDt, en hausse annuelle de 28,5%. En effet, le résultat net de 2024 a été pénalisé par la constatation d'un redressement fiscal ayant impacté négativement les capitaux propres de la banque pour un montant de 41,2 MDt, se rapportant à un contrôle fiscal approfondi relatif à l'exercice 2019.
- L'année 2026 s'annonce sous de bons auspices pour la BNA. C'est ce qui ressort de l'analyse de ses comptes au 30 juin 2026. La collecte de la banque continue de faire preuve de dynamisme (une hausse de l'encours des dépôts de 10,6% à 15,4 milliards de dinars sur le S1 2026), tandis que l'activité du crédit est presque restée au point mort (une croissance molle de l'encours des crédits de 0,1% à 14,5 milliards de dinars). La qualité du portefeuille de la banque s'est bien défendue sur le premier semestre 2026 par rapport au S1 2025, mais elle demeure sous surveillance (un taux des créances classées passant de 22,5% au terme du S1 2025 à 21,5% au 30 juin 2026 et un taux de couverture revenant de 56,4% au 30 juin 2025 à 59,4%, une année plus tard). Sur le S1 2026, ce n'est que grâce à la bonne croissance des autres revenus (+12,7% à 416,1 MDt) que la BNA est parvenue à maintenir son élan positif sur le front du PNB (une progression du PNB de 4,3% à 560,1 MDt), dans un contexte de pressions sur l'activité bancaire classique (retrait de la marge d'intérêt de 22,5% à 65,2 MDt) et sur les commissions nettes (-5,8% à 78,8 MDt). L'amélioration de la rentabilité opérationnelle couplée à l'accalmie relative au niveau du coût net du risque (-1,4% à 100,3 MDt au niveau des dotations aux provisions sur les créances) a permis à la BNA d'enregistrer une croissance de son *Bottom Line* semestriel de 13,8% à 156,3 MDt.
- Sur le troisième trimestre 2026, la BNA a poursuivi sa croissance, cumulant au terme des neuf premiers mois de l'année une hausse du PNB de 6,2% à 858,5 MDt. La banque publique conserve ainsi son statut de deuxième producteur de PNB de la place après la BIAT.
- Le renforcement de la capacité bénéficiaire au fil des années, les plus-values sur la cession de la participation dans la SFBT et la recapitalisation réussie de l'année 2019 ont significativement consolidé l'assise financière de la banque. La BNA jouit, aujourd'hui, de niveaux de solvabilité presque inégalés sur le marché, qui dépassent le double des exigences réglementaires. Cependant, la BNA affiche deux carences dans ses comptes : un portefeuille de crédits qui demeure vulnérable dans cette conjoncture exigeante et un ratio de transformation (Crédits/Dépôts) tendu.
- Sur le papier, la valorisation de la BNA est tentante. Les perspectives restent positives au vu du potentiel de redressement des fondamentaux de la banque.
- **Nous recommandons de Conserver le titre BNA avec perspective positive.**

Valeur	Capitalisation (en MDt)	P/E 2026e	P/B ajusté 2026e	Dividend yield 2026e	Performance 2026
Chiffres au 13.10.2026					
UBCI	778	10,2 x	1,1 x	3,3 %	+18,9 %

Points forts/Opportunités

- La banque a réussi, au fil des années, à imposer sa rigueur : un portefeuille de créances parmi les plus sains de la place (taux des créances classées de 5 %, fin 2025, et « zéro » exposition au secteur du tourisme) et une politique de provisionnement stricte (un taux de couverture des créances classées de 73,2 %, fin 2025, parmi les plus élevés du secteur bancaire coté).
- Une structure des dépôts avantageuse : 54,6 % des ressources sont constituées par des dépôts faiblement rémunérés, les dépôts à vue, en 2025, et un spread d'intérêt parmi les plus élevés du secteur coté (5 %, selon nos estimations, contre une moyenne sectorielle de 4 %).

Points faibles/Menaces

- Positionnée en bas du tableau du secteur bancaire coté en termes de parts de marché, l'UBCI dispose d'un réseau d'agences peu étendu qui s'est réduit à 92 agences, fin 2025.
- Malgré les efforts de maîtrise des coûts consentis sur les dernières années, l'UBCI figure parmi les banques les moins productives du secteur bancaire coté : un coefficient d'exploitation de 68,3 % contre une moyenne sectorielle de 48,1 % et un ratio de couverture de la masse salariale par les commissions nettes de 43,2 % (parmi les plus faibles du secteur bancaire coté) à fin 2025, contre une moyenne sectorielle de 61 %.
- Une faible liquidité boursière (cotation en mode fixing).

Recommandation

LA RENTABILITÉ GAGNE EN VIGUEUR

- Le changement du tour de table de l'ancienne filiale du groupe BNP PARIBAS avec l'entrée d'un nouvel actionnaire de référence tunisien, le groupe CARTE en 2021 semble avoir déclenché un nouveau départ commercial pour l'UBCI. Les résultats de l'exercice 2025 confirment ce constat : une activité d'exploitation qui accélère la cadence, une amélioration continue des fondamentaux, une rentabilité nette au rendez-vous et une bonne rémunération des actionnaires.
- La banque va de l'avant dans le déploiement de son nouveau plan de développement stratégique « *Émergence 2029* ». Ce plan s'articule autour de quatre piliers stratégiques : 1) la réinvention du modèle *Retail*, 2) l'optimisation du modèle *Corporate*, 3) l'efficacité opérationnelle et la maîtrise des coûts et 4) la consolidation des bases pour accompagner la transformation.
- Le premier semestre 2026 a tenu ses promesses pour la filiale du groupe CARTE. La banque a affiché une résistance salutaire face à environnement opérationnel exigeant. L'activité de collecte continue de faire montre de dynamisme (une progression de l'encours des dépôts de 9,2 % à 4,3 milliards de dinars) et l'activité de production continue d'afficher bonne mine, surperformant nettement la moyenne sectorielle (la banque s'est offert la meilleure performance en ce qui touche les crédits avec une hausse à deux chiffres de 14,7 % à 4 milliards de dinars pour l'UBCI contre une timide croissance moyenne sectorielle de 0,4 % au 30 juin 2026). Le PNB a enregistré une progression satisfaisante (+10,9 % à 194,9 MDt) porté par les autres revenus (+35,6 % à 66,4 MDt) et les commissions nettes (+9,6 % à 33,7 MDt). Nonobstant l'élargissement considérable du coût du risque (revenant de 6,1 MDt au terme du S1 2025 à 11,3 MDt une année plus tard), l'UBCI est parvenue à maintenir le cap de la croissance profitable (+9,7 % à 30 MDt au niveau des bénéfices nets semestriels).
- La banque continue de surperformer ses consœurs cotées, affichant au 30 septembre 2026 une croissance de son PNB de 11,1 % à 289,1 MDt (contre une croissance du PNB agrégé du secteur bancaire coté de 5,8 % sur la période à 5,7 milliards de dinars)
- L'UBCI constitue une plateforme de rentabilité prometteuse sur le long terme avec des leviers de croissance présentement sous-exploités : 1) optimisation de la productivité, 2) mise en place de la digitalisation 3) un portefeuille de crédit sain qui permet d'assoir une politique commerciale plus dynamique et 4) développement des synergies autour de la bancassurance avec le groupe CARTE, l'actionnaire de référence. La banque affiche une valorisation intéressante, des fondamentaux solides, une bonne qualité du portefeuille et une assise financière robuste.
- **Nous recommandons de Conserver le titre UBCI avec perspective positive.**

Valeur	Capitalisation (en MDt)	P/E 2026e	P/B ajusté 2026e	Dividend yield 2026e	Performance 2026
Chiffres au 13.10.2026					
ATTIJARI BANK	3825	17,1 x	3,4 x	5,5 %	+20,7 %

Points forts/Opportunités

- Un adossement à un groupe bancaire d'envergure internationale et un potentiel de synergies partiellement exploité.
- Une référence en matière de réactivité commerciale : une politique de crédit historiquement dynamique et une collecte parmi les moins coûteuses de la place.
- Une capacité de résilience prouvée : la banque la plus rentable en termes de ROE et deuxième banque la plus liquide du secteur après la BIAT (selon le ratio de transformation globale avec un taux de 61,6 % à fin 2025, contre une moyenne sectorielle de 76,6 %).
- Une qualité du portefeuille dans les standards les plus hauts du secteur avec le taux des créances classées le plus faible parmi les banques cotées (4,5 % fin 2025).
- Une politique de dividende historiquement généreuse : le payout le plus élevé à l'échelle du secteur bancaire coté sur les dernières années (un ratio de payout de 90,5 % pour ATTIJARI BANK contre une payout moyen de 53,5 % pour le secteur bancaire coté, et ce, au titre de l'exercice 2025).

Points faibles/Menaces

- Un coefficient d'exploitation (51,7 % à fin 2025) et un ratio de couverture de la masse salariale par les commissions nettes (de 51,4 % en 2025) qui se comparent défavorablement à la moyenne du secteur bancaire coté.
- Un taux de couverture des créances classées par les provisions en baisse sur les dernières années, s'établissant à 44,6 % fin 2025, soit un niveau nettement en deçà du seuil recommandé par la BCT (70 %) et des standards du secteur bancaire coté (une moyenne sectorielle de 59,5 %, en 2025).
- Des ratios de solvabilité (globale et Tier 1) inférieurs à ceux des majors cotés.

Recommandation

APRÈS LA CROISSANCE, PLACE À LA CONSOLIDATION

- Dans un contexte exigeant marqué par les tensions géopolitiques, la montée des tendances protectionnistes, le ralentissement de la croissance mondiale, les incertitudes économiques et les contraintes pesant sur les finances publiques tunisiennes, ATTIJARI BANK a continué d'accompagner ses clients et de contribuer au financement de l'économie nationale, tout en maintenant un système rigoureux de pilotage des risques. La banque a clôturé l'exercice 2025 sous le signe de la consolidation et de la résilience.
- ATTIJARI BANK a publié au titre du premier semestre 2026 des résultats réconfortants. La filiale du groupe ATTIJARIWAFA BANK confirme la solidité de ses fondamentaux et sa capacité à préserver sa rentabilité dans un environnement opérationnel *challengeant*. Au cours de la première moitié de 2026, la vitalité de la collecte (+4,7 % au niveau de l'encours des dépôts, effleurant les 12 milliards de dinars) contraste avec la mollesse de la production (une baisse de l'encours des crédits de 3,5 % à 6,9 milliards de dinars). Sur les six premiers mois de 2026, le PNB de la banque a substantiellement profité d'une orientation accrue vers les activités de marché, les autres revenus s'étant envolées de 43,9 % sur le S1 2026, s'établissant à un niveau record de 185,6 MDt. Et ce sont les activités de portefeuille qui ont sauvé le premier semestre 2026, eu égard à la contreperformance de la marge d'intérêt (-22,3 % à 125 MDt) et à l'atonie des commissions nettes (-3,6 % à 64,1 MDt). Malgré un premier semestre 2026 moins clément en matière de coût du risque (une augmentation soutenue des dotations aux provisions sur les créances de 66,2 % à 22 MDt sur le S1 2026), ATTIJARI BANK est parvenue à renouer avec la croissance des bénéfices (une progression de 5,9 % à 123,1 MDt). Autre évènement marquant du S1 2026, c'est la consolidation globale de l'assise financière de la banque. En effet, ATTIJARI BANK a vu ses ratios de solvabilité globale et Tier 1 se monter à 13,9 % et à 11,3 % respectivement au 30 juin 2026 (contre 13,8 % et 11,3 % au 31 décembre 2025 respectivement).
- Classée troisième en termes de PNB à l'échelle du secteur bancaire coté, ATTIJARI BANK a vu son chiffre d'affaires net augmenter modérément de 3,6 % à 551,7 MDt au terme des trois premiers trimestres de 2026.
- Les prochaines années représentent un défi majeur pour la filiale du groupe ATTIJARIWAFA BANK qui vise à maintenir son élan de développement rentable malgré un environnement opérationnel plus exigeant, des pratiques prudentielles plus astreignantes et une montée de la pression fiscale. Cependant, grâce à sa dynamique commerciale, son assise financière solide, son matelas de liquidité confortable et à sa bonne discipline prudentielle, ATTIJARI BANK est bien armée pour naviguer à un bon rythme. D'ailleurs, dans une optique d'amélioration de la productivité, la banque a commencé, depuis 2019, le déploiement d'une nouvelle stratégie de rationalisation du réseau d'agences en optimisant sa présence dans le pays (passage du nombre d'agences bancaires de 206 agences en 2019 à 182 à fin 2025). Par ailleurs, la banque continuera de soutenir l'État tunisien tout en poursuivant une amélioration continue de ses performances, en alignement avec les attentes de ses clients, partenaires, collaborateurs et actionnaires. Dans cette perspective, la banque accorde une attention particulière aux enjeux de la Responsabilité Sociétale des Entreprises (RSE), intégrant des pratiques du développement durable dans ses activités. Durant l'AGO du 10 avril 2026, le management de la banque a annoncé ses prévisions pour la période 2026-2028. Il table sur : 1) une croissance annuelle moyenne de l'encours des dépôts de 7 % pour atteindre 13,9 milliards de dinars à l'horizon 2028 ; 2) une progression annuelle moyenne de l'encours des crédits de 6 % pour s'établir à 8,6 milliards de dinars d'ici 2028 et 3) une hausse du PNB à un TCAM de 7 % pour atteindre 867 MDt à l'horizon 2028.

Valeur	Capitalisation (en MDt)	P/E 2026e	P/B ajusté 2026e	Dividend yield 2026e	Performance 2026

Recommandation

- En bourse, l'action n'a que faiblement réagi aux conditions de distribution des dividendes au titre de l'exercice 2025 telles que définies par la BCT (conformément à la circulaire BCT n° 2026-03 du 29 janvier 2026). Et pour cause, la stabilisation de l'enveloppe des dividendes distribuée au titre de l'exercice 2025 à 210 MDt, malgré un dividende par action en baisse (revenant de 5,000 Dt au titre de l'exercice 2024 à 4,200 Dt au titre de l'exercice 2025).
- Prisé par les investisseurs étrangers pour la qualité de son management, sa liquidité boursière élevée, sa politique de dividende historiquement généreuse et sa réactivité commerciale, ATTIJARI BANK est un bon véhicule pour s'exposer au secteur bancaire coté à l'aune du «*Flight-to-Quality*».
- Le titre affiche actuellement des niveaux de valorisation supérieurs à la moyenne du marché bancaire en termes de PER et de P/B. Les prévisions annoncées par le management lors de l'AGO du 10 avril 2026 pourraient justifier cette prime en retour, de bons résultats et des niveaux de valorisation plus attrayants à l'avenir.
- **Nous recommandons de Conserver le titre ATTIJARI BANK avec perspective positive.**

Valeur	Capitalisation (en MDt)	P/E 2026e	P/B ajusté 2026e	Dividend yield 2026e	Performance 2026
Chiffres au 13.10.2026					
UIB	1152	11,7 x	1 x	3 %	+48,4 %

Points forts/Opportunités

- Une forte capacité génératrice de commissions avec la 3e plus forte contribution des commissions nettes au PNB à l'échelle du secteur bancaire coté après celle de la BTE et de la WIB (de 28,8 % à fin 2025 pour l'UIB contre une contribution moyenne de 19,1 % pour l'ensemble du secteur bancaire coté).
- La banque a développé au fil des années une diversification saine de son portefeuille des crédits. En effet, l'agriculture, le tourisme et la promotion immobilière ne représentent que 1,9 % des engagements globaux sains de la banque, fin 2025.
- Une bonne qualité des actifs.

Points faibles/Menaces

- Une banque de taille moyenne (7e position en termes de dépôts et 8e position en termes de crédits dans le secteur bancaire coté).
- Une exposition élevée au segment des particuliers. Ce segment concentre plus de la moitié (51,8 %) des engagements de la banque et fournit 80,2 % des ressources collectées par l'UIB, à fin 2025.
- Un coefficient d'exploitation qui se compare défavorablement par rapport aux standards du secteur bancaire coté (de 53,9 % pour l'UIB contre une moyenne sectorielle de 48,1 %, fin 2025).
- Un payout faible (34,3 % au titre de l'exercice 2025) comparativement à la moyenne du secteur bancaire coté (53,5 % au titre de l'exercice 2025).

Recommandation

DANS L'ATTENTE DE CATALYSEURS

- L'UIB a publié au titre de l'exercice 2025 des résultats mitigés. Dans une conjoncture compétitive marquée par des pressions sur l'activité d'intermédiation classique, la filiale du groupe SOCIÉTÉ GÉNÉRALE a fait montre d'une baisse de régime au niveau de la production du PNB. Ce n'est que grâce à la normalisation du coût net du risque et de la pression fiscale que la banque est parvenue à renouer avec la croissance des bénéfices, sans pour autant retrouver son *Bottom Line* de 2023.
- L'année 2024 semble marquer le début d'un nouveau cycle pour l'UIB dans lequel la banque connaitra selon toute vraisemblance un essoufflement de son activité qui l'amènera à réviser à la baisse ses ambitions de croissance et de rentabilité. Selon le management, le PNB subirait un «choc» d'environ 450 MDt sur la période 2025 – 2029, sous l'effet des nouvelles contraintes réglementaires sur les intérêts et les commissions.
- Dans ce contexte, les orientations de la banque devront s'ajuster en profondeur. Et pour être parmi les acteurs de l'ordre de demain, l'UIB devra gagner en efficacité et en taille et ce, au bénéfice de ses actionnaires et ses diverses parties prenantes. Ainsi, l'UIB serait amenée à identifier des relais de croissance et à développer son fonds de commerce sur des secteurs économiques et des segments de marché à fort potentiel. Le management de la banque estime que le dispositif de gestion des risques n'est pas aujourd'hui bien calibré pour faire face aux risques de décrochage auxquels la banque est confrontée. Remettre en chantier ce sujet et être prêt à apporter des aménagements ciblés au dispositif actuel de gestion des risques et de contrôle interne de l'UIB est donc une nécessité, selon la Direction de la banque.
- La filiale du groupe SOCIÉTÉ GÉNÉRALE a publié au titre du premier semestre 2026 des résultats contrastés. L'activité d'intermédiation a perdu du terrain (une baisse des encours des dépôts et des crédits de 0,8 % à 7,2 milliards de dinars et à 6,5 milliards de dinars, respectivement). Nonobstant cela, le PNB de la banque a renoué avec la croissance (+5,9 % à 273,8 MDt), profitant de l'affermissement de toutes ses sources de revenus (+3,2 % au niveau de la marge d'intérêt à 146,7 MDt et +0,3 % à 76,9 MDt en ce qui touche les commissions nettes), principalement les activités de marché (une envolée de 26,8 % à 50,2 MDt en ce qui concerne les autres revenus). En application des dispositions de l'article 412 ter de la loi n° 2024-41 du 2 août 2024 portant amendement du Code de Commerce (loi relative aux chèques), la marge d'intérêt de l'UIB a été impactée de -15,8 MDt pour 28 098 dossiers traités à la suite des demandes éligibles reçues sur le premier semestre 2026. Outre la bonne tenue du PNB, l'allègement du coût net du risque (-6,7 % à 25,4 MDt) a permis à la banque de retrouver le chemin de la croissance bénéficiaire (+6,6 % à 52,3 MDt au niveau du *Bottom Line* semestriel).
- L'UIB a dégagé au terme des neuf premiers mois de 2026, un PNB de 419,2 MDt, en augmentation de 7,9 % par rapport à la même période de 2025. Retraité de l'impact de la loi 2024-41 portant amendement au code de commerce (loi relative aux chèques) de 24 MDt à fin septembre 2026 vs 19,4 MDt à fin septembre 2025, l'évolution serait de +8,7 %.
- Après avoir étudié la possibilité d'une cession dans le cadre d'une stratégie internationale de recentrage sur ses marchés cibles, la SOCIÉTÉ GÉNÉRALE a finalement décidé de maintenir sa présence en Tunisie, en conservant sa participation majoritaire dans l'UIB. La banque française se focalise désormais sur le renforcement de sa filiale tunisienne.

Valeur	Capitalisation (en MDt)	P/E 2026e	P/B ajusté 2026e	Dividend yield 2026e	Performance 2026

Recommandation

- Le titre UIB a entamé un mouvement de rebond boursier depuis 2025. Cette embellie a été réalisée malgré le changement managérial survenu en août 2025 et l'annonce de la renonciation de l'actionnaire de référence de la cession de sa filiale tunisienne, qui était pourtant le principal catalyseur pour le titre sur les dernières années. La bonne tenue de la valeur en bourse suggère que les investisseurs n'excluent pas définitivement un désengagement de la SOCIÉTÉ GÉNÉRALE à long terme si les opportunités se présentaient et les conditions de marché seraient plus porteuses. Notons que la banque a désigné, le 14 octobre 2026, un nouveau Président non exécutif de son Conseil d'Administration ; une décision qui devrait être bien accueillie par les investisseurs.
- Malgré ses multiples atouts : une assise financière solide, permettant un dividende récurrent, une bonne qualité du portefeuille et des avancées réalisées en matière d'adoption des normes internationales (normes IFRS et normes bâloises de solvabilité et de liquidité), la banque présente aujourd'hui dans ses fondamentaux des points d'attention : une productivité en deçà des standards du secteur, une surexposition au segment des particuliers, segment le plus concerné par les mesures de tarification et par la loi relative aux chèques (loi n° 2024-41 du 2 août 2024) et une faible rentabilité des fonds propres. Ces faiblesses sont des points de vigilance particuliers à l'aune des fortes pressions concurrentielles et conjoncturelles, de l'alourdissement de la fiscalité et du durcissement du cadre réglementaire pour le secteur bancaire à l'heure actuelle.

- La valorisation actuelle de l'UIB plaide en faveur d'une recommandation «Conserver» sur le titre.

Valeur	Capitalisation (en MDt)	P/E 2026e	P/B ajusté 2026e	Dividend yield 2026e	Performance 2026
Chiffres au 13.10.2026					
BH BANK	642	21,8 x	0,5 x	0%	+30,9%

Points forts/Opportunités

- Un coefficient d'exploitation et un ratio de couverture de la masse salariale par les commissions nettes qui se comparent favorablement à la concurrence cotée (un coefficient d'exploitation de 45,4% pour la BH BANK contre une moyenne sectorielle de 48,1% et un ratio de couverture de la masse salariale par les commissions nettes de 64,5% pour la BH BANK contre une moyenne sectorielle de 61%, fin 2025).
- La banque dispose d'un matelas confortable de dépôts d'épargne (contribuant à hauteur de 41,7% à ses dépôts, fin 2025, soit la proportion la plus élevée à l'échelle du secteur bancaire coté). Cette spécificité permet à la BH BANK d'auto-alimenter la croissance de ses crédits et de résister à toute éventuelle surenchère tarifaire.
- Des ratios de liquidité et de transformation réglementaire en amélioration sur deux dernières années.
- Des leviers de rentabilité potentiels : montée en force des commissions, meilleure diversification de la collecte et des crédits et intensification des efforts de recouvrement pour assainir la qualité du portefeuille des crédits.

Points faibles/Menaces

- Malgré les efforts déployés pour diversifier la structure des engagements, la BH conserve une exposition relativement élevée au secteur immobilier (qui concentre 9,5% du total engagements de la banque au 31 décembre 2025) ; un secteur en difficulté sur les dernières années en raison du climat des affaires exigeant et de l'érosion du pouvoir d'achat des ménages. Cette exposition stratégique est sans doute dictée par la vocation historique de la banque.
- La conjoncture économique difficile a rejailli sur la qualité du portefeuille de la banque sur les dernières années. Avec un taux des créances classées de 20,6% couvertes à hauteur de 59,6% par les provisions, fin 2025, la qualité d'actifs de la banque reste à surveiller.

Recommandation

PRIORITÉ AU RECOUVREMENT DANS LES PROCHAINES ANNÉES

- La BH BANK a connu une année 2025 difficile. La banque a accusé un repli de 1,2% de son PNB à 692,6 MDt. La flambée du coût du risque a été le constat majeur de l'année 2025 et de celle d'avant. Ce dernier s'est maintenu à un palier historiquement élevé à 326,2 MDt en 2025, tirant vers le bas la rentabilité de la banque publique. Signalons, à cet effet, que depuis l'année 2024 la BH BANK a engagé des efforts supplémentaires de provisionnement à la suite d'un encours d'engagements douteux d'une valeur totale de 450 MDt d'un groupe d'affaires actif dans le secteur oléicole. Le résultat net part du groupe de la BH BANK est passé de 71 MDt en 2024 à 42,9 MDt en 2025, soit un faible ROE consolidé de 2,6% à fin 2025. La BH BANK se positionne ainsi en bas du tableau du secteur bancaire coté en termes de rentabilité des capitaux propres. En dépit de la baisse de la rentabilité en 2025, la BH BANK dispose d'une assise financière solide (un ratio Tier 1 de 13,3% et un ratio de solvabilité globale de 15,8% à fin 2025). L'Assemblée Générale Ordinaire du 30 avril 2026 a décidé de ne pas distribuer de dividende au titre de l'exercice 2025.
- La BH BANK a connu un début d'année 2026 laborieux. Malgré une activité d'exploitation résiliente (une progression de l'encours des dépôts de 1,8% à 10,2 milliards de dinars et une croissance de l'encours des crédits de 0,3% à 10,4 milliards de dinars sur le S1 2026) et l'excellente tenue du PNB (+8,7% à 345,7 MDt) qui a profité de la bonne orientation de toutes les sources de revenus (+3,7% à 106,3 MDt au niveau de la marge d'intérêt, +2,2% à 67,3 MDt en ce qui touche la marge sur commissions et +14,9% à 172,1 MDt en ce qui concerne les autres revenus), la BH BANK continue de pâtir du poids du coût du risque sur sa rentabilité nette. En effet, au terme de la première moitié de 2026, les dotations aux provisions sur les créances ont quasiment doublé par rapport au S1 2025, ressortant à 146,7 MDt. Au 30 juin 2026 ; les commissaires aux comptes de la BH BANK pointent «*l'existence d'engagements sur deux relations dont les situations économiques et financières demeurent préoccupantes, pour des montants respectifs nets des couvertures de 105 MDt et 72 MDt*». Et d'ajouter qu'«*au cours de la période, la banque a renforcé la couverture de l'un de ces engagements, à travers la constatation de provisions complémentaires pour un montant de 50 MDt. La banque poursuit, par ailleurs, ses démarches d'évaluation des risques associés et de suivi de l'élaboration des plans de restructuration de ces relations, afin de mieux apprécier les perspectives de recouvrement et l'adéquation de la couverture constituée*». Le premier semestre 2026 s'est, *in fine*, soldé avec un bénéfice de 5 MDt seulement, en baisse vertigineuse de 90,7% par rapport au 30 juin 2025.
- Au 30 septembre 2026, la croissance du PNB a nettement réduit la cadence pour la BH BANK par rapport à la première moitié de l'année. Les revenus nets de la banque étatique ont atteint 510,9 MDt à fin septembre 2026, contre 491,7 MDt à fin septembre 2025, soit une augmentation de 3,9%.
- Durant l'AGO du 30 avril 2026, le management a présenté les orientations stratégiques de la banque en 2026 basées sur 5 axes fondamentaux : 1) La migration vers le nouveau système d'information dans le but de moderniser l'infrastructure bancaire, améliorer la performance des traitements informatiques et faciliter l'intégration avec des services tiers ; 2) La redynamisation des activités existantes ; 3) Le développement du *Trade*, assurances et transferts vers la Tunisie ; 4) La poursuite de l'enrichissement de la gamme de produits et services ; et 5) Le développement du mobile payements.

Valeur	Capitalisation (en MDt)	P/E 2026e	P/B ajusté 2026e	Dividend yield 2026e	Performance 2026

Recommandation

- Néanmoins, au vu de la flambée des créances classées, le management de la banque publique a signalé que la priorité en 2026 comme cela était le cas en 2025 sera accordée au renforcement de l'efficacité du dispositif de recouvrement des créances douteuses. Le dispositif de recouvrement cible est basé sur : 1) La mise en place d'une solution informatique de suivi du recouvrement/contentieux ; 2) L'instauration des délais de séjour des dossiers pour le marché *Retail* et le marché *Corporate* ; 3) La création de deux unités au niveau des directions régionales : recouvrement amiable et contentieux ; 4) La création d'un comité régional de recouvrement et *Watch-list* ; et 5) Faire appel à des sociétés de recouvrement et choix des avocats spécialisés.

- Le titre BH BANK a nettement retrouvé de l'allant depuis le début de l'année 2026, après le parcours décevant de l'année précédente. Désormais troisième capitalisation du secteur bancaire public, la BH BANK affiche une valorisation attrayante. Toutefois, la fragilité de la qualité de son portefeuille, les pressions sur les marges et la non-normalisation de la profitabilité de la banque sur l'horizon de prévision ne plaident pas en faveur d'une recommandation à l'achat à l'heure actuelle. «*Nous attirons l'attention sur l'apparition de signes de pression sur les performances de la banque ainsi qu'une exposition à des risques structurels, dont les effets ont commencé à se révéler de façon plus marquée au cours des derniers exercices. Ces éléments se sont notamment matérialisés par une augmentation des encours sensibles et corrélativement une pression sur les niveaux de provisionnement requis. Ils se reflètent également dans un affaiblissement de la rentabilité, sous l'effet d'un coût du risque élevé ainsi que dans un niveau significatif du coût des ressources, affectant la marge nette d'intérêt*», dixit les commissaires aux comptes de la BH BANK dans leur rapport général sur l'audit des états financiers intermédiaires au 30 juin 2026.

- Nous recommandons de «Conserver» le titre BH BANK.

Valeur	Capitalisation (en MDt)	P/E 2026e	P/B ajusté 2026e	Dividend yield 2026e	Performance 2026
Chiffres au 13.10.2026					
WIFAK INTERNATIONAL BANK	242	22,9 x	1,6 x	0 %	+4,6 %

Points forts/Opportunités

- Une opportunité unique pour des investisseurs islamiques pour s'exposer au secteur bancaire coté.
- WIFAK opère sur une niche peu desservie, avec une faible intensité concurrentielle et offrant un important potentiel de croissance dans les prochaines années. L'ex-leaseur dispose d'un savoir-faire confirmé dans le métier du crédit et d'un bon gisement de clientèle qui lui servira de base pour construire sa croissance future.
- L'adossement de la banque à un partenaire technique de renom dans le métier (la BANQUE ISLAMIQUE DE DÉVELOPPEMENT à travers sa filiale la SID, la SOCIÉTÉ ISLAMIQUE DU DÉVELOPPEMENT DU SECTEUR PRIVE) lui offre le soutien nécessaire pour développer son activité.
- Une forte capacité génératrice de commissions, une proportion de 29,5 % du PNB de la banque, soit la deuxième plus forte exposition à l'échelle du secteur bancaire coté après celle de la BTE, provenant de cette source de revenus.
- La capacité de placement dans les titres d'État demeure encore vierge. WIFAK BANK dispose, de ce fait, d'un levier de croissance prometteur si l'État tunisien envisageait d'émettre des Sukuk souverains ; un mécanisme de levée de fonds qui dispose d'un cadre réglementaire bien établi en Tunisie, mais qui n'a jamais été activé jusqu'à présent.

Points faibles/Menaces

- Un environnement opérationnel exigeant et un contexte pénalisant pour une banque en phase de décollage et de déploiement commercial 1) une croissance économique peu soutenue, 2) une rareté des financements islamiques 3) la concurrence potentielle des banques conventionnelles autorisées par la loi bancaire à créer des fenêtres islamiques. Autant de facteurs qui pénaliseraient le décollage rapide de l'activité.
- Un réseau d'agences en développement (comptant 56 agences au terme de 2025), nécessitant des ressources importantes tant sur le plan financier qu'humain.
- Une productivité en deçà de la moyenne sectorielle et qui n'a pas encore atteint son niveau de croisière (un coefficient d'exploitation de 71,2 % contre une moyenne sectorielle de 48,1 %, fin 2025).
- Une qualité du portefeuille qui fait, présentement, tache. Avec un taux de couverture des créances classées de 45,9 %, parmi les plus bas à l'échelle du secteur bancaire coté, la banque devrait consentir des efforts de provisionnement supplémentaires dans les prochaines années pour couvrir ses risques.
- En l'absence de Sukuk souverains pour le moment, la banque se trouve privée du levier des revenus de placement dans les emprunts d'État pour doper son PNB. Ce constat ne place pas WIFAK sur le même pied d'égalité que les banques conventionnelles de la cote.
- Une absence de distribution de dividendes depuis le lancement de la banque.

Recommandation

UN CACHET ISLAMIQUE UNIQUE SUR LA BOURSE ET DE GRANDES AMBITIONS

- L'année 2025 a été marquée par la poursuite du décollage commercial et des efforts de densification du réseau d'agences pour la banque islamique avec l'ouverture de huit nouveaux points de vente. La WIB a pu, de ce fait, améliorer sa collecte (une croissance vigoureuse de l'encours des dépôts de 24,6 % à 1,4 milliard de dinars) et afficher une activité de crédit bien portante (+18,8 % au niveau de l'encours des financements (*Mourabaha, Ijara et Wakala Bel Istithmar)* à 1,4 milliard de dinars) au titre de l'exercice 2025. WIFAK BANK a aussi témoigné d'une bonne dynamique en matière de génération du PNB sur l'exercice 2025. Profitant de la bonne orientation de toute les sources de PNB, la banque a vu ses revenus nets bondir de 13,8 %, dépassant ainsi la barre symbolique des 100 MDt. Pénalisée par la hausse du coût du risque (+9,1 % à 18,6 MDt), l'unique banque islamique de la cote a vu son bénéfice net individuel régresser de 9,8 % à 8,5 MDt. À l'échelle consolidée, grâce aux bonnes performances des filiales, WIFAK BANK est parvenue à stabiliser son résultat net part du groupe aux alentours de 10 MDt, correspondant à un faible ROE de 5,8 %.
- Au premier semestre 2026, la banque islamique a poursuivi son ascension dans le paysage bancaire tunisien. Elle a affiché une évolution positive au niveau de ses principaux indicateurs d'activité avec une hausse de son encours des dépôts de 8,8 % à 1,6 milliard de dinars et une augmentation du volume de ses engagements de 3,7 % à 1,5 milliard de dinars. La banque continue par ailleurs de surperformer ses consœurs cotées au chapitre de la croissance du PNB. Ce dernier s'est hissé de 19,3 % à 59,6 MDt. Ce constat est d'autant plus méritoire au vu de la bonne progression de toutes les sources de PNB de la banque. La marge d'intermédiation s'est envolée de 22,9 % à 41,6 MDt sur le premier semestre 2026. Les commissions nettes se sont appréciées de 9,3 % à 16,1 MDt tandis que les autres revenus ont augmenté à vive allure (+39,7 %), s'établissant à 2 MDt, à l'issue de la première moitié de l'année. Du côté des risques, WIFAK BANK a tant bien que mal réussi à préserver sa qualité d'actifs sur la première moitié de 2026 par rapport au 31 décembre 2025. Son taux des créances classées s'est stabilisé aux alentours de 6,7 % et le taux de couverture desdites créances par les provisions s'est même légèrement amélioré, passant à 47,4 %. Malgré une activité d'exploitation mieux portante, la croissance bénéficiaire a été étouffée par la flambée du coût net du risque (+40,3 % à 11,2 MDt). WIFAK BANK a dégagé, *in fine*, des bénéfices nets de 2,2 MDt sur le S1 2026, quasi-stables par rapport à la première moitié de 2025.
- La banque islamique a maintenu son élan de croissance sur les neuf premiers mois de 2026. D'après ses indicateurs d'activité au 30 septembre 2026, WIFAK BANK a réalisé un bond appréciable de son PNB de 21,7 % à 91,7 MDt. Ce faisant, la banque s'est offert la palme des hausses de PNB à l'échelle du secteur bancaire coté sur la période.

Valeur	Capitalisation (en MDt)	P/E 2026e	P/B ajusté 2026e	Dividend yield 2026e	Performance 2026

Recommandation

- Au 24 avril 2026, M. Mohamed Hédi Ben Ayed détient de concert avec des personnes physiques et morales 39,9% du capital de WIFAK demeurant, ainsi, le premier actionnaire de la banque islamique devant l'ICD, la filiale de la BANQUE ISLAMIQUE DE DÉVELOPPEMENT, qui en détient 30%. Rappelons que le CMF avait annoncé, début 2023, qu'il envisage de soumettre M. Ben Ayed à une OPA Obligatoire visant les actions de WIFAK BANK qu'il ne détient pas de concert, et ce, au prix de 7,200 Dt l'action. Le déclenchement de la procédure attend toujours l'obtention du nouvel actionnaire de référence de l'agrément de la BCT.
- WIFAK INTERNATIONAL BANK a connu en 2025 un parcours boursier difficile (une contreperformance de -14,4%), évoluant à rebours de la tendance globalement positive observée dans le secteur bancaire coté. Le début de l'année 2026 s'est toutefois révélé plus porteur pour la banque islamique en bourse.
- WIFAK BANK évolue sur une niche à fort potentiel, encore relativement peu concurrentielle, ce qui constitue un levier de développement intéressant à moyen et long terme. Bien que la banque poursuive encore sa phase de montée en puissance commerciale et opérationnelle, avec certains indicateurs qui demeurent en deçà des moyennes sectorielles, son potentiel de croissance et le renforcement progressif de son positionnement sur le marché tunisien de la finance islamique pourraient soutenir une amélioration graduelle de ses performances au cours des prochaines années. Par ailleurs, certains enjeux liés à la structure du capital et à la gouvernance devraient mériter une attention particulière dans l'appréciation du potentiel à long terme de la banque.

- Nous recommandons de «Conserver» le titre WIFAK INTERNATIONAL BANK.

Valeur	Capitalisation (en MDt)	P/E 2026e	P/B ajusté 2026e	Dividend yield 2026e	Performance 2026
Chiffres au 13.10.2026					
STB	772	n.s	1,2 x	0%	+28,4%

Points forts/Opportunités

- Troisième banque de la place en termes de dépôts avec une part de marché de 11,7%, à fin 2025, la STB profite d'un bon positionnement sur les dépôts d'épargne et affiche la plus importante contribution de cette catégorie de ressources à la collecte après la BH BANK à l'échelle du secteur bancaire coté (une proportion de 39,9% à fin 2025). Ce constat lui permet d'auto-alimenter la croissance de ses crédits.

Points faibles/Menaces

- Un coût des ressources (5,9% selon nos estimations) et un spread d'intérêt (2,8% le plus faible du secteur bancaire coté, selon nos estimations) sous tension en raison notamment d'une faible exposition aux dépôts à vue (25,3%), en 2025.
- Des fragilités structurelles qui devraient être exacerbées par la contexte opérationnel actuel :

  1) une exposition élevée au secteur du tourisme ;
  2) une qualité du portefeuille héritée du passé et parmi les plus vulnérables du secteur : un taux des créances classées de 27,6% couvertes à hauteur de 44,4% par les provisions ;
  3) une situation tendue de certaines filiales comme la TFB qui passe encore par une phase de transition.

- Une dégradation globale des indicateurs de productivité sur les deux dernières années, en raison d'une expansion des frais généraux supérieure à celle du PNB (un coefficient d'exploitation de 50,4% et un ratio de couverture de la masse salariale par les commissions nettes de 50,3%).

Recommandation

ENCORE DU CHEMIN À PARCOURIR

- Le bilan de l'année 2025 a été globalement décevant pour la STB. Certes, la banque a renoué avec la distribution des dividendes (un dividende par action de 0,200 Dt versé au titre de l'exercice 2025) après plusieurs années blanches pour ses actionnaires. Cependant, la STB fait montre d'une poursuite de la contraction de l'encours des crédits (-11,6% à 8,6 milliards de dinars) et de marges sous pression (régression soutenue de la marge d'intérêt de 34,4% à 144,5 MDt). Ce n'est que grâce aux activités du portefeuille que la banque est parvenue à renouer avec la croissance du PNB sur l'année 2025 (une envolée des autres revenus de 42,7% à 434,3 MDt). Au titre de l'exercice 2025, le résultat net de la STB s'est établi à 65,9 MDt, soit une légère hausse de 3,6% à par rapport à 2024 en raison d'un effort de provisionnement supplémentaire. Le coût net du risque a augmenté de 33,8% à 268,2 MDt, un palier historiquement élevé pour la banque publique. En 2025, la STB a connu une dégradation de sa qualité du portefeuille. Le taux des créances classées s'est aggravé de 4,3 points de pourcentage pour s'établir à 27,6%. Le taux de couverture desdites créances par les provisions s'est amélioré passant de 3,8 points de pourcentage à 44,4% en 2025. Malgré une qualité du portefeuille parmi les plus fragiles du secteur bancaire coté, la STB continue d'afficher des ratios de solvabilité supérieurs aux seuils réglementaires, témoignant d'une bonne résilience face aux risques majeurs et d'une meilleure solidité financière. Le ratio de solvabilité globale et le ratio Tier 1 se sont améliorés respectivement de 0,5 point de pourcentage et 0,9 point de pourcentage pour se situer à 15,7% et 12,8% au terme de l'exercice 2025.
- Le cru du premier semestre 2026 a également été décevant pour la STB. Si l'activité de captation des ressources continue à faire preuve de résilience (+3,7% à environ 13 milliards de dinars au niveau de l'encours des dépôts) et que l'activité du crédit a rompu avec sa trajectoire baissière ayant prévalu sur les trois dernières années (+0,9% au niveau de l'encours des crédits à 8,7 milliards de dinars), le PNB continue à perdre du terrain (-10,5% à 313,7 MDt) à l'issue du S1 2026. À noter que la STB était la seule banque de la cote sur les six premiers mois de 2026 à avoir accusé une baisse de son chiffre d'affaires net. Et la principale raison à cela était la chute brutale de la marge d'intérêt. Cette dernière a fondu de 88,5%, atterrissant à 9,2 MDt en l'espace d'une année seulement. En dépit de l'allègement relatif du coût net du risque (-15,4% à 131,4 MDt), la flambée de la masse salariale (+14,6% à 134,6 MDt) a eu raison de la rentabilité. Ainsi, le résultat d'exploitation de la STB a basculé en territoire négatif (-3,6 MDt au terme du S1 2026). Ce n'est que grâce à des éléments exceptionnels que la STB a réussi à dégager des bénéfices sur le S1 2026 (de 9,1 MDt seulement, correspondant à un repli marqué de 59,4% par rapport à la première moitié de 2025). Le plus clair de ces éléments non récurrents correspond à des récupérations de produits sur créances radiées antérieurement, et ce, pour un montant de 11,5 MDt.
- À rebours de la tendance sectorielle, la STB a vu son PNB se contracter de 2,9% au terme des trois premiers trimestres de 2026, atterrissant à 507,7 MDt, contre 522,7 MDt, une année plus tôt.
- Durant l'AGO du 30 avril 2026, le management de la STB a précisé que 2025 a été une année de consolidation et d'accélération du rythme de mise en œuvre de l'ancienne stratégie de la banque « *STB Horizon 2026* », qui s'est articulée autour des projets stratégiques suivants : l'optimisation et la digitalisation des processus métiers, l'amélioration de la gestion des risques qui évolue avec la révision de la politique de crédit, l'industrialisation du recouvrement et le renforcement des dispositifs de conformité. Le management a aussi précisé que le groupe STB a élaboré un nouveau plan stratégique 2026-2030, marquant l'ouverture d'un nouveau cycle de transformation à l'échelle consolidée du groupe et visant à bâtir un groupe bancaire citoyen et innovant, alliant solidité, excellence et responsabilité, au service d'une économie durable et inclusive. Cette nouvelle stratégie repose sur les priorités structurantes suivantes : 1) Le renforcement de la gouvernance et du pilotage intégré du groupe ; 2) L'excellence des ressources humaines et la promotion d'une culture de performance ; 3) Le développement commercial dans une logique centrée sur la *data* ; 4) La finance responsable et l'intégration des critères ESG et 5) L'efficacité opérationnelle et la maîtrise du coefficient d'exploitation.

Valeur	Capitalisation (en MDt)	P/E 2026e	P/B ajusté 2026e	Dividend yield 2026e	Performance 2026

Recommandation

- Plus d'une décennie après la recapitalisation, le bilan de la STB est plutôt mitigé. Sur le papier, la valorisation de la banque est attrayante en termes de P/B ajusté. Néanmoins, sur le plan des fondamentaux, la STB a encore du chemin à parcourir pour assainir son portefeuille de créances et converger vers une croissance équilibrée et durable. Par ailleurs, le déficit qui s'annonce pour l'année pleine 2026 ne devrait pas assurer un retour pérenne des investisseurs au titre.

- Nous recommandons d'Alléger l'exposition au titre STB.

Valeur	Capitalisation (en MDt)	P/E 2026e	P/B ajusté 2026e	Dividend yield 2026e	Performance 2026
Chiffres au 13.10.2026					
BTE (ADP)	6	n.s	2,8 x	0%	+71,7%

Points forts/Opportunités

- La faible taille de la banque lui permet d'afficher des taux de croissance plus élevés que la concurrence.
- La BTE affiche de loin la plus forte contribution des commissions nettes au PNB à l'échelle du secteur bancaire coté (32,8% pour la BTE en 2025, contre une moyenne sectorielle de 19,1%, en 2024).

Points faibles/Menaces

- Une banque restée peu active sur le marché avec une part de marché dépôts d'à peine 1,2%.
- Une taille qui reste réduite et une capacité de prise de risque limitée (des fonds propres de 27,7 MDt au terme de 2025) d'autant plus altérée par les déficits successifs et importants des dernières années.
- Une situation de sureffectif et une productivité nettement en deçà des normes du secteur (un coefficient d'exploitation insoutenable de 99%, fin 2025).
- La banque a subi une importante dégradation de la qualité de son portefeuille des crédits depuis la Révolution (un taux de créances classées de 20,8% couvertes à hauteur de 66,3% par les provisions en 2025). Le coût du risque (11,7 MDt, soit 16,6% du PNB en 2025), absorbe une majeure partie de la rentabilité.
- Un niveau de solvabilité non conforme aux exigences réglementaires et qui constitue un frein pour une stratégie de croissance plus dynamique et pour la relance de la banque toutes activités confondues.
- Un coût des ressources et un spread d'intérêt qui se comparent défavorablement à la concurrence cotée (un coût moyen apparent des ressources de 6,6% et un spread d'intérêt apparent moyen de 3,2%, fin 2025, contre des moyennes sectorielles respectives de 5,5% et de 4%).
- Une faible liquidité boursière (cotation en mode fixing).

Recommandation

L'IMPÉRIEUSE NÉCESSITÉ DE LA RECAPITALISATION

- En 2025, la BTE a affiché un bilan mitigé. L'activité d'exploitation continue sur la lancée positive : une collecte dynamique (+13,4% à 1,3 milliard de dinars au niveau de l'encours des dépôts) et une activité de production bien portante (+11,6% au niveau de l'encours des crédits à 1,1 milliard de dinars). Le PNB a aussi nettement accéléré la cadence (+6,9% à 70,9 MDt) atteignant un niveau record jamais enregistré par la banque. C'est l'orientation intensive vers les activités de marché (une envolée des autres revenus de 52,7% à 30,9 MDt) qui a permis de surmonter la morosité de la marge d'intérêt (-21,7% à 16,7 MDt) et des commissions nettes (-6% à 23,3 MDt), donnant ainsi un coup de fouet au PNB. Le repli significatif du coût du risque (des dotations aux provisions sur les créances divisées par deux à 11,7 MDt en 2025) couplé au dynamisme de l'activité opérationnelle ont valu à l'ex-banque de développement de réduire ses pertes de -32,1 MDt en 2024 à -9,9 MDt au 31 décembre 2025.
- Le premier semestre 2026 s'est placé sous le signe du retour à l'équilibre au niveau du *Bottom Line* pour la BTE. L'activité commerciale poursuit sa montée en puissance avec une croissance de 3,5% à 1,3 milliard de dinars de l'encours des dépôts et une progression de 7,7% à 1,2 milliard de dinars en ce qui touche l'encours des crédits. Meilleure prestation du secteur bancaire coté sur le S1 2026, la BTE a réalisé une envolée de son PNB de 25,3%; une performance substantiellement portée par les activités de marché (une hausse soutenue des autres revenus de 56,1% à 23 MDt) et dans une moindre mesure par la marge d'intérêt (+12,1% à 9,6 MDt). Tandis que les commissions nettes se sont mal comportées sur le S1 2026 (-4,3% à 11,1 MDt). Dans le registre de la rentabilité, la BTE a profité d'un premier semestre relativement plus clément en termes de coût net du risque (une baisse de l'enveloppe des dotations aux provisions sur les créances de 5,5% à 6,1 MDt) et de la réalisation d'une plus-value sur la cession de sa participation dans la BNA BANK pour un montant de 5,9 MDt pour dégager des bénéfices de 48 mille dinars sur le S1 2026, contre des pertes de -6,8 MDt enregistrées au terme du S1 2025. Il est important enfin de noter que la banque affiche toujours des ratios de solvabilité non conformes aux exigences réglementaires au termes du S1 2026 (le ratio de solvabilité globale et le ratio Tier 1 se montent à -0,2% à l'issue du S1 2026).
- Au 30 septembre 2026, le PNB poursuit sa trajectoire haussière pour la BTE. L'ancienne banque de développement a vu ses revenus nets se hisser de 20% à 62,7 MDt.
- Le nouveau management de la banque mixte voit l'avenir avec beaucoup d'optimisme. Il compte redresser les comptes de la BTE et lui insuffler une nouvelle dynamique en ciblant, notamment, les financements verts.
- Malgré un bilan fondamental contrasté sur la période récente, la BTE affiche une forme éclatante en bourse depuis le début de l'année 2026, s'offrant la troisième meilleure performance boursière du secteur après AMEN BANK et la BNA.
- L'augmentation de capital clôturée partiellement en 2024 (l'opération a été réalisée dans la limite de 77,8% du montant initialement prévu qui est de 24,1 MDt) s'est avérée insuffisante pour redresser les comptes de la banque mixte. Pour lui donner les moyens de ses ambitions, renflouer ses fonds propres et restaurer pleinement ses ratios prudentiels, une deuxième injection de fonds propres d'envergure s'impose, aujourd'hui, comme une nécessité impérieuse.
- **Nous recommandons d'Alléger l'exposition au titre BTE en attendant une croissance équilibrée et récurrente et l'amélioration du classement de la banque dans nos prochains *benchmarkings* bancaires.**

Valeur	Capitalisation (en MDt)	P/E 2026e	P/B ajusté 2026e	Dividend yield 2026e	Performance 2026
Chiffres au 13.10.2026					
ATB	349	n.s	0,9 x	0 %	-7,9 %

Points forts/Opportunités

- Un adossement à un groupe bancaire d'envergure internationale : l'ARAB BANK GROUP et une recapitalisation de l'ATB totalement réservée à l'actionnaire de référence (une levée de fonds de 77 MDt) menée en 2025. Cette opération confirme l'engagement du groupe bancaire jordanien envers sa filiale tunisienne. Elle vise à renforcer la solidité financière de l'ATB lui permettant ainsi de poursuivre l'exécution de son plan de développement stratégique.
- Un programme de restructuration organisationnelle et commerciale qui devrait permettre à la banque de redoubler en agressivité commerciale de retrouver sa place dans le paysage bancaire tunisien.

Points faibles/Menaces

- Une banque positionnée en milieu de tableau (9e position aussi bien en termes de dépôts que de crédits).
- Une forte dégradation de la rentabilité depuis 2015, des tensions sur le spread d'intérêt (un spread apparent moyen de 3,1 % contre une moyenne sectorielle de 4 % à l'issue de 2025) et une productivité en deçà des standards du secteur bancaire coté.
- Une détérioration de la qualité du portefeuille depuis 2014, dans l'absolu et comparativement aux standards du secteur bancaire avec un taux des créances classées de 17,7 % couvertes à hauteur de 64,4 %, à fin 2025.

Recommandation

PEINE À RETROUVER SA RENTABILITÉ HISTORIQUE

- L'exercice 2025 a été particulièrement ardu pour l'ATB. La filiale du groupe ARAB BANK affiche des indicateurs d'activité mal orientés : une baisse de l'encours des dépôts (-4,1 % à 6,8 milliards de dinars), une contraction de l'encours des crédits (-2,5 % à 5,3 milliards de dinars) et une régression du PNB (-8,5 % à 348 MDt), pénalisé par le repli de la marge d'intérêt (-23,9 % à 157,7 MDt) et des commissions nettes (-3,4 % à 70,7 MDt). Notons, à cet effet, que la vitalité des autres revenus (+19,8 % à 119,6 MDt) a contribué à amortir la baisse du chiffre d'affaires net de la banque. Outre la mauvaise tenue de l'activité commerciale, la rentabilité de la banque a souffert de l'élargissement marqué des frais généraux (+12,8 % à 273,9 MDt). Nonobstant l'accalmie relative au niveau du coût net du risque (-9,5 % à 97,3 MDt), l'ATB a vu sa rentabilité nette se dégrader. Ainsi, la filiale du groupe ARAB BANK a dégagé sur l'année 2025 des pertes de -30,9 MDt, contre des bénéfices de 10,2 MDt, un an plus tôt.
- Le premier semestre 2026 n'a pas connu de changements majeurs pour l'ATB par rapport à l'année 2025. En dépit d'un retournement de tendance favorable au niveau du PNB (un PNB en hausse 9,2 % à 187 MDt sur le S1 2026) par rapport à l'exercice 2025, la rentabilité nette de la banque continue de pâtir d'un coût du risque pesant (ayant plus que doublé à 68,6 MDt sur les six premiers mois de 2026 comparativement au 30 juin 2025). Le premier semestre 2026 s'est, somme toute, soldé par un déficit de -27,6 MDt, contre un bénéfice net de 2,6 MDt enregistré au 30 juin 2025. Au cours du mois d'avril 2026, l'ATB a procédé à la migration de son système d'information bancaire vers le nouveau Global Bancaire «*TEMENOS T24*». Les travaux de migration, de fiabilisation et de rapprochement des données se sont poursuivis au cours du deuxième trimestre 2026 ce qui a réduit la disponibilité et la fiabilité de certaines données essentielles à l'établissement des fiches individuelles de classification des relations de crédit. Dans ce contexte exceptionnel, et afin d'estimer la couverture requise au titre du risque de crédit au 30 juin 2026, la banque a retenu une méthodologie statistique fondée sur les données du portefeuille à cette date, les taux historiques de migration vers les classes de risque 2, 3 et 4 ainsi que le niveau de couverture observé au 31 décembre 2025.
- L'ATB a accusé un net ralentissement de la croissance de son PNB au 30 septembre 2026, comparativement aux six premiers mois de 2026. Le PNB de la banque au 30 septembre 2026 s'est établi à 283,6 MDt contre 280,3 MDt pour la même période 2025, soit une progression timide de 1,2 %.
- À contre-courant de la tendance sectorielle, l'ATB a affiché depuis le début de l'année 2026 un parcours boursier dans le rouge. Les réalisations décevantes de la filiale du groupe ARAB BANK et l'absence de distribution de dividendes, expliquent à notre avis ce constat. Théoriquement, la valorisation mérite le détour en termes de P/B ajusté, mais la dégradation de la qualité du portefeuille sur les dernières années, le niveau élevé du coût du risque et le déficit qui s'annonce pour 2026, selon nos estimations, nous incitent à la prudence.

- Nous recommandons d'Alléger l'exposition au titre ATB en attendant le retour aux bénéfices.

Secteur bancaire coté	***21 109***	***11,4 x***	***1,5 x***	***3,8 %***	***+45 %***	-	-	-

IV. LE SECTEUR BANCAIRE TUNISIEN FACE À L'IMPÉRATIF DU CHANGEMENT : ENTRE RÉSILIENCE FINANCIÈRE ET QUÊTE DE NOUVEAUX RELAIS DE CROISSANCE

Le secteur bancaire tunisien tente de s'adapter et de poursuivre sa transformation, malgré un environnement économique, réglementaire et fiscal de plus en plus contraignant. Au-delà des pressions immédiates sur les résultats, c'est désormais la capacité des banques à repenser leur modèle économique qui se trouve au cœur des enjeux. La question n'est plus uniquement de savoir comment préserver les niveaux de rentabilité actuels, mais plutôt comment construire un modèle de croissance durable dans un contexte marqué par le resserrement des marges, l'augmentation des exigences prudentielles, la transformation des usages bancaires et l'évolution des besoins de financement de l'économie.

1) Une rentabilité sous pression qui impose de revoir les modèles économiques

La première difficulté à laquelle les banques tunisiennes devront faire face demeure la fragilisation progressive de leurs moteurs traditionnels de rentabilité. Historiquement, la marge d'intérêt, les commissions bancaires et les revenus du portefeuille-titres ont constitué les principales sources de génération de revenus. Or, ces trois leviers sont désormais soumis à des contraintes structurelles qui limitent leur capacité à soutenir durablement la croissance des bénéfices.

Du côté de l'activité de crédit, les banques doivent composer avec un environnement économique exigeant, une demande de financement aujourd'hui, atone, des entreprises confrontées à des tensions de trésorerie et un risque de crédit qui impose une sélectivité accrue. La progression des encours ne peut donc plus constituer, à elle seule, un objectif stratégique pertinent. La priorité doit désormais être accordée à la qualité des nouveaux engagements, à leur rentabilité ajustée du risque et à la capacité réelle des emprunteurs à honorer leurs échéances.

Parallèlement, les revenus hors intérêts sont eux aussi appelés à évoluer. Les commissions traditionnelles peuvent difficilement constituer un relais de croissance suffisant si elles ne s'accompagnent pas d'une montée en gamme des services proposés aux particuliers et aux entreprises. Quant aux revenus du portefeuille-titres, leur contribution dépend notamment des conditions de marché, de la structure des portefeuilles détenus et de l'évolution des taux d'intérêt. Cette dépendance souligne la nécessité de diversifier les sources de revenus et de réduire progressivement l'exposition aux activités dont la rentabilité dépend essentiellement des conditions monétaires.

Dans ces conditions, l'amélioration du produit net bancaire devra davantage reposer sur la création de valeur par client, la diversification des activités et une meilleure exploitation des ressources commerciales existantes. Les banques devront notamment chercher à développer des revenus récurrents issus de services à plus forte valeur ajoutée, plutôt que de dépendre exclusivement de l'expansion du bilan.

« Dans ces conditions, l'amélioration du produit net bancaire devra davantage reposer sur la création de valeur par client, la diversification des activités et une meilleure exploitation des ressources commerciales existantes »

2) La maîtrise du coût du risque : un impératif stratégique

Dans un contexte de rentabilité plus contrainte, la gestion du risque de crédit prend une dimension encore plus déterminante. Une croissance commerciale insuffisamment maîtrisée peut rapidement se traduire par une augmentation des créances classées, une hausse des dotations aux provisions et, finalement, une érosion du résultat net.

La performance bancaire ne devra donc plus être appréciée uniquement à travers la croissance des encours de crédits ou du produit net bancaire, mais également à travers la capacité de chaque établissement à transformer ses engagements en revenus effectivement encaissés, tout en maîtrisant les pertes potentielles.

Cette évolution suppose de renforcer la gestion du risque tout au long du cycle de vie du crédit. En amont, l'amélioration des dispositifs d'octroi, la fiabilisation des données financières, l'analyse des flux de trésorerie et le suivi des secteurs d'activité les plus vulnérables doivent permettre d'anticiper les difficultés avant qu'elles ne se matérialisent. En aval, le développement de systèmes d'alerte précoce,

« La performance bancaire ne devra donc plus être appréciée uniquement à travers la croissance des encours de crédits ou du produit net bancaire, mais également à travers la capacité de chaque établissement à transformer ses engagements en revenus effectivement encaissés, tout en maîtrisant les pertes potentielles »

l'identification des signaux de détérioration du comportement des emprunteurs et l'adaptation des stratégies de recouvrement peuvent contribuer à limiter les pertes.

Le recouvrement doit, à cet égard, être envisagé comme une véritable fonction stratégique, articulée autour de trois dimensions complémentaires : le recouvrement commercial, qui privilégie la négociation et la recherche de solutions amiables ; le recouvrement dynamique, qui repose sur une intervention rapide et différenciée selon le profil de risque du débiteur ; et le recouvrement contentieux, qui mobilise les procédures judiciaires lorsque les autres leviers se révèlent insuffisants.

L'enjeu est de parvenir à intervenir suffisamment tôt pour éviter qu'un incident de paiement temporaire ne se transforme en défaut durable. La restructuration adaptée de certaines expositions, lorsqu'elle est économiquement justifiée, peut parfois préserver davantage de valeur qu'une démarche exclusivement contentieuse.

Pour autant, une politique de recouvrement efficace ne saurait se substituer à une politique d'octroi rigoureuse. C'est bien la combinaison d'une sélection pertinente des risques, d'un suivi rapproché des engagements et d'une action rapide en cas de dégradation qui permettra de contenir durablement le coût du risque.

3) La pression fiscale et prudentielle : un double défi pour les fonds propres

L'autre enjeu majeur concerne la capacité des banques à préserver leurs ressources internes de financement dans un contexte où les prélèvements fiscaux, les exigences réglementaires et les besoins d'investissement peuvent progresser simultanément.

Une fiscalité plus lourde réduit mécaniquement le résultat net disponible après impôt, toutes choses égales par ailleurs. Elle peut également limiter la capacité des banques à renforcer leurs fonds propres par la mise en réserve des bénéfices. Cette question est particulièrement importante dans un secteur où la solidité financière constitue un déterminant essentiel de la capacité à distribuer des crédits, à absorber les pertes et à respecter les ratios prudentiels.

À cette contrainte s'ajoutent les éventuelles obligations d'affectation de ressources à des dispositifs de financement spécifiques, ainsi que les investissements nécessaires à la mise en conformité réglementaire. Ces différentes exigences peuvent entrer en concurrence avec d'autres besoins stratégiques : modernisation des systèmes d'information, cybersécurité, développement de nouveaux produits, renforcement des dispositifs de contrôle et amélioration de l'expérience client.

Le véritable enjeu consiste donc à arbitrer entre quatre impératifs : 1) préserver la capacité bénéficiaire, 2) maintenir des niveaux de solvabilité adéquats, 3) financer la transformation du modèle opérationnel et 4) rémunérer les actionnaires. Ces objectifs ne sont pas nécessairement contradictoires, mais leur conciliation exige une planification financière rigoureuse, une allocation disciplinée du capital et une visibilité suffisante sur les évolutions réglementaires.

Dans cette perspective, le suivi du rendement des fonds propres, ou ROE, devra être complété par une analyse de la rentabilité ajustée du risque et du coût du capital. Une banque peut afficher une croissance de son résultat sans améliorer réellement la valeur économique créée pour ses actionnaires si cette progression s'accompagne d'une consommation excessive de capital ou d'une augmentation disproportionnée des risques.

4) La transformation digitale : d'un centre de coûts à un moteur de croissance

La digitalisation représente probablement l'un des leviers les plus transversaux de transformation du secteur bancaire tunisien. Elle peut contribuer simultanément à améliorer l'efficacité opérationnelle, à réduire certains coûts de traitement, à enrichir l'expérience client et à développer de nouvelles sources de revenus.

« Le véritable enjeu consiste donc à arbitrer entre quatre impératifs :
1) préserver la capacité bénéficiaire,
2) maintenir des niveaux de solvabilité adéquats,
3) financer la transformation du modèle opérationnel et
4) rémunérer les actionnaires »

« L'enjeu de digitalisation est de rendre les opérations bancaires plus simples, plus rapides et plus accessibles, tout en maintenant des exigences élevées de sécurité, de conformité et de maîtrise des risques »

Toutefois, la transformation digitale ne doit pas être réduite à la mise en ligne des services traditionnellement proposés en agence. Elle implique une refonte plus profonde des parcours clients, des processus internes et de l'exploitation des données. L'enjeu est de rendre les opérations bancaires plus simples, plus rapides et plus accessibles, tout en maintenant des exigences élevées de sécurité, de conformité et de maîtrise des risques.

Pour les particuliers, le développement de parcours numériques fluides peut faciliter l'ouverture et la gestion des comptes, les paiements, les virements, le suivi des dépenses et l'accès à des solutions d'épargne ou de financement adaptées. Pour les entreprises, les services digitaux peuvent améliorer la gestion de trésorerie, le suivi des encaissements, la gestion des paiements fournisseurs et la visibilité sur les flux financiers.

L'automatisation de certaines opérations répétitives constitue également un levier d'amélioration de la productivité. Elle peut réduire les délais de traitement, limiter les erreurs manuelles et permettre aux collaborateurs de se concentrer davantage sur les activités de conseil, de développement commercial et de gestion des dossiers complexes.

Les projets digitaux nécessitent des investissements initiaux, une conduite du changement rigoureuse, une modernisation des systèmes historiques et un renforcement de la cybersécurité. Leur rentabilité devra donc être appréciée à travers des indicateurs concrets : coût par transaction, taux d'utilisation des canaux numériques, réduction des délais de traitement, taux de satisfaction des clients et revenus générés par les nouveaux services.

La digitalisation devient ainsi un investissement stratégique dont la réussite dépendra moins du nombre de fonctionnalités proposées que de leur adoption effective par les clients et de leur contribution mesurable à la performance de la banque.

5) La monétique et les paiements : capter davantage de valeur dans les flux économiques

Le développement des paiements électroniques et de la monétique constitue un autre relais de croissance potentiel. Les terminaux de paiement électronique, les solutions de paiement mobile, les plateformes d'encaissement à distance et les services destinés aux commerçants peuvent permettre aux banques de renforcer leur présence dans les transactions quotidiennes de l'économie.

L'intérêt de cette orientation est double. D'une part, elle peut générer des revenus liés aux services de paiement et aux prestations destinées aux professionnels. D'autre part, elle permet aux banques de mieux connaître les flux de trésorerie de leurs clients et d'améliorer, sous réserve du consentement et des règles applicables, l'évaluation de leurs besoins de financement.

Les très petites entreprises, les commerces de proximité, les artisans et les travailleurs indépendants représentent à cet égard une population importante à servir. Des offres simples, transparentes et adaptées à leur volume d'activité pourraient favoriser leur intégration progressive dans les circuits financiers formels.

L'adoption de ces solutions dépendra néanmoins de plusieurs facteurs : coût d'équipement, frais de transaction, facilité d'utilisation, disponibilité des infrastructures, qualité de la connectivité et confiance des utilisateurs. La rentabilité de la monétique suppose donc de dépasser une logique d'équipement pour construire un véritable écosystème de services autour des encaissements et des paiements.

À terme, l'objectif ne devrait pas être uniquement d'augmenter le nombre de transactions électroniques, mais de développer une relation commerciale plus complète avec les professionnels équipés : gestion de trésorerie, financement du cycle d'exploitation, outils de facturation et solutions d'encaissement adaptées.

« Une meilleure connaissance de l'activité, des cycles d'exploitation, des encaissements, des délais de paiement et de la capacité de génération de trésorerie peut permettre d'affiner l'évaluation du risque des PME par les banques »

6) Les PME et la microfinance : concilier inclusion financière et discipline du risque

Le financement des petites et moyennes entreprises constitue un autre axe stratégique. Ces entreprises jouent un rôle important dans le tissu économique en Tunisie, mais peuvent rencontrer des difficultés d'accès au financement, notamment lorsque leurs états financiers sont incomplets, que leurs garanties sont limitées ou que leur activité repose sur des flux de trésorerie irréguliers.

Pour les banques, le défi consiste à dépasser les approches d'évaluation exclusivement fondées sur les garanties matérielles et à développer des méthodes d'analyse plus adaptées aux caractéristiques des PME. Une meilleure connaissance de l'activité, des cycles d'exploitation, des encaissements, des délais de paiement et de la capacité de génération de trésorerie peut permettre d'affiner l'évaluation du risque.

Le développement d'offres sectorielles, de financements de stocks, de solutions destinées au besoin en fonds de roulement et de produits adaptés aux cycles de production pourrait contribuer à rapprocher l'offre bancaire des besoins réels des entreprises.

L'inclusion financière ne doit cependant pas être assimilée à une distribution plus large du crédit sans distinction. Elle suppose de concevoir des financements soutenables, fondés sur une analyse réaliste de la capacité de remboursement et sur un accompagnement adapté des bénéficiaires.

La microfinance et les dispositifs de financement de proximité peuvent compléter cette démarche en répondant à des besoins spécifiques insuffisamment couverts par les circuits bancaires classiques. Des partenariats avec des acteurs spécialisés en microfinance peuvent contribuer à améliorer la portée de ces dispositifs.

7) La finance durable : une diversification à construire progressivement

La finance durable et verte pourrait, elle aussi, constituer un relais de croissance à moyen et long terme. Les besoins liés à l'efficacité énergétique, aux énergies renouvelables, à la gestion de l'eau, à la modernisation des équipements industriels et à l'adaptation aux risques climatiques ouvrent des perspectives de financement spécifiques.

Pour les banques tunisiennes, le développement de cette activité nécessitera toutefois une méthodologie claire d'identification des projets éligibles, d'évaluation de leur viabilité financière et de suivi des résultats obtenus.

Les financements verts ne peuvent pas être considérés comme une activité intrinsèquement moins risquée. Leur pertinence dépend de la qualité des projets, de leur rentabilité, de la capacité de remboursement des emprunteurs et de la disponibilité éventuelle de mécanismes de garantie ou de ressources dédiées.

Les banques devront donc développer progressivement des compétences spécialisées, des outils d'analyse adaptés et des partenariats avec les institutions financières de développement. Elles pourront également étudier les possibilités de financement liées à la transition énergétique des entreprises et à l'amélioration de leur efficacité opérationnelle.

Au-delà de la création de nouveaux produits, l'intégration des risques climatiques et environnementaux dans les dispositifs de gestion des risques peut contribuer à une meilleure compréhension des vulnérabilités à long terme des portefeuilles.

8) Les ressources humaines et la gouvernance : les conditions de réussite de la transformation

La réussite de ces transformations dépendra également de la capacité des banques à faire évoluer leur organisation et leurs compétences. Les investissements technologiques, les nouvelles exigences comptables (normes IFRS) & prudentielles (normes bâloises) et les changements de comportement des clients nécessitent des profils spécialisés, mais aussi une adaptation des méthodes de travail et des mécanismes de décision.

« La finance durable et verte pourrait, elle aussi, constituer un relais de croissance à moyen et long terme. Les besoins liés à l'efficacité énergétique, aux énergies renouvelables, à la gestion de l'eau, à la modernisation des équipements industriels et à l'adaptation aux risques climatiques ouvrent des perspectives de financement spécifiques »

Les compétences en analyse de données, gestion des risques, cybersécurité, conformité, modélisation financière et développement de produits numériques deviendront de plus en plus importantes. Parallèlement, les équipes commerciales devront renforcer leurs capacités de conseil et leur connaissance des besoins des clients.

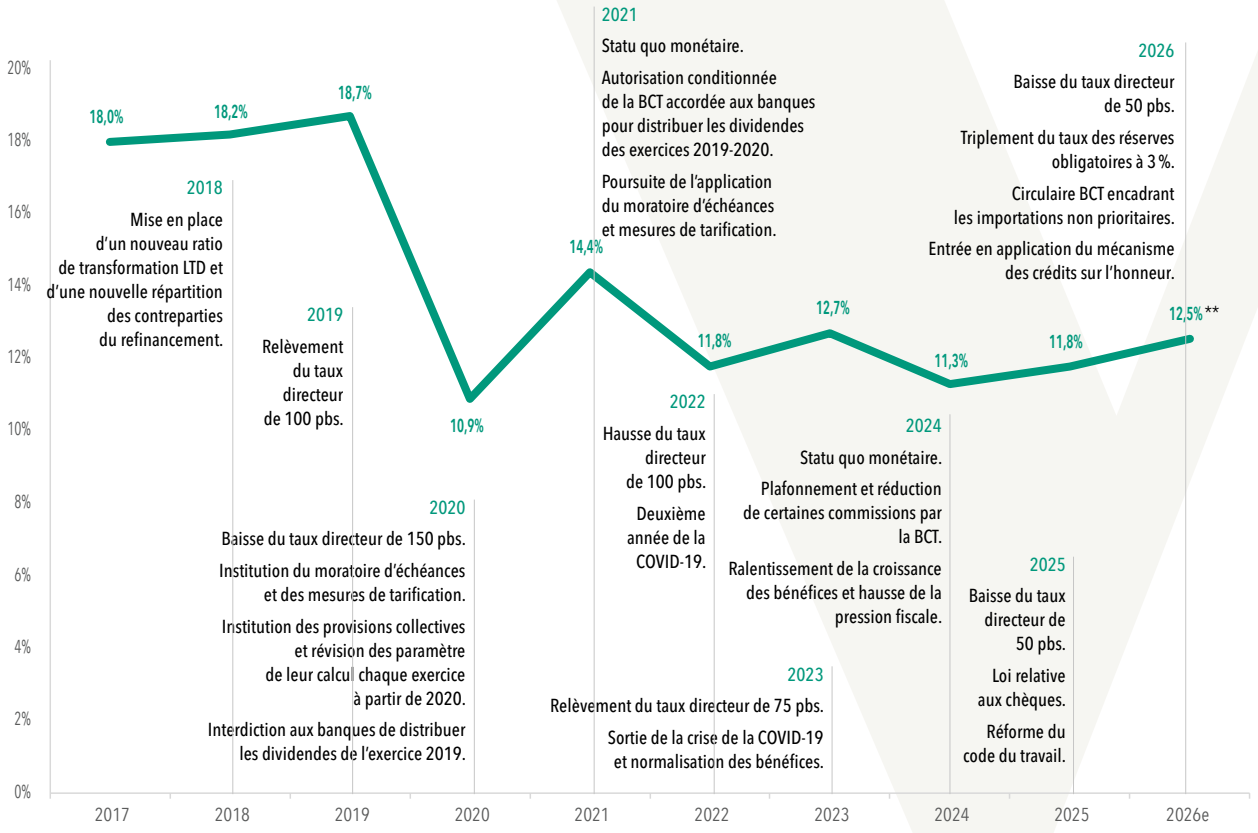
Le secteur bancaire tunisien ne manque donc pas de pistes d'adaptation. La véritable question est désormais celle de leur mise en œuvre, de leur financement et de leur capacité à produire des résultats tangibles. Entre la nécessité de préserver les équilibres financiers à court terme et l'obligation de préparer les modèles économiques de demain, les prochaines années seront déterminantes.

La nouvelle normalité bancaire ne signifie pas nécessairement une baisse permanente de la rentabilité ; elle traduit plutôt un changement des conditions dans lesquelles cette rentabilité devra être créée. Les établissements capables de conjuguer prudence, innovation, efficacité opérationnelle et proximité avec leurs clients disposeront de leviers pour traverser cette période de transformation. Pour les autres, le risque sera de voir s'accentuer l'écart entre les exigences du nouvel environnement bancaire et les capacités réelles de leur modèle économique à y répondre.

En attendant, une conviction s'impose : dans un secteur où les marges se resserrent et où les contraintes s'accumulent, la croissance devra être plus sélective, le risque mieux rémunéré et chaque investissement davantage justifié par sa contribution à la création de valeur durable.

« La nouvelle normalité bancaire ne signifie pas nécessairement une baisse permanente de la rentabilité ; elle traduit plutôt un changement des conditions dans lesquelles cette rentabilité devra être créée »

Évolution du ROE consolidé moyen du secteur bancaire coté



** *À périmètre d'échantillonnage non comparable.*

AVERTISSEMENT

Les appréciations formulées dans ce document reflètent l'opinion de TUNISIE VALEURS à sa date de publication et sont susceptibles d'être révisées ultérieurement et à tout moment. Les informations fournies proviennent de sources dignes de foi. Cependant, TUNISIE VALEURS ne garantit pas leur exactitude et leur caractère exhaustif aussi fiables soient-elles. Cette documentation n'a pas pour objet d'être une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente d'actions.

Le présent document vous est fourni personnellement, à simple titre d'information. Nous recommandons avant toute décision d'investissement de vous informer soigneusement et de faire procéder à une étude personnalisée de votre situation.