

Points Clés

- ♦ Une collecte relativement dynamique impulsée par la politique monétaire non conventionnelle de la Banque Centrale.
- ♦ Un ralentissement de l'activité du crédit, depuis 2019, en raison du resserrement de la politique monétaire et dans une optique de réduction du ratio de transformation réglementaire.
- ♦ Une croissance vigoureuse du PNB, en 2019, boostée par la marge d'intérêt, et ce malgré le relâchement des autres revenus.
- ♦ Une amélioration substantielle de la productivité, aidée par une orientation volontariste vers l'optimisation des charges.
- ♦ Une quasi-stagnation de la qualité du portefeuille, en 2019, confortée par la sélectivité accrue des banques en matière de risques.
- ♦ Une consolidation de la rentabilité sur l'année passée et un renforcement important de la solvabilité.
- ♦ Un durcissement du cadre opérationnel en raison des retombées de la crise du COVID-19 sur la sphère économique et financière et des mesures de soulagement des entreprises et des ménages mises en place par la Banque Centrale. Cette crise devrait peser sur le bilan des banques (trésorerie et qualité du portefeuille) et sur leur rentabilité dans les mois à venir.
- ♦ Une correction boursière exagérée depuis l'éclatement de la crise sanitaire en Tunisie qui sous-estime la résilience du secteur et sa capacité de rebond à moyen terme.
- ♦ Une valorisation moyenne attractive pour le secteur avec une majorité des banques qui traitent à moins que leurs fonds propres. Ces multiples intègrent, les surcoûts de la crise du COVID-19 et laissent entrevoir un rattrapage boursier d'ici la fin de l'année. Cette crise est susceptible de creuser davantage les disparités entre les banques, alimentant un mouvement de « *Flight to Quality* ».

Le secteur bancaire coté en chiffres ⁽¹⁾

- 12 banques cotées
- Une capitalisation boursière de **9,8** milliards de dinars soit **41%** de la capitalisation du marché
- **66** milliards de dinars de dépôts
- **68** milliards de dinars d'encours de crédits
- **4,9** milliards de dinars de PNB
- **1,4** milliard de dinars de bénéfices nets part du groupe
- Un flottant moyen de **34%**
- **21%** des échanges annuels du marché

Ratios boursiers ⁽²⁾

- PER 2020e: 7,4x
- P/B ajusté 2020e ⁽³⁾: 0,8x
- Yield 2020e: 5,3%
- ROE 2019: 18,7%
- Performance 2020: -17,9%

⁽¹⁾ Données au 31/12/2019.

⁽²⁾ Données au 14/08/2020.

⁽³⁾ P/B normalisé sur la base d'un taux de couverture des créances classées de 70% pour tout le secteur bancaire et sans tenir compte de la dotation de l'Etat à la STB.

II - Etat des lieux et perspectives 2020

1) Les dépôts

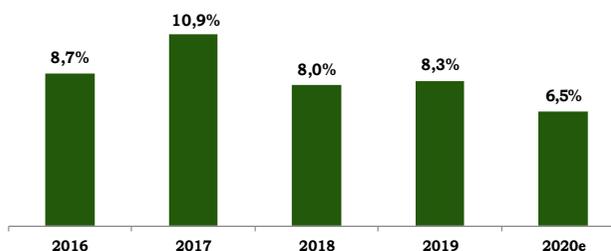
Malgré un contexte économique morose, l'activité de collecte a fait preuve de résilience. Les banques cotées ont cumulé sur l'année dernière une croissance des dépôts de 8,3% à 66,2 milliards de dinars ; un rythme en ligne avec l'année 2018. Les efforts de collecte ont été concentrés sur les dépôts à terme (+14,1% à 23,1 milliards de dinars) et sur les dépôts d'épargne (+6,9% à 19,8 milliards de dinars). Les dépôts à vue ont réalisé la moins bonne performance (+4,1% à 23,4 milliards de dinars). Cette catégorie de ressources reste minoritaire dans les dépôts des banques (une part moyenne de 35% contre 65% pour les ressources rémunérées). Ce constat atteste, une fois de plus, de la sous-liquidité du secteur bancaire et de l'agressivité des banques pour collecter des ressources.

L'année dernière a été marquée par un estompement de la saisonnalité de la collecte. Le dernier trimestre, historiquement habitué à une collecte de rattrapage, a surpris par une croissance timide des dépôts de 1,6%. A notre sens, ce phénomène trouve son origine dans :

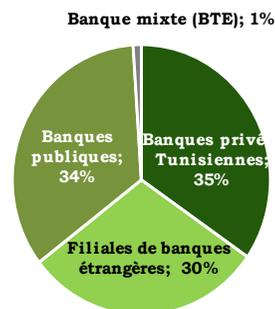
ii) Une meilleure planification budgétaire : Pour faire face à une montée en charge des exigences de liquidité de la Banque Centrale (ratio de transformation réglementaire et respect d'un ratio LCR minimal de 100% à partir de 2019 contre 90% en 2018), les directions ALM lissent les besoins de trésorerie. Les efforts de captation des ressources sont, désormais répartis sur toute l'année,

ii) L'apaisement « relatif » des pressions sur la liquidité bancaire grâce à l'effet expansif des facteurs de la liquidité. La Banque Centrale a souligné en 2019, le retour des billets de banque au circuit bancaire et le soulagement des tensions sur le marché des changes reflété dans l'appréciation du dinar. Ces deux phénomènes ont diminué les besoins de refinancement du secteur bancaire.

Croissance annuelle des dépôts



Répartition des dépôts du secteur coté en 2019



Après avoir atteint un record historique de 16,5 milliards de dinars, en moyenne, à fin avril 2019, le volume global de refinancement s'est atténué graduellement pour se situer, en décembre 2019, à 11,8 milliards de dinars.

Le relèvement du taux directeur par la BCT en 2019 a exercé une pression à la hausse sur le coût des ressources du secteur. Selon nos

estimations, le coût moyen apparent des ressources s'est apprécié de 63 points de base à 5,5% à fin 2019. Mais, cette augmentation nous semble maîtrisée comparativement à l'accroissement du TMM (une hausse moyenne de 104 points de base sur 2019).

Toutes les banques de la cote ont affiché des évolutions positives de leurs dépôts, en 2019, hormis l'UBCI (-6,9% à 2,4 milliards de dinars). La banque a beau perdre du terrain au profit de la concurrence, mais elle est restée fidèle à sa stratégie qui évite la surenchère tarifaire et préserve le coût des ressources. Rappelons que la filiale du Groupe BNP Paribas affiche, en 2019, la plus forte proportion de dépôts à vue dans les ressources (57%) et le coût des ressources le plus faible du secteur (3,7%).

La STB avance à grands pas dans sa stratégie de relance commerciale. Les chiffres de 2019 ont nettement dépassé nos attentes : une croissance des dépôts de 15,9% à 7,4 milliards de dinars soit un dépassement de 5,5% par rapport aux projections du management. La collecte de la banque publique a surtout été tirée par les dépôts à terme (+28% à 2,6 milliards de dinars). Cette orientation vers les ressources onéreuses n'a que peu affecté le coût des ressources de la banque (+37 points de base sur l'année selon nos estimations à 5,1%), qui reste meilleur que la moyenne du secteur (estimée à 5,5% à fin 2019). Et pour cause, la STB dispose d'un matelas confortable de dépôts d'épargne représentant 41% de son encours de dépôts, soit la proportion la plus élevée à l'échelle du secteur.

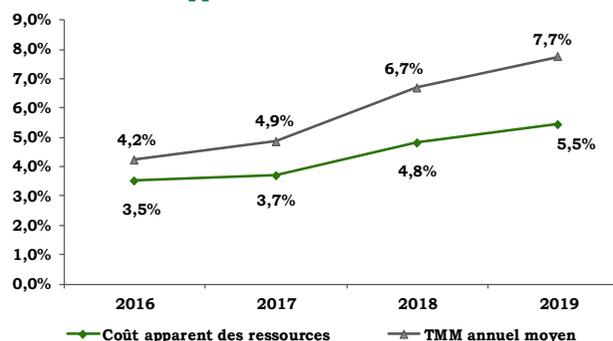
Le leader du secteur continue à battre des records. Après un début d'année difficile, la **BIAT** a pressé le pas et est parvenue à clôturer l'année 2019 avec une progression de ses dépôts de 12,9%, effleurant ainsi les 13 milliards de dinars. A l'instar de la majorité de ses pairs cotés, la banque a substantiellement puisé sa croissance dans les dépôts à terme (+28,1% à 3,9 milliards de dinars). Néanmoins, avec un stock de dépôts à vue de 6,2 milliards de dinars, fin 2019, (soit une hausse de 8,1% par rapport à 2018), la banque maintient un coût des ressources parmi les plus faibles du secteur (3,9% en 2019, selon nos estimations contre une moyenne de 5,6% pour la concurrence cotée).

L'**ATB** a remis le pas sur l'accélérateur en matière de collecte en 2019, affichant une augmentation de ses dépôts de 12,6% à 5,2 milliards de dinars. La filiale de l'Arab Bank Group a marqué son retour aux dépôts à vue (+7,7% à 1,7 milliard de dinars) après la décollecte subie en 2018 sur cette catégorie de ressources. Redorer le blason de l'**ATB**, revigorer sa croissance et rééquilibrer le bilan de la banque sont les objectifs stratégiques de la nouvelle équipe managériale qui a pris les rênes de la banque depuis mai 2019.

Les indicateurs d'activité du premier semestre de l'année 2020 sont bien orientés du côté des dépôts: une progression de 3,4% depuis le début de l'année. L'évolution de la collecte s'annonce mitigée sur l'année pleine. D'une part, pour faire face aux gaps de liquidité générés par le moratoire d'échéances* institué par la Banque Centrale et continuer à s'accommoder avec sa politique monétaire non conventionnelle, les banques devraient intensifier leurs efforts de

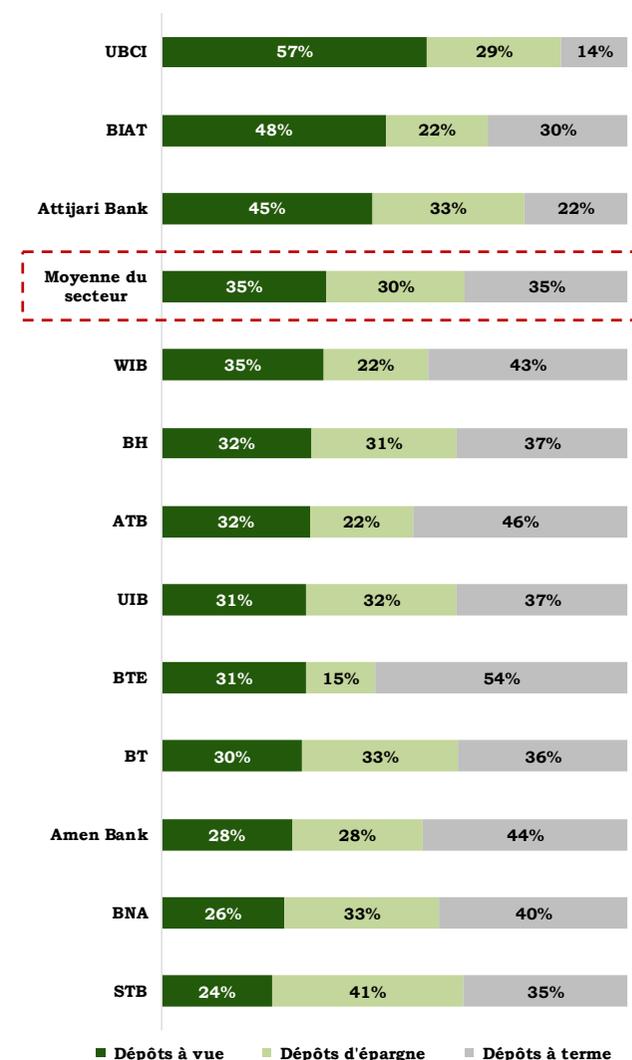
collecte. D'autre part, la poursuite de l'assèchement de la liquidité, le plafonnement de la rémunération sur les dépôts à terme et certificats de dépôts à TMM+1% depuis avril 2020 et le relèvement du taux de retenue à la source de 20% à 35% sur les dépôts à terme (dont la rémunération est supérieure à TMM-1%) sont des facteurs qui pèseront sur la collecte. D'une

Evolution du TMM annuel moyen et du coût apparent des ressources



Chiffres en Mdt	Encours des dépôts au 31/12/2019	Variation 2018-2019	Part de marché 2019	Encours des dépôts 2020e	Variation 2019-2020e
BIAT	12 997	+12,9%	19,6%	13 647	+5,0%
BNA	8 537	+9,4%	12,9%	8 878	+4,0%
STB	7 371	+15,9%	11,1%	7 960	+8,0%
Attijari Bank	7 161	+5,9%	10,8%	7 948	+11,0%
BH	6 879	+4,8%	10,4%	7 292	+6,0%
Amen Bank	5 560	+0,8%	8,4%	5 771	+3,8%
ATB	5 243	+12,6%	7,9%	5 767	+10,0%
UIB	4 972	+6,0%	7,5%	5 171	+4,0%
BT	4 026	+7,5%	6,1%	4 307	+7,0%
UBCI	2 443	-6,9%	3,7%	2 614	+7,0%
BTE	675	+5,0%	1,0%	688	+2,0%
WIB	353	+23,8%	0,5%	494	+40,0%
Secteur bancaire coté	66 215	+8,3%		70 539	+6,5%
<i>Dont secteur public</i>	<i>22 787</i>	<i>+10,0%</i>	<i>34,4%</i>	<i>24 131</i>	<i>+5,9%</i>
<i>Dont secteur privé</i>	<i>42 754</i>	<i>+7,4%</i>	<i>64,6%</i>	<i>45 720</i>	<i>+6,9%</i>

Structure des dépôts du secteur bancaire coté en 2019



manière générale, nous pensons qu'en 2020, les dépôts devraient afficher une évolution moindre que l'année 2019. Nous l'estimons aux alentours de 6,5% à 70,5 milliards de dinars.

* Il s'agit du report tombées des crédits accordées aux professionnels, aux entreprises et aux ménages (pour une durée oscillant entre 6 et 7 mois jusqu'en Septembre 2020) et la révision de leur tableau d'amortissement.

2) Les crédits

En 2019, l'activité du crédit a poursuivi son ralentissement entamé en 2018. Le secteur a enregistré une progression modérée du volume de ses engagements de 4,5%, atteignant ainsi 68,4 milliards de dinars. Le resserrement de la politique monétaire et le plafonnement du ratio de transformation ont freiné la distribution des crédits. Ce constat est corroboré par la note de conjoncture de la BCT de février 2020. L'institut d'émission y souligne le caractère généralisé de la décélération des crédits :

- Pour les crédits aux particuliers (crédits à la consommation et au logement): une croissance de 0,4% en 2019 contre une hausse de 5,5% en 2018,

- Pour les crédits aux professionnels (notamment les crédits aux entreprises): une augmentation de 4,7% en 2019 contre une progression de 10,2% en 2018.

En réalité, c'est sur le deuxième semestre que la décélération des crédits a été la plus ressentie. En fait, la croissance des crédits était de 2,5% sur le premier semestre 2019 et s'est établie à 1,9% seulement sur la deuxième moitié de l'année.

Force est de constater également, que ce sont les banques publiques qui ont tiré vers le haut la production du secteur (+9,7% à 28,1 milliards de dinars) en 2019. Le secteur privé a, quant à lui, fait preuve de sagesse, privilégiant la prudence aux volumes (+1,1% à 39,6 milliards de dinars).

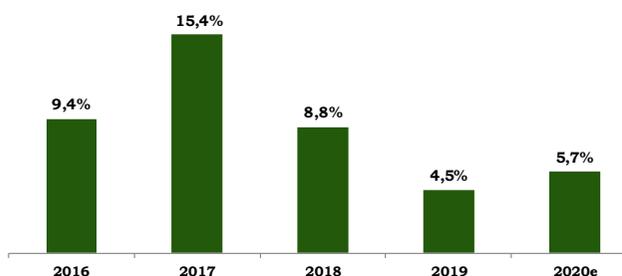
En 2019, avec une collecte plus soutenue et une

production des crédits plus maîtrisée, le ratio de transformation global du secteur a enregistré une inflexion de tendance comparativement à 2018. Cet agrégat, utilisé comme benchmark pour

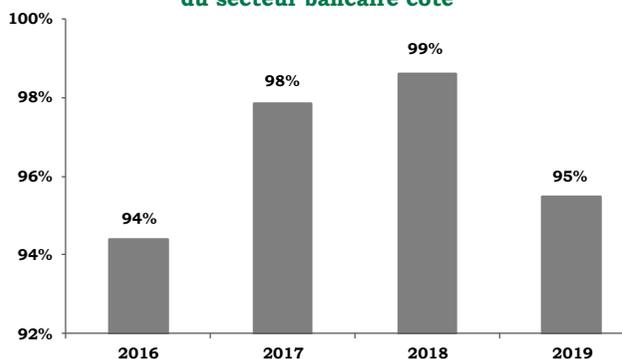
suivre l'évolution du ratio de transformation réglementaire*, s'est rétracté de 3,2 points de taux en moyenne pour s'établir à 95,5% pour l'ensemble du secteur.

La palme d'or est revenue à l'ATB en 2019. Après une année 2018 « morose » au niveau des crédits, la filiale du Groupe Arab Bank semble entamer une nouvelle politique commerciale plus dynamique (redynamisation de la force de vente pour reconquérir la clientèle historique et attirer des nouveaux clients) qui lui a permis de transformer la baisse des crédits enregistrée à fin juin 2019 de -1,7% en une progression de 16,1% sur l'année pleine. Nonobstant la hausse significative des engagements, la banque a réussi à maîtriser son ratio de transformation réglementaire (en baisse de 8,4 points de taux sur l'année 2019 à 124,4%).

Croissance annuelle des crédits



Evolution du ratio de transformation global à l'échelle du secteur bancaire coté



Répartition des crédits du secteur coté en 2019



Chiffres en Mdt	Encours des crédits au 31/12/2019	Variation 2018-2019	Part de marché 2019	Encours des crédits 2020e	Variation 2019-2020e
BNA	10 447	+12,1%	15,3%	11 282	+8,0%
BIAT	10 389	-2,7%	15,2%	11 116	+7,0%
BH	9 647	+5,7%	14,1%	9 840	+2,0%
STB	7 978	+11,8%	11,7%	8 537	+7,0%
Amen Bank	5 728	-3,4%	8,4%	5 957	+4,0%
Attijari Bank	5 715	+5,0%	8,4%	6 172	+8,0%
UIB	5 499	+3,2%	8,0%	5 664	+3,0%
ATB	4 823	+16,1%	7,1%	5 353	+11,0%
BT	4 454	-0,3%	6,5%	4 721	+6,0%
UBCI	2 570	-6,7%	3,8%	2 493	-3,0%
BTE	744	+1,5%	1,1%	752	+1,0%
WIB	402	-0,2%	0,6%	426	+6,0%
Secteur bancaire coté	68 396	+4,5%		72 313	+5,7%
<i>Dont secteur public</i>	<i>28 072</i>	<i>+9,7%</i>	<i>41,0%</i>	<i>29 659</i>	<i>+5,7%</i>
<i>Dont secteur privé</i>	<i>39 579</i>	<i>+1,1%</i>	<i>57,9%</i>	<i>41 902</i>	<i>+5,9%</i>

* Le ratio de transformation global (crédits / [dépôts + emprunt et ressources spéciales]) est utilisé comme benchmark pour suivre l'évolution du ratio de transformation réglementaire à l'échelle du secteur.

Ratios de transformation	Ratio de transformation global			Ratio de transformation réglementaire (2019)
	31/12/2018	31/12/2019	Variation 2018-2019	
WIB	120,7%	103,0%	▼	112,3%
BH	114,5%	114,2%	▼	139,2%
BNA	110,7%	114,0%	▲	NC
STB	107,4%	103,8%	▼	137,4%
BT	106,9%	97,7%	▼	110,6%
UIB	105,0%	101,8%	▼	116,7%
BTE	99,9%	96,0%	▼	121,1%
Amen Bank	92,7%	89,0%	▼	118,5%
UBCI	92,6%	95,1%	▲	120,0%
BIAT	90,6%	78,6%	▼	109,0%
ATB	84,7%	87,1%	▲	124,4%
Attijari Bank	78,0%	77,9%	≈	108,0%
Secteur bancaire coté	98,6%	95,5%	▼	-
Dont secteur public	111,1%	111,0%	≈	-
Dont secteur privé	91,9%	86,8%	▼	-

La **STB** poursuit sur sa lancée commerciale, affichant une croissance vigoureuse des crédits en 2019, et ce pour la troisième année de suite. Le portefeuille des crédits de la banque a progressé de 11,8%, frôlant 8 milliards de dinars. Cette croissance a touché, principalement, les crédits de gestion qui se sont accrus de 8,5% pour se situer à 4,3 milliards de dinars, en 2019. Une évolution conforme aux orientations de la banque visant à accroître la part de cette forme d'engagements. La dynamique commerciale de la **STB** est d'autant plus à saluer qu'elle s'est accompagnée par une meilleure maîtrise du ratio de transformation réglementaire (en régression de 12,6 points de taux à 137,4% sur 2019).

Le **BH** a créé la surprise en terminant 2019 avec une croissance de 5,7% à 9,6 milliards de dinars. Le leader des crédits logement a nettement réduit les voiles sur les crédits pour « digérer » la forte croissance des dernières années (un bond annuel

moyen de 17,6% sur la période 2014-2018). Nonobstant la réduction de la cadence, le ratio de transformation réglementaire n'a été que peu affecté. Ce dernier s'est établi à 139,2% à fin 2019, contre 140% fin 2018. Il reste de ce fait parmi les plus élevés du secteur coté.

Dans la continuité de 2018, **Attijari Bank** a fait preuve de prudence en 2019. L'encours des crédits de la filiale du Groupe Attijariwafa Bank a enregistré une augmentation de 5% à 5,7 milliards de dinars. Grâce à une croissance des dépôts supérieure à celle des crédits pour deux années d'affilée (2018 et 2019), la banque est parvenue à réduire son ratio de transformation réglementaire à 108% en 2019 (contre un maximum réglementaire de 120%); un niveau parmi les plus faibles du secteur qui confère à la banque une marge de manœuvre pour revigorer sa croissance au niveau des crédits dès les premiers signes de reprise post-COVID.

L'activité du crédit a bien résisté sur le premier semestre de 2020, cumulant une hausse du volume des engagements du secteur de 4,1%. Malgré le climat des affaires atone, nous pensons que la production du secteur sera soutenue par: 1) le relâchement de la réglementation prudentielle notamment en ce qui concerne le ratio de transformation réglementaire*, 2) l'assouplissement de la politique de refinancement de la BCT et 3) les mesures de relance de l'économie mises en place par le Gouvernement comme le mécanisme de garantie des crédits de gestion et d'exploitation, la ligne de crédit pour le refinancement des crédits de consolidation et de rééchelonnement pour les PME dont l'activité a été affectée la crise du COVID-19 et le mécanisme de bonification du

taux d'intérêt.

Tenant compte des réalisations du premier semestre, nous anticipons une croissance de l'encours des crédits du secteur de 5,7% à 72,3 milliards de dinars sur l'année pleine 2020.

3) Le produit net bancaire

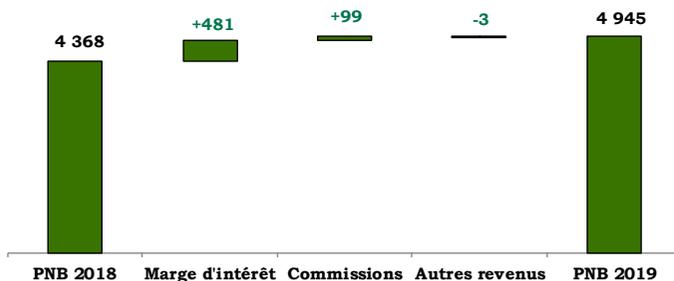
La croissance du PNB a perdu de son élan en 2019, comparativement aux dernières années. Les revenus agrégés du secteur ont enregistré une progression de 13,2%, approchant les 5 milliards de dinars, contre une hausse moyenne de 18,3% sur la période 2016-2018.

Cette performance a été dopée par la marge d'intérêt (+21,5% à 2,7 milliards de dinars) et dans une moindre mesure par les commissions (+10,5% à 1 milliard de dinars). Le constat est tout autre au niveau des autres revenus (produits de placement et gains nets de change) qui ont quasiment fait du surplace (-0,3%) à 1,2 milliard de dinars.

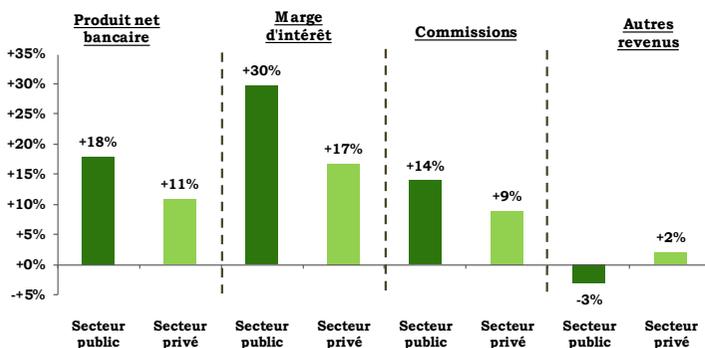
Le rehaussement du taux directeur par la BCT, en février 2019 (+100pb) a donné un coup d'accélérateur à la marge d'intérêt. Autre fait à l'honneur, il semble que les banques ont globalement réussi à sauvegarder voire à améliorer leur spread de crédit. Selon nos estimations, le spread apparent du secteur s'est apprécié de 53 points de base, ressortant à 4,3%, en 2019.

* La BCT autorise, désormais, les banques à déduire le cumul des tombées des crédits reportés (pour les entreprises et les particuliers) du numérateur du ratio de transformation réglementaire. Par ailleurs, pour les banques en dépassement de la limite de 120%, l'exigence trimestrielle de réduction du ratio a été ramenée à 1% contre 2% précédemment.

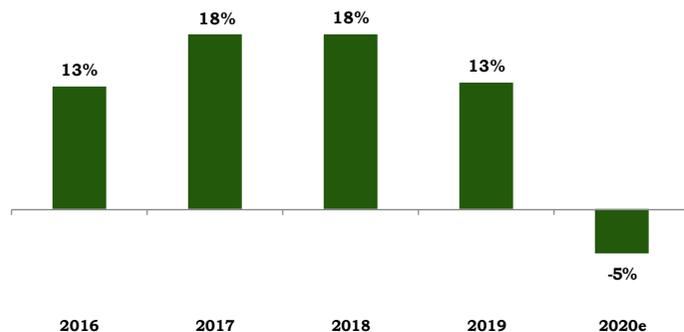
Décomposition de la croissance du PNB en 2019



Performances comparées du secteur public Vs secteur privé en 2019



Evolution annuelle du produit net bancaire



▪ L'évolution des commissions est d'autant plus salutaire au vu du ralentissement des octrois des crédits. Pour booster leurs commissions, les

banques ont, sans doute, entrepris de relever leurs tarifs.

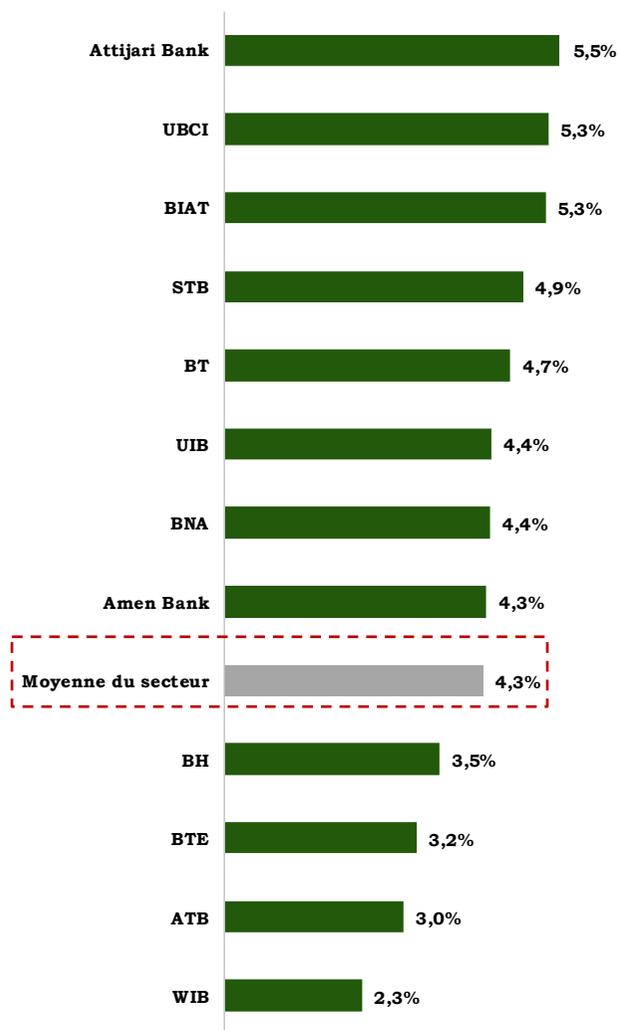
▪ Récolant les fruits de leur programme de relance commerciale, les banques publiques ont affiché une meilleure vigueur comparativement à leurs consœurs privées. Abstraction faite des autres revenus, le secteur public a surperformé le secteur privé dans toutes les catégories de revenus (voir graphique ci-contre).

▪ Les chiffres de la première moitié de l'année en cours sont globalement rassurants au rayon du PNB: une baisse du PNB contenue à -3%, en glissement annuel. Certes, les chiffres du PNB ne sont pas définitifs* mais ils fournissent une idée sur le comportement des revenus sur la première moitié de l'année, qui tient compte de trois mois de confinement général.

Chiffres en MDt	Marge d'intérêt 2019	Variation 2018-2019	Commissions 2019	Variation 2018-2019	Autres revenus 2019	Variation 2018-2019	PNB 2019	Variation 2018-2019	Part de marché 2019	PNB 2020e	Variation 2018-2019
BIAT	538	+16,5%	199	+8,4%	220	+16,3%	957	+14,7%	19,4%	956	-0,1%
BNA	406	+22,2%	123	+14,8%	125	+9,4%	654	+18,2%	13,2%	634	-3,1%
STB	363	+42,5%	101	+17,8%	137	+3,1%	601	+27,0%	12,2%	559	-6,9%
BH	273	+25,8%	99	+9,2%	121	-18,3%	493	+8,2%	10,0%	452	-8,3%
Attijari Bank	252	+24,3%	111	+5,6%	122	-5,7%	484	+11,0%	9,8%	502	+3,6%
UIB	247	+17,1%	124	+17,3%	49	+5,0%	419	+15,6%	8,5%	298	-28,9%
Amen Bank	155	+14,6%	98	+9,8%	151	+0,9%	405	+8,0%	8,2%	378	-6,7%
BT	218	+18,0%	57	+1,7%	86	-0,8%	361	+10,2%	7,3%	381	+5,5%
UBCI	145	+21,9%	51	+16,5%	59	-10,3%	255	+11,6%	5,2%	218	-14,4%
ATB	89	-5,7%	52	-2,7%	99	-0,2%	239	-2,8%	4,8%	269	+12,4%
BTE	25	+42,1%	19	+15,8%	10	-39,6%	53	+7,3%	1,1%	40	-24,3%
WIB	14	+5,6%	6	+32,2%	2	-63,3%	22	-8,0%	0,5%	28	+24,1%
Secteur bancaire coté	2 723	+21,5%	1 041	+10,5%	1 181	-0,3%	4 945	+13,2%		4 715	-4,6%

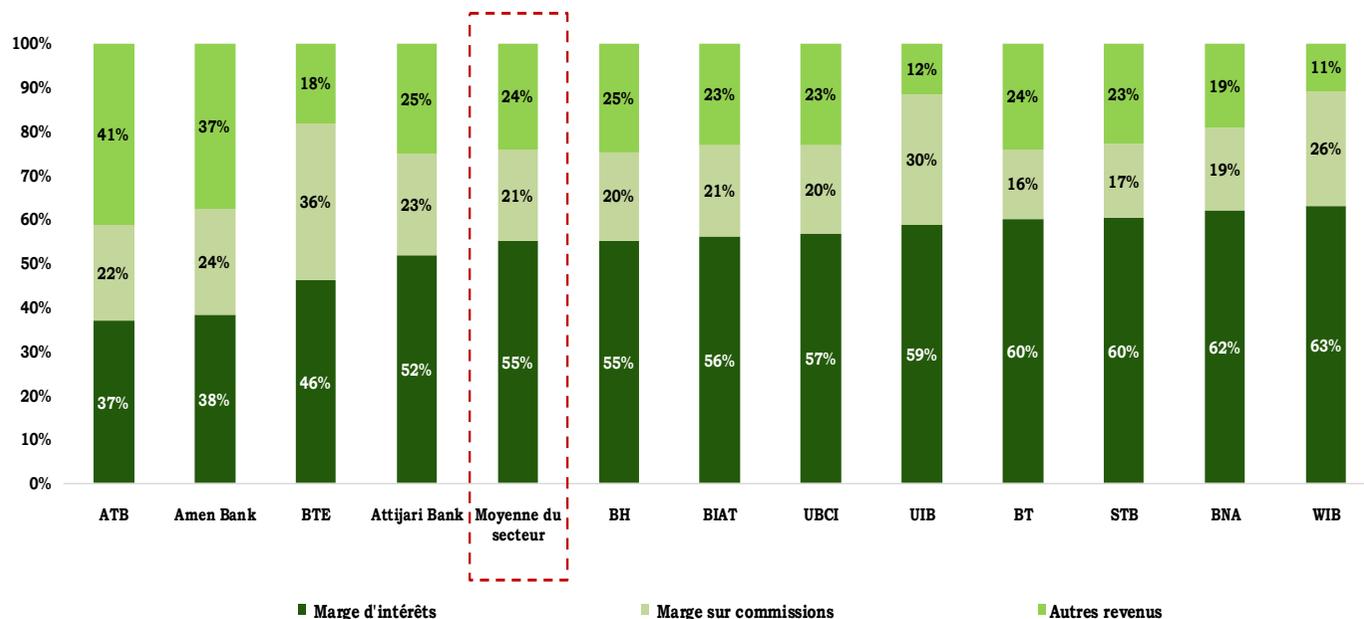
* Les chiffres du PNB au 30 juin 2020 dévoilés par les banques dans leurs indicateurs d'activité intègrent des produits qui peuvent être revus à la baisse suite à une éventuelle publication d'un texte lié au traitement des reports des échéances sur les crédits aux particuliers.

Spread d'intérêt apparent moyen par banque (2019)



- Sur l'année pleine, nous pensons que les revenus du secteur bancaire devraient subir la jonction de plusieurs facteurs défavorables: 1) l'effet prix de la baisse du taux directeur de la BCT, à partir du mois de mars sur la marge d'intérêt, 2) le manque à gagner en termes d'intérêts intercalaires pour les reports des échéances des crédits accordés aux

Structure du PNB du secteur bancaire en 2019



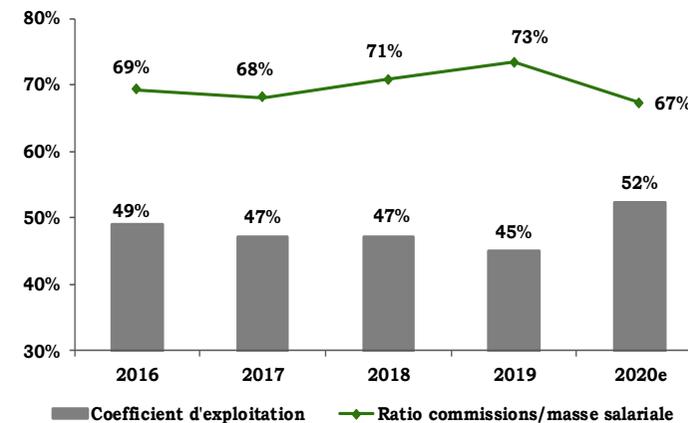
particuliers, et 3) dans une moindre mesure le manque à gagner en termes de commissions suite aux mesures de tarification instituées par la BCT. Côté chiffres, nous tablons sur un repli du PNB de 4,6% à 4,7 milliards de dinars, en 2020.

4) La productivité

- En 2019, la productivité du secteur bancaire coté a opposé la meilleure résistance au contexte social tendu, à l'inflation des coûts et à un environnement prudentiel plus contraignant, impliquant des surcoûts réglementaires. Et pour cause : une croissance vigoureuse du PNB (+13,2%) supérieure à celle des frais généraux (+8,2%), une modération de la politique expansionniste du réseau (13 ouvertures d'agences en 2019 contre 43 ouvertures en moyenne sur la période 2015-2018), une meilleure productivité des agences, et une réduction couplée à une meilleure allocation des

effectifs (baisse des effectifs moyens par agences de 2%* entre 2018 et 2019).

Evolution des indicateurs de productivité du secteur coté



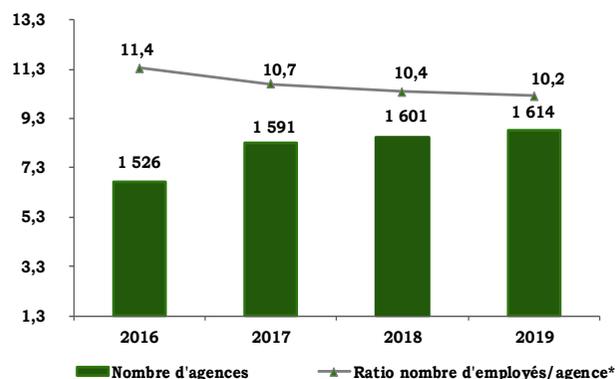
* Ne tenant pas compte de BTE dont l'effectif au 31/12/2019 n'est pas communiqué

▪ 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 et du ratio du nombre d'employés par agence (voir tableau ci-contre).

▪ Toutes les banques de la cote ont enregistré une amélioration de leur coefficient d'exploitation hormis **Wifak Bank** (+33,2 points de taux à 144%), **ATB** (+7,4 points de pourcentage à 74%), **BTE** (+4 points de taux à 76,8%) et **BH** (+0,5% point de pourcentage à 42%). L'évolution des revenus de ces dernières a été insuffisante pour éponger la progression de leurs frais généraux.

▪ La **STB** (un coefficient d'exploitation de 39%) a réalisé un important bond en avant au niveau du coefficient d'exploitation, en 2019, intégrant le trio des banques les plus productives de la place aux cotés de la **BT** (un coefficient d'exploitation de 31,7%) et d'**Amen Bank** (un coefficient d'exploitation de 39,3%). La productivité de la banque publique a profité d'une hausse contenue des frais généraux (+6,6% à 234,2MDt) et de la poursuite du programme de restructuration sociale (départ de 92 personnes à la retraite). Ce constat est d'autant plus appréciable que la banque a poursuivi son programme d'extension du réseau (ouverture de 6 nouvelles agences sur 2019).

Evolution du nombre d'agences et du nombre d'employés par agence



* Ne tenant pas compte de BTE dont l'effectif au 31/12/2019 n'est pas communiqué

Chiffres de 2019	Secteur public	Secteur privé
Coefficient d'exploitation	41,8%	46,2%
Commissions/salaires	65,1%	78,3%
PNB/agence (en MDt)	3,7	2,8
Employés/agence	12,5	9,3

Indicateurs de productivité	Coefficient d'exploitation				Ratio commissions/masse salariale			
	2018	2019	Variation	2020e	2018	2019	Variation	2020e
BT	31,7%	31,7%	≈	34,9%	82,1%	76,4%	▼	70,2%
STB	46,4%	39,0%	▼	47,6%	59,9%	67,2%	▲	60,6%
Amen Bank	39,2%	39,3%	≈	47,4%	87,6%	89,8%	▲	82,5%
BIAT	46,0%	41,7%	▼	46,0%	83,0%	93,7%	▲	88,8%
BH	41,5%	42,0%	▲	48,3%	72,3%	74,0%	▲	72,1%
BNA	48,0%	44,3%	▼	52,5%	54,7%	58,0%	▲	57,1%
Attijari Bank	46,9%	45,5%	▼	47,7%	80,4%	78,8%	▼	68,0%
UIB	46,5%	45,5%	▼	74,1%	90,8%	94,0%	▲	81,0%
UBCI	63,2%	61,8%	▼	75,7%	46,4%	49,6%	▲	38,0%
ATB	66,6%	74,0%	▲	73,6%	56,8%	51,2%	▼	48,8%
BTE	72,8%	76,8%	▲	117,9%	67,9%	70,1%	▲	40,3%
WIB	110,8%	144,0%	▲	85,6%	30,0%	32,4%	▲	51,6%
Secteur bancaire coté	47,1%	45,0%	▼	52,3%	70,8%	73,5%	▲	67,3%

- Les majors privées du secteur privé, la **BIAT** (un coefficient d'exploitation de 41,7%), **Attijari Bank** (un coefficient d'exploitation de 45,5%) et l'**UIB** (un coefficient d'exploitation de 45,5%) continuent à occuper le milieu du tableau en termes de coefficient d'exploitation, en 2019. Ces trois banques affichent une capacité inégalée à poursuivre leur dynamisme commercial sans pénaliser leur productivité. A noter que grâce à leur forte capacité génératrice de commissions, ces trois banques affichent des ratios de couverture de la masse salariale par les commissions appréciables, supérieurs à la moyenne sectorielle (de 73,5% en 2019).

- Wifak Bank** (un coefficient d'exploitation de 144%), **BTE** (un coefficient d'exploitation de 76,8%), **ATB** (un coefficient d'exploitation de 74%) et **UBCI** (un coefficient d'exploitation de 61,8%) restent à la traîne du secteur au rayon de la productivité. Alors que le coefficient d'exploitation élevé est une nouvelle donne pour **Wifak** du fait des investissements importants du démarrage, la sous-productivité est une carence de longue date pour la **BTE**, l'**ATB** et l'**UBCI**. Il s'agit d'un chantier prioritaire pour le nouveau management de l'**ATB** et les futurs repreneurs de la **BTE** et de l'**UBCI**.

- En 2020, avec un PNB qui se replie et des charges d'exploitation qui augmentent, le secteur bancaire accusera sans doute une dégradation ponctuelle de sa productivité. Les dons octroyés par les banques aux structures de l'Etat comme le fonds 1818 dédié à la lutte contre le COVID-19 biaiseront d'autant plus la comparabilité avec l'exercice 2019. Nous considérons ces dons (d'une valeur globale de 105,6MDt pour l'ensemble du secteur, en 2020, selon les dernières données

disponibles) comme des charges faisant partie des surcoûts de la crise actuelle. En conséquence à ce qui précède, nous pensons que le secteur bancaire devrait afficher une progression de son coefficient d'exploitation de 7,3 points de taux à 52,3% en 2020.

5) La qualité du portefeuille

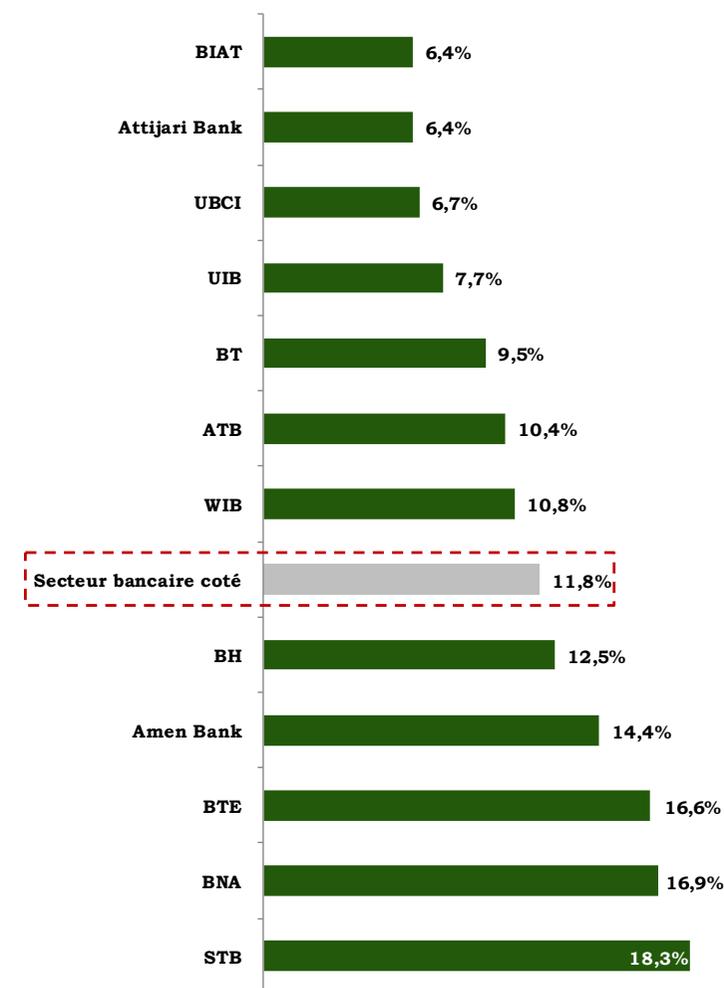
- Malgré un climat des affaires morose et la hausse des risques d'impayé générée par la montée des taux, les banques ont globalement réussi à préserver leur qualité du portefeuille sur l'année 2019. Le stock des créances classées a affiché une évolution timide de 3%, en ligne avec les créances brutes, à 10,4 milliards de dinars, selon nos estimations. Le taux des créances classées global pour le secteur s'est, ainsi maintenu aux alentours de 11,8%.

Chiffres de 2019	Secteur public	Secteur privé
Taux de créances classées moyens estimés	15,9%	9,4%
Taux de couverture moyens estimés	70,1%	68,3%

- Les banques de la place ont poursuivi leur effort de couverture des créances classées, constatant une enveloppe de provisions de 675MDt sur les créances en 2019 (soit 13,6% du PNB sectoriel). Le taux de couverture des créances classées a gagné un point de taux, se montant à 69% et convergeant ainsi vers le niveau recommandé par la BCT (de 70%).

- Toutefois, l'évolution de la qualité du portefeuille à l'échelle sectorielle masque d'importantes disparités entre les banques.

Taux de créances classées par banque (en 2019)



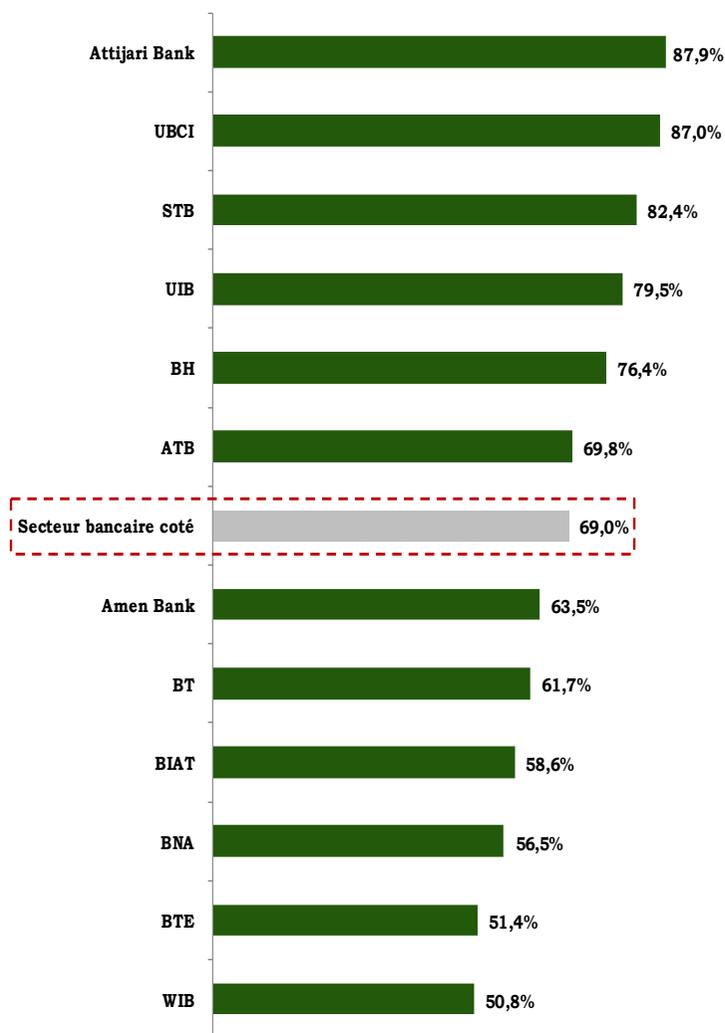
- Attijari Bank** et l'**UBCI** continuent à montrer l'exemple en matière de qualité du portefeuille avec des taux de créances classées inférieurs à 7% et des taux de couverture au-dessus de 80%. Elles confirment leur capacité à maîtriser leurs risques.

- Les autres majors du secteur privé comme la **BIAT** et la **BT** ont beau maintenir des taux de créances classées appréciables, inférieurs à 10% en 2019 (6,4% pour la **BIAT** et 9,5% pour la **BT** mais ont subi une dégradation de leur taux de couverture sur les dernières années en raison notamment de la classification de la société **Carthage Cement** (un taux de couverture de 58,6% pour la **BIAT** et de 61,7% pour la **BT**). Au vu du niveau maîtrisé du taux des créances classées, les efforts de couverture supplémentaires à consentir par les deux banques devraient être limités dans le temps. Nous restons, également confiants à moyen terme dans la capacité de la **BIAT** et de la **BT** à recouvrer leurs créances envers **CC** et à opérer des reprises sur provisions, suite à l'opération de recapitalisation de la cimenterie publique bouclée en ce début d'année (une levée de 206MDt).

- Les banques publiques continuent à tirer profit des efforts de nettoyage du bilan, du démarrage depuis 2018 du traitement transactionnel des créances classées et de la nouvelle politique de crédits plus prudente qui a été instaurée conformément à leur plan de transformation. Le portefeuille des crédits des banques étatiques est désormais, en moyenne, mieux provisionné que leurs pairs privés. Exception faite de la **BNA** qui devrait encore faire des sacrifices au niveau de ses bénéfices pour couvrir convenablement ses créances classées, les deux autres banques publiques affichent doré et déjà des taux de couverture supérieurs à 70%, en 2019.

- En 2020, nous estimons que le choc du COVID-19 devrait faire subir au secteur bancaire une dégradation de la qualité du portefeuille et une flambée du coût du risque.

Taux de couverture des créances classées par banque (en 2019)



- Evidemment l'impact ne sera pas le même pour toutes les banques. Celles qui sont exposées aux secteurs du tourisme, du transport, de l'immobilier et du BTP seront les plus affectées par la crise. En moyenne, nous anticipons un accroissement du coût du risque de 24% (soit +177MDt) à 922MDt en 2020.

6) La rentabilité

- 2019 a été un bon cru pour le secteur bancaire au niveau de la rentabilité. Hormis **Wifak Bank**, toutes les banques ont publié des résultats nets dans le vert.

- Profitant du contexte haussier des taux, d'une amélioration de la productivité et de la gestion des risques, le secteur bancaire a atteint un nouveau cap de rentabilité. La masse bénéficiaire du secteur (hors éléments exceptionnels) a enregistré une croissance remarquable de 21,3%, atteignant 1,5 milliard de dinars.

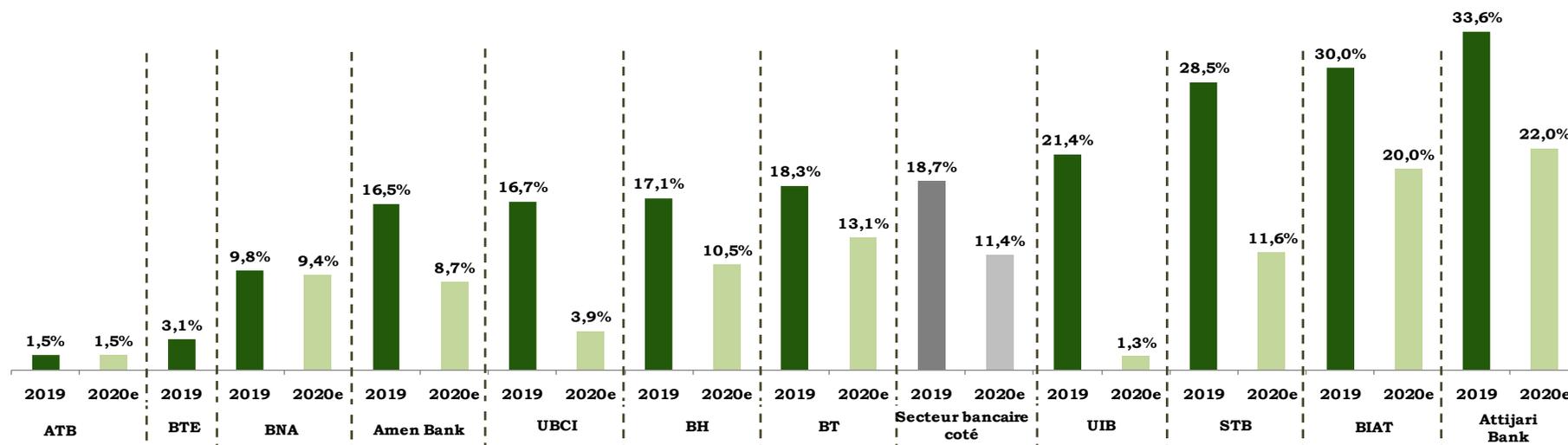
- Au niveau consolidé, les bénéfices nets part du groupe agrégés ont affiché un bond de 25% à 1,5 milliard de dinars*. Cette reprise a permis de rehausser la rentabilité financière (ROE) du secteur, en 2019, de 0,5 point de taux à 18,7% ; un niveau appréciable eu égard à la taille des fonds propres des banques.

- Attijari Bank** et la **BIAT** restent les références du secteur en termes de rentabilité. Leur profil de croissance supérieur à la concurrence et leur capacité à concilier les objectifs de rentabilité et de rigueur leurs valent d'afficher un ROE respectif de 33,6% et de 30%.

- En 2019, la **STB** s'est nettement démarquée de ses consœurs publiques avec un triplement du résultat net part du groupe à 183,4MDt et un ROE de 28,5%, plaçant la banque au troisième rang à l'échelle du secteur.

* Hors éléments exceptionnels comme la contribution exceptionnelle au budget de l'Etat.

ROE part du groupe par banque (2019 et 2020e*)



▪ Les deux autres banques publiques la **BH** et la **BNA** affichent des niveaux de rentabilité financière en deçà de la moyenne sectorielle, en 2019, en dépit des bienfaits des plan de transformation sur la rentabilité et des plus-values du programme de cession d'actifs pour la **BNA** (une plus-value de 12,6MDt en 2019). Les deux banques continuent à tirer vers le bas le ROE du secteur public (un ROE de 16,2%, en 2019) et à creuser son écart par rapport au secteur privé (un ROE de 20,7%, en 2019).

▪ Le secteur bancaire devrait connaître une dégradation de sa rentabilité en 2020 en raison de la décroissance du PNB, de la hausse des frais généraux, provenant notamment des dons aux structures de l'Etat pour lutter contre le COVID-19, et de la flambée du coût du risque.

Chiffres en MDt	Résultat individuel**					Résultat net part du groupe**				
	2018	2019	Variation 2018-2019	2020e	Variation 2019-2020e	2018	2019	Variation 2018-2019	2020e	Variation 2019-2020e
Amen Bank	121,8	146,0	+19,9%	91,5	-37,3%	127,1	147,4	+16,0%	92,0	-37,6%
ATB	7,4	6,4	-14,7%	6,4	+1,5%	9,8	9,1	-7,5%	8,9	+2,0%
Attijari Bank	151,1	178,6	+18,2%	161,8	-9,4%	158,6	186,2	+17,4%	167,9	-9,8%
BH	144,7	147,7	+2,1%	108,5	-26,6%	153,6	145,2	-5,4%	105,7	-27,2%
BIAT	264,7	333,0	+25,8%	295,3	-11,3%	271,1	345,1	+27,3%	306,2	-11,3%
BNA	146,2	190,6	+30,4%	130,5	-31,5%	132,7	199,9	+50,6%	140,7	-29,6%
BT	115,6	135,3	+17,0%	118,6	-12,3%	121,5	134,5	+10,7%	117,7	-12,5%
BTE	1,0	6,0	-	22,6	-	0,9	4,4	-	24,4	-
STB	83,8	162,1	+93,4%	81,0	-50,0%	62,9	183,4	-	99,1	-46,0%
UBCI	51,2	57,5	+12,2%	16,1	-72,0%	54,7	57,4	+4,9%	16,0	-72,2%
UIB	117,6	117,1	-0,4%	10,5	-91,0%	115,1	116,3	+1,1%	9,7	-91,7%
WIB	-	3,8	-	23,0	-	3,8	22,9	-	14,2	-
Secteur bancaire coté	1 201,3	1 457,1	+21,3%	983,3	-32,5%	1 204,1	1 506,0	+25,1%	1 025,4	-31,9%
Secteur public	374,8	500,4	+33,5%	320,0	-36,1%	349,2	528,5	+51,4%	345,6	-34,6%
Secteur privé	825,6	950,7	+15,2%	685,9	-27,9%	854,0	973,1	+13,9%	704,2	-27,6%

* Le ROE de Wifack International Bank en 2019 et en 2020 (estimé) est négatif. Celui de la BTE devrait être négatif en 2020, selon nos estimations.

** Hors éléments exceptionnels comme la contribution exceptionnelle au budget de l'Etat.

▪ Selon nos estimations, la masse bénéficiaire agrégée du secteur devrait subir une contraction de 33% à 1 milliard de dinars, ne tenant pas compte des éléments exceptionnels comme la contribution fiscale au budget de l'Etat. Quant au ROE sectoriel, il devrait reculer, selon nos estimations, de 7,3 points de taux pour s'établir à 11,4% en 2020.

7) La solvabilité

▪ En 2019, le secteur bancaire a affiché une consolidation générale de sa solvabilité. Hormis la **WIB** dont le ratio de solvabilité global pour 2019 n'est pas communiqué, toutes les banques de la cote ont affiché une amélioration de leur solvabilité, au sens du ratio Tier 2.

▪ En réalité, le secteur a profité de la jonction de plusieurs facteurs favorables :

- La croissance organique et soutenue des bénéfices,

- Le ralentissement de la croissance des engagements donc des actifs pondérés par les risques,

- Le renforcement des ressources stables du secteur en raison de l'augmentation de capital de la **BNA** et de la réalisation de quatre levées obligataires subordonnées pour un montant global de 240MDt.

▪ La consolidation de l'assise financière du secteur est également attestée par le ratio du levier financier (fonds propres/total actifs) qui a affiché, en 2019, une évolution positive comparativement à 2018 pour quasiment toutes les banques de la cote (voir tableau ci-contre).

Ratio de solvabilité global (Tier 2)	2018	2019	Variation
BNA	14,7%	18,2%	▲
BT	13,9%	16,8%	▲
Amen Bank	14,6%	15,0%	▲
Attijari Bank	12,5%	14,2%	▲
BTE	12,6%	13,9%	▲
STB	10,7%	12,6%	▲
UIB	11,3%	12,4%	▲
BIAT	10,1%	12,2%	▲
BH	10,7%	11,1%	▲
UBCI	10,4%	11,1%	▲
ATB	10,2%	10,5%	▲
WIB	29,5%	N.C	-

▪ Dans la continuité de 2018, la **BNA** s'est offert la plus forte augmentation du ratio de solvabilité global à l'échelle du secteur en 2019 (+2,5 points de taux) à 18,2%, soit quasiment le double de l'exigence réglementaire (un minimum de 10%). La bonne orientation de l'activité intrinsèque, la poursuite du programme de cession d'actifs et la réalisation de l'augmentation de capital avec succès courant l'été 2019 expliquent cette performance. Avec son matelas confortable de fonds propres (1,5 milliard de dinars, soit les fonds propres les plus élevés de la place), la banque est bien outillée pour repartir à la quête des parts de marché et revigorer sa croissance dans les prochaines années

Chiffres individuels en MDt	Fonds propres avant affectation			Lever financier (Fonds propres/ total actifs y compris les actifs hors bilan)		
	2018	2019	Variation	2018	2019	Variation
Amen Bank	905,3	1 014,5	+12,1%	7,1%	7,9%	▲
ATB	546,5	545,8	-0,1%	7,6%	6,6%	▼
Attijari Bank	635,5	720,3	+13,3%	5,8%	5,9%	≈
BH	867,3	981,1	+13,1%	7,1%	7,2%	≈
BIAT	1 223,1	1 471,6	+20,3%	5,9%	6,9%	▲
BNA	1 152,1	1 522,9	+32,2%	7,6%	8,6%	▲
BT	839,3	918,4	+9,4%	10,2%	11,1%	▲
BTE	131,1	137,0	+4,6%	7,3%	7,6%	▲
STB	870,2	1 027,9	+18,1%	6,9%	7,6%	▲
UBCI	354,0	387,5	+9,5%	5,5%	6,8%	▲
UIB	530,5	623,5	+17,5%	7,0%	7,8%	▲
WIB	182,2	159,0	-12,7%	25,0%	17,5%	▼
Secteur bancaire coté	8 237,0	9 509,4	+15,4%	7,1%	7,7%	▲
<i>Dont secteur public</i>	<i>2 889,6</i>	<i>3 531,9</i>	<i>+22,2%</i>	<i>7,2%</i>	<i>7,9%</i>	<i>▲</i>
<i>Dont secteur privé</i>	<i>5 216,4</i>	<i>5 840,5</i>	<i>+12,0%</i>	<i>7,0%</i>	<i>7,5%</i>	<i>▲</i>

- Anticipant le renforcement de la solvabilité de la banque, le management de la **BNA** avait promis en 2019, en marge de l'augmentation du capital, le retour à la distribution des dividendes au titre de 2019, après six années blanches pour les actionnaires (un dividende de 0,500Dt par action, soit un payout de 26%). Mais ce retour aux dividendes n'a pas pu se concrétiser vu la décision de la BCT de suspendre la distribution des dividendes pour toutes les banques au titre de 2019.

- **Amen Bank** a atteint un nouveau palier de fonds propres, entrant ainsi dans le club restreint des banques avec une assise financière supérieure à 1 milliard de dinars. Cette évolution couplée au trend baissier des crédits a été bénéfique pour les ratios de solvabilité de la banque. Le ratio Tier 1 et le ratio Tier 2 se sont respectivement établis à 11,4% et à 15% à fin 2019.

- Conforté par les bons résultats de 2019 et le renforcement des indicateurs de solvabilité de la **BIAT** (progression respective du ratio Tier 1 et Tier 2 de 2,4 points de taux à 10,6% et de 2,1% à 12,2% en 2019), le management de la banque a décidé de renoncer à l'appel au marché annoncé en 2018.

- Dans la continuité de 2019 et malgré la baisse attendue des bénéfices en 2020, le secteur bancaire devrait connaître une consolidation de sa solvabilité en 2020 grâce à la suspension de la distribution des dividendes par la BCT au titre de l'exercice 2019.

III - Modèle de Scoring

- Etant donnée 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 2019,

- La croissance moyenne des crédits neufs : de l'encours des crédits sur la période 2018-2019,

- Le ratio de transformation réglementaire à fin 2019.

2) Le Produit Net Bancaire (2019)

- Nous préférons les banques qui affichent la physionomie du PNB les plus favorables à la baisse des taux et la structure de la collecte la plus avantageuse. Ces indicateurs sont appréciés par :

- L'exposition à la marge d'intérêt,

- Le coût estimé des ressources,

- Le spread d'intérêt estimé,

- La part des dépôts à vue dans le total « dépôts ».

3) La productivité (2019)

- Ce critère est mesuré par le coefficient d'exploitation et par le ratio de couverture de la

masse salariale par les commissions.

4) La qualité du portefeuille (2019)

- Elle est évaluée par le taux de créances classées et le taux de couverture.

5) La rentabilité des fonds propres (estimations de 2020)

- Elle est mesurée par le ROE net part du groupe sans prendre en considération les plus-values éventuelles sur cession des participations dans les entreprises non financières en vertu de la Loi Bancaire de 2016.

6) La solvabilité (2019)

- Cet indicateur reflète la solidité financière d'une banque. En l'absence d'une information exhaustive sur le ratio Core Tier 1 (qui apprécie la solidité des fonds propres stricto sensu), notre analyse se limitera au ratio Tier 2; un indicateur qui tient compte des fonds propres complémentaires.

7) Le ratio du levier (2019)

- Le ratio du levier représente une mesure non pondérée de la solvabilité bancaire. Bien qu'aucune exigence réglementaire n'ait été encore imposée en matière de levier financier, l'utilisation du critère du levier 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 y compris les expositions hors bilan.

8) Les ratios de valorisation boursière (estimés pour 2020)

▪ 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, 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. Les retraitements incluent, de surcroît, la dotation de l'Etat à la STB (117MDt) et ne tiennent pas compte des plus ou moins-values éventuelles sur la cession des participations pour se conformer à la limite de 20% sur le capital des entreprises non financières.

9) La liquidité boursière (sur la période 2019-S1 2020)

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

Résultats du modèle de Scoring (1)

Chiffres au 31 décembre 2019 (sauf indication contraire)	Dynamique commerciale						Produit Net Bancaire								Productivité			
	Part de marché dépôts		Croissance moyenne des crédits sur la période 2018-2019		Ratio de transformation réglementaire		Exposition à la marge d'intérêt		Coût des ressources		Spread d'intérêt		Part des dépôts à vue dans le total des dépôts		Coefficient d'exploitation		Ratio commissions /masse salariale	
	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang
1) Attijari Bank	11%	3	5%	8	108%	1	52%	4	4,2%	3	5,5%	1	45%	3	45%	7	80%	4
2) BIAT	20%	1	5%	7	109%	2	56%	6	3,9%	2	5,3%	3	48%	2	42%	4	83%	2
3) BT	6%	9	4%	9	111%	3	60%	9	5,2%	6	4,7%	5	30%	9	32%	1	82%	5
4) BH	10%	5	12%	3	139%	11	55%	5	6,1%	9	3,5%	9	32%	5	42%	3	72%	6
5) UIB	8%	7	6%	6	117%	5	59%	8	5,1%	5	4,4%	6	31%	7	46%	6	91%	1
6) AMEN BANK	8%	6	-3%	11	119%	6	38%	2	6,4%	11	4,3%	8	28%	10	39%	2	88%	3
7) BNA	13%	2	9%	4	NC	12	62%	11	6,4%	12	4,4%	7	26%	11	44%	8	55%	9
9) STB	11%	4	14%	2	137%	10	60%	10	5,1%	4	4,9%	4	24%	12	39%	5	60%	8
8) UBCI	4%	10	-3%	12	120%	7	57%	7	3,7%	1	5,3%	2	57%	1	62%	9	46%	11
10) ATB	8%	8	9%	5	124%	9	37%	1	5,3%	7	3,0%	11	32%	6	74%	10	57%	10
11) BTE	1%	11	2%	10	121%	8	46%	3	5,8%	8	3,2%	10	31%	8	77%	11	68%	7
12) WIB	1%	12	26%	1	112%	4	63%	12	6,1%	10	2,3%	12	35%	4	144%	12	30%	12
Moyenne sectorielle	-	-	7%	-	-	-	55%	-	5,5%	-	4,3%	-	32%	-	45%	-	71%	-

Résultats du modèle de Scoring (2)

Chiffres au 31 décembre 2019 (sauf indication contraire)	Qualité du portefeuille				ROE net part du groupe 2020e		Ratio de solvabilité (Tier 2)		Ratio du levier		Ratios de valorisation ⁽¹⁾						Liquidité boursière: Taux de rotation sur la période 2019-S1 2020		Score final
	Taux de créances classées		Taux de couverture								P/B ajusté 2020e*		P/E 2020e*		Yield 2020e*				
	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	
1) Attijari Bank	6,4%	1	87,9%	1	22%	1	14,2%	4	6%	12	1,2	10	6,9	5	7,8%	2	4%	8	156
2) BIAT	6,4%	2	58,6%	9	20%	2	12,2%	8	7%	9	1,0	9	5,4	4	6,4%	4	4%	7	151
3) BT	9,5%	5	61,7%	8	13%	3	16,8%	2	11%	2	1,6	12	12,8	7	4,5%	6	7%	4	129
4) BH	12,5%	8	76,4%	5	10%	5	11,1%	9	7%	8	0,3	2	3,5	1	7,6%	3	3%	9	128
5) UIB	7,7%	4	79,5%	4	1%	10	12,4%	7	8%	5	0,8	7	60,4	10	1,2%	9	7%	5	122
6) AMEN BANK	14,4%	9	63,5%	7	9%	7	15,0%	3	8%	4	0,6	5	7,4	6	5,3%	5	2%	11	118
7) BNA	16,9%	11	56,5%	10	9%	6	18,2%	1	9%	3	0,4	3	4,0	2	12,7%	1	6%	6	115
9) STB	18,3%	12	82,4%	3	12%	4	12,6%	6	8%	6	0,4	4	5,5	3	0,0%	10	3%	10	114
8) UBCI	6,7%	3	87,0%	2	4%	8	11,1%	10	7%	10	1,0	8	28,0	8	2,7%	7	1%	12	106
10) ATB	10,4%	6	69,8%	6	1%	9	10,5%	11	7%	11	0,6	6	37,1	9	2,1%	8	8%	3	98
11) BTE	16,6%	10	51,4%	11	Négatif	12	13,9%	5	8%	7	0,3	1	n.s	11	0,0%	10	15%	1	87
12) WIB	10,8%	7	50,8%	12	Négatif	11	N.C	12	17%	1	1,5	11	n.s	12	0,0%	10	13%	2	74
Moyenne sectorielle	11,9%	-	69,0%	-	11%	-	-	-	8%	-	0,8	-	7,4	-	5,3%	-	6%	-	117

* Données au 14/08/2020.

IV - Valorisation et opinions de Tunisie Valeurs

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 de la place qui ont maintenu une politique de crédits dynamique sur les dernières années et qui affichent une collecte bon marché et les ratios prudentiels les plus solides. Ces dernières sont le plus à même de résister à la crise du COVID-19, à l'assèchement de la liquidité et au durcissement du cadre réglementaire. Avec des fondamentaux

qui se distinguent nettement de la concurrence, **Attijari Bank** et **BIAT** devraient continuer à profiter d'un mouvement de « *Flight To Quality* ».

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 **BT**, la **BH** et l'**UIB**.

3) Les valeurs sous-surveillance: Nous suivons de plus près les titres **Amen Bank**, **BNA**, **STB**, **UBCI** et **ATB**. Ces valeurs méritent un détour dans l'attente d'un ajustement technique que nous pensons légitime compte tenu de leur valorisation

abordable.

3) Les valeurs à alléger : Les banques qui présentent un profil de risque plus élevé que la concurrence. Le contexte pénalisant avec lequel coïncide le démarrage de **Wifack International Bank**, le manque de visibilité sur les perspectives de la **BTE** et la dégradation importante attendue de la rentabilité en 2020 nous incitent à la prudence. Nous préférons réduire notre exposition à ces valeurs en attendant des jours meilleurs.

Valeur	Capitalisation (en MDt)*	P/E 2020e*	P/B ajusté 2020e*	Yield 2020e*	Performance 2020*	Points forts/Opportunités	Points faibles/Menaces	Recommandation
Attijari Bank	1151	6,9	1,2	7,8%	-14%	<ul style="list-style-type: none"> - 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 vigoureuse et une collecte parmi les moins coûteuses de la place. - Une capacité de résilience prouvée: la banque la plus rentable et la plus liquide (selon le ratio de transformation réglementaire) du secteur coté. - Une qualité du portefeuille dans les standards les plus hauts du secteur: Attijari affiche incontestablement le portefeuille de crédits le mieux provisionné de la place. 	<ul style="list-style-type: none"> - Un coefficient d'exploitation et un ratio du levier qui se comparent défavorablement par rapport aux majors du secteur. 	<ul style="list-style-type: none"> - 3^{ème} capitalisation du secteur derrière la BIAT et BT, Attijari Bank a affiché depuis le début de l'année, un parcours boursier dans le rouge, qui renforce d'autant plus l'attractivité de sa valorisation - La liquidité élevée de la banque et sa qualité du portefeuille lui donnent une marge de manœuvre considérable pour déjouer les tensions monétaires et relever la défis de la crise du COVID- 19. <p>Acheter (+)</p>
BIAT	1665	5,4	1,0	6,4%	-14%	<ul style="list-style-type: none"> - 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 dominante 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 crédit avec une faible présence sur le secteur du tourisme (5% des engagements). - Le portefeuille de créances parmi les plus sains du secteur avec un taux de créances classées nettement inférieur à la concurrence. - Avec une marge de flexibilité de 11 points de taux au niveau du ratio de transformation, par rapport à l'exigence réglementaire, la BIAT pourrait facilement revigorer sa croissance sur les crédits dans les prochaines années. 	<ul style="list-style-type: none"> - Une politique de provisionnement moins rigoureuse que par le passé. La BIAT devrait sacrifier ses bénéfices, dans les prochaines années, pour renouer avec le seuil recommandé par la BCT en termes de couverture. 	<ul style="list-style-type: none"> - Le titre a été lésé par le courant vendeur qui s'est déclenché depuis l'avènement de la crise du COVID-19 en Tunisie. La BIAT affiche des multiples qui intègrent les surcoûts de la crise et l'effort supplémentaire à déployer par le management pour rattraper le retard pris en matière de couverture des créances classées. - Vu l'appartenance de Tunisie Valeurs au Groupe BIAT depuis mars 2020, nous nous abstenons d'émettre une opinion sur la valeur.

* Données au 14/08/2020.

Valeur	Capitalisation (en MDt)*	P/E 2020e*	P/B ajusté 2020e*	Yield 2020e*	Performance 2020*	Points forts/Opportunités	Points faibles/Menaces	Recommandation
BT	1507	12,8	1,6	4,5%	-14%	<ul style="list-style-type: none"> - Après avoir été longtemps timide au niveau de sa croissance, la BT a amorcé une stratégie commerciale plus agressive qui a commencé à porter ses fruits avec une consolidation de la rentabilité. - Malgré une politique de rémunération parmi les plus attractives du marché (adoption de la politique d'intéressement), la BT demeure une véritable référence en terme de productivité. - Une assise financière parmi les plus solides du secteur coté (un ratio de solvabilité global de 16,8%) 	<ul style="list-style-type: none"> - Une exposition élevée à la marge d'intérêt défavorable en cette période de taux baissiers et une dégradation de la qualité du portefeuille sur les dernières années qui affectera les bénéfices futurs - Un réseau d'agences nettement moins développé, comparativement à ses pairs de taille comparable (126 agences pour la BT Vs 144 pour l'UIB et 161 pour Amen Bank). 	<ul style="list-style-type: none"> - Malgré la clôture, plus tôt cette année, à hauteur de 77% de l'augmentation de capital de Carthage Cement, cimenterie publique en difficulté pour laquelle la BT constitue la principale banque créancière, le parcours de la valeur a été décevant cette année. - Les prémices de récession et les mesures de soutien aux entreprises et aux ménages devraient immanquablement impacter les banques en 2020. Mais, vu la gestion rigoureuse de la BT, sa bonne culture de risque et la diversification saine de son portefeuille des crédits, la banque est bien outillée pour résister à la crise actuelle. <p>Conserver (+)</p>
BH	374	3,5	0,3	7,6%	-34%	<ul style="list-style-type: none"> - Des avancées notables dans le programme de restructuration et un rapprochement des standards du secteur privé (recapitalisation, relance commerciale, assainissement du portefeuille et restructuration des ressources humaines). - Une courbe ascendante des résultats qui confirme la capacité de la banque à concilier les objectifs de croissance et de rigueur prudentielle. - Des leviers de rentabilité potentiels: montée en force des commissions, meilleure diversification de la collecte et des crédits. 	<ul style="list-style-type: none"> - La banque semble subir les effets « secondaires » de sa stratégie de conquête des parts de marché entamée depuis 2015: un ratio de transformation réglementaires parmi les plus élevés du secteur, et un spread de crédit tendu par rapport à la concurrence. - Une exposition élevée aux secteurs immobilier et du BTP (qui sont respectivement de 20% et de 8%) qui devrait pénaliser la qualité du portefeuille dans la conjoncture malmenée de la période post-COVID. 	<ul style="list-style-type: none"> - Pour la troisième année de suite, le leader des crédits logement n'a pas fait bonne figure sur le marché. Les anticipations sur le ralentissement de la croissance de la banque, le changement managérial opéré depuis mai 2019, l'avènement de la crise sanitaire du COVID-19 et la décision de la BCT de sursoir à toute distribution de dividendes par les banques ont pesé sur le comportement du titre en bourse. - Une valorisation alléchante pour une banque très avancée dans son processus de restructuration et dont les fondamentaux sont très proches des standards du secteur privé. Néanmoins, au regard des niveaux de valorisation actuels affichés par le secteur bancaire, c'est le « <i>Flight to Quality</i> » qui prévaut. Conserver (+)

* Données au 14/08/2020.

Valeur	Capitalisation (en MDt)*	P/E 2020e*	P/B ajusté 2020e*	Yield 2020e*	Performance 2020*	Points forts/Opportunités	Points faibles/Menaces	Recommandation
UIB	550	60,4	0,8	1,2%	-26%	<ul style="list-style-type: none"> - Une dynamique commerciale confirmée et une forte capacité génératrice de commissions avec la 2^{ème} plus forte contribution des commissions dans le PNB à l'échelle du secteur. - Une diversification saine du portefeuille de crédits: le tourisme et la promotion immobilière représentent une part insignifiante dans l'encours de crédits de la banque (2% des engagements). - Une bonne qualité des actifs et une productivité en ligne avec le secteur. - Une rentabilité des fonds propres qui se compare favorablement à ses pairs privés (un ROE de 21,4%). 	<ul style="list-style-type: none"> - Une banque de taille moyenne (8^{ème} rang en terme des dépôts et 7^{ème} rang en terme de crédits). - Une activité de placement en bons du Trésor timide (un encours de 109MDt, soit 2% du total actifs). - Une exposition élevée à la marge d'intérêt impliquant une forte sensibilité à la baisse des taux au niveau du PNB. - Une exposition élevée au segment des particuliers (presque la moitié des engagements), générant un important manque à gagner au niveau de la marge d'intérêt en 2020 suite au moratoire d'échéances pour cette catégorie de clientèle. 	<ul style="list-style-type: none"> - La banque a déçu pour la deuxième année de suite par ses performances boursières. - L'UIB a beau figurer parmi les banques les plus exposées au segment des particuliers- segment pour lequel le moratoire d'échéances décrété par la BCT en 2020 crée un important manque à gagner en termes de rentabilité, il n'en demeure pas moins que la banque est bien outillée pour rebondir de plus belle à partir de 2021; année où sa valorisation devrait être ramenée à des niveaux plus conciliants avec le passé. L'adossement de l'UIB au Groupe Société Générale et les avancées réalisées en matière d'adoption des normes internationales de solvabilité et de liquidité constituent des garanties additionnelles pour surmonter la crise actuelle. Conserver (+)
Amen Bank	681	7,4	0,6	5,3%	-12%	<ul style="list-style-type: none"> - Après des années de course aux parts de marché, la banque change de priorités, focalisant ses efforts sur le rééquilibrage de son bilan: rationalisation des octrois de crédits et désengagement des ressources chères. - La banque jouit d'une structure du PNB parmi les plus diversifiées du secteur. - La productivité reste l'atout majeur d'Amen Bank. La banque affiche le coefficient d'exploitation parmi les plus faibles du secteur (39%). - Avec un ratio de solvabilité confortable (un ratio Tier 2 de 15%), Amen Bank est bien outillée pour reprendre sa place dans le secteur. - L'appartenance de la banque au Groupe Amen, un groupe solide et diversifié, lui permet d'alimenter sa croissance. 	<ul style="list-style-type: none"> - La qualité du portefeuille demeure le talon d'Achille de la banque. Fortement exposée aux secteurs de la promotion immobilière et du tourisme (les deux secteurs totalisent 18% des engagements de la banque en 2019), la banque pâtit des effets de la crise sur son portefeuille de créances (un taux de créances classées de 14,4%). - Bien qu'en amélioration sur les dernières années, le taux de couverture des créances classées reste inférieur au niveau recommandé par la BCT. Des concessions sont nécessaires sur les futurs bénéfices pour couvrir convenablement les risques. 	<ul style="list-style-type: none"> - Amen Bank a été pénalisée en bourse par le choc du COVID-19 et la succession d'annonces « défavorables » pour les investisseurs, comme la décision de suspendre la distribution des dividendes par les banques. Les niveaux de valorisation sont facialement attrayants. Cependant, nous estimons que les multiples de la banque reflètent convenablement ses fondamentaux actuels. Conserver

* Données au 14/08/2020.

Valeur	Capitalisation (en MDt)*	P/E 2020e*	P/B ajusté 2020e*	Yield 2020e*	Performance 2020*	Points forts/Opportunités	Points faibles/Menaces	Recommandation
BNA	556	4,0	0,4	12,7%	-27%	<p>- Première banque du secteur public, la BNA a affiché en 2019 des réalisations conformes aux promesses de son dernier appel au marché. Le vaste plan de transformation lancé en 2015 va bon train et continue à porter ses fruits au niveau des indicateurs de la banque publique: une dynamique commerciale qui ne s'en dément pas et des niveaux de rentabilité soutenus, malgré l'accalmie au niveau du programme de cession d'actifs et la charge comptable exceptionnelle relative à la régularisation des dotations de l'Etat en 2019 (de 80MDt).</p> <p>- La solide croissance bénéficiaire et la recapitalisation réussie l'année dernière ont significativement renforcé l'assise financière de la banque. La BNA jouit aujourd'hui de niveaux de solvabilité presque inégalés sur le marché, qui équivalent quasiment au double des minima réglementaires.</p> <p>- Contrairement à son nom, la BNA est présente dans tous les secteurs clés de l'économie. Elle affiche aujourd'hui une faible exposition au secteur agricole (une proportion de 10% dans l'encours des engagements).</p>	<p>- Une qualité du portefeuille qui stagne sur les dernières années. Avec un taux de créances classées de 16,9% et un taux de couverture de 56,5%, la qualité d'actifs de la BNA reste fragile. L'effet de dilution créé par les nouveaux crédits sains produits sur les dernières années (1,6 milliard de dinars distribués sur la période 2018-2019) a été limité et l'effort de provisionnement déployé reste en deçà des attentes..</p> <p>- Une exposition élevée à la marge d'intérêt défavorable pour la banque en période de taux baissiers.</p>	<p>- Les annonces sur les dégâts économiques attendus de la crise du COVID -19 et la « mise en sursis » du retour aux dividendes après plusieurs années blanches pour les actionnaires ont jeté un froid sur le comportement du titre en bourse. La banque affiche une valorisation basse compte non tenu des plus values latentes sur son portefeuille de participations cotées et non cotées (d'une valeur aux livres nette de 128MDt). Nous mettons le titre sous surveillance et restons attentifs quant à l'évolution des fondamentaux de la banque dans ses prochaines publications. Conserv</p>
STB	544	5,5	0,4	0%	-25%	<p>- La STB continue à récolter les fruits de son programme de restructuration et à rompre progressivement avec son image contre-productive héritée du passé. Décidément, la banque a profité de la reprise du secteur du tourisme l'année passée. Elle affiche, désormais, une productivité appréciable et une meilleure maîtrise de ses ratios prudentiels.</p>	<p>- Des fragilités structurelles qui devraient être exacerbées par la crise du COVID-19:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) une surexposition au secteur du tourisme qui concentre 17% des engagements de la banque en 2019, 2) une qualité du portefeuille héritée du passé et parmi les plus vulnérables du secteur: un taux de créances classées de 18,3% couvertes à hauteur de 82,4%, 3) une situation critique de certaines filiales comme la BFT et la TFB qui continuent à cumuler les déficits. <p>- Un ratio de transformation réglementaire tendu et parmi les plus élevés du secteur.</p>	<p>- La STB a affiché en 2020 un parcours boursier dans le rouge qui va à l'encontre de ses réalisations récentes. Sur le papier, la valorisation est intéressante. Cependant, l'exposition élevée au secteur du tourisme constitue un point de vigilance particulier pour nous à l'aune de la crise du COVID-19. Les retombées de cette crise devraient retarder le chantier de la restructuration. Elles constituent une menace pour l'élan de la banque et pour les priorités de son management (décollage commercial et assainissement du portefeuille). Conserv</p>

* Données au 14/08/2020.

Valeur	Capitalisation (en MDt)*	P/E 2020e*	P/B ajusté 2020e*	Yield 2020e*	Performance 2020*	Points forts/Opportunités	Points faibles/Menaces	Recommandation
UBCI	447	28,0	1,0	2,7%	-25%	<ul style="list-style-type: none"> - La filiale du Groupe BNP Paribas a réussi à imposer sa rigueur comme exemple: un portefeuille de créances parmi les plus sains de la place (taux de créances classées de 6,7% et « zéro exposition au secteur du tourisme) et une politique de provisionnement stricte (un taux de couverture des créances classées de 87%). - Une structure des dépôts avantageuse: 57% des ressources sont constituées par des dépôts non rémunérés et un spread d'intérêt parmi les plus élevés du secteur coté (5,3% contre une moyenne sectorielle de 4,3%). 	<ul style="list-style-type: none"> - Positionnée en bas du tableau, l'UBCI est restée timide au niveau de sa croissance: un réseau commercial qui s'est réduit à 103 agences depuis 2018 et des parts de marché qui stagnent. - Malgré les efforts de maîtrise des coûts consentis sur les dernières années, l'UBCI reste la banque la moins productive du secteur privé après l'ATB: un coefficient d'exploitation de 62% contre une moyenne de 45% pour la concurrence privée. - Un ratio de solvabilité limite (11,1%) qui constitue une contrainte pour la croissance future de la banque. - Une rentabilité financière inférieure à la moyenne du secteur privé (un ROE de 17% contre une moyenne de 20% pour la concurrence privée). 	<ul style="list-style-type: none"> - 2020 a été placée sous le signe des prises de bénéfice après une performance honorable en 2020. L'information sur le partenariat capitalistique annoncé en août 2019 entre l'UBCI et le Groupe CARTE par le désengagement du Groupe BNP Paribas du capital se fait de plus en plus rare sur le marché. - Si la banque affiche une bonne qualité de portefeuille, son influence reste limitée dans le secteur. Une stratégie de croissance plus dynamique devrait avoir un réel impact sur la rentabilité à long terme de l'UBCI. Attendons de voir ...mais pour l'heure, et compte tenu des niveaux de valorisation corrects du titre et de sa faible liquidité (cotation en mode fixing), notre recommandation est: Conserver.
ATB	330	37,1	0,6	2,1%	-19%	<ul style="list-style-type: none"> - Une exposition historiquement faible à l'activité du crédit qui limite l'impact sur le PNB de la baisse des taux. - Une orientation vers une activité bancaire plus classique qui permettrait à la banque de diversifier ses sources de revenus et de modérer son exposition aux activités du portefeuille. La banque affiche, en effet, la plus forte exposition à l'activité de placement à l'échelle du secteur (une proportion de 41% pour l'ATB contre une part de 24% en moyenne pour le secteur). 	<ul style="list-style-type: none"> - Une banque positionnée en milieu de tableau (7^{ème} position en terme de dépôts et 8^{ème} rang en terme de crédits). - Une rentabilité des fonds propres et une productivité en deçà des standards du secteur privé. - Une dégradation de la qualité du portefeuille depuis 2014. 	<ul style="list-style-type: none"> - Le ralliement boursier insufflé par le changement managérial est été de courte durée pour l'ATB. Les pressions vendeuses suivant l'avènement de la crise du COVID-19 ont malmené l'action. Sur le papier, la valorisation est basse en termes de P/B mais l'attentisme pèse sur le titre au vu de la conjoncture atone. Le potentiel de redressement est important sur le moyen terme pour restaurer le prestige de l'ATB. Conserver.

* Données au 14/08/2020.

Valeur	Capitalisation (en MDt)*	P/E 2020e*	P/B ajusté 2020e*	Yield 2020e *	Performance 2020*	Points forts/Opportunités	Points faibles/Menaces	Recommandation
BTE (ADP)	10	n.s**	0,3	0%	+7%	<ul style="list-style-type: none"> - La faible taille de la banque lui permet d'afficher des taux de croissance plus élevés que la concurrence. - La BTE affiche la plus forte contribution de commissions dans le PNB à l'échelle du secteur (36% pour la BTE contre une moyenne sectorielle de 21%, en 2019). - Un niveau de solvabilité « correct » (12% en 2019 qui permet à la banque de maintenir une politique de croissance relativement dynamique. 	<ul style="list-style-type: none"> - Une banque restée peu active sur le marché avec une part de marché dépôts d'à peine 1% et un ratio de transformation réglementaire limite (de 121% en 2019). - Une taille reste réduite et une capacité de prise de risque limitée (des fonds propres de 137MDt). - Une situation de sureffectif et une productivité nettement en deçà des normes du secteur (un coefficient d'exploitation de 77%). - La banque a subi une importante dégradation de sa qualité du portefeuille depuis la Révolution (un taux de créances classées de 16,6% couvertes à hauteur de 51,4% en 2019). Le coût du risque (11MDt, soit 21% du PNB en 2019), absorbe une majeure partie de la rentabilité. 	<ul style="list-style-type: none"> - Devenue action ordinaire (depuis 2016) après deux exercices successifs de non distribution de dividendes, la BTE affiche un parcours boursier dans le vert, à contre-courant de la tendance sectorielle. Un processus de privatisation en suspens qui lasse les investisseurs et entrave la mise en place d'une véritable stratégie. Une valorisation bradée mais le déficit qui s'annonce en 2020 ne rassure pas le marché. Alléger
WIB	205	n.s**	1,5	0%	0%	<ul style="list-style-type: none"> - Une opportunité unique pour des investisseurs islamiques pour s'exposer au secteur bancaire coté. - Wifack International Bank 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. - 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 Privé) lui offre le soutien nécessaire pour développer son activité. 	<ul style="list-style-type: none"> - Le lancement de l'activité coïncide avec un contexte contraignant marqué par: 1) une conjoncture en berne, 2) la rareté des financements islamiques 3) la concurrence potentielle des banques conventionnelles autorisées par la nouvelle loi bancaire de 2016 à créer des fenêtres islamiques. Autant de facteurs qui pénaliseraient le décollage rapide de l'activité. - La banque passe encore par une phase de transition. La restructuration institutionnelle étant finalisée, Wifack devrait gagner le pari de la croissance profitable. Un objectif qui nous semble difficile sur le court terme en raison des efforts d'investissement importants qui plombent la rentabilité et du contexte sectoriel difficile actuellement.. 	<ul style="list-style-type: none"> - La banque fait du surplace en bourse depuis le début de l'année. Avec une capitalisation de 205MDt, la valorisation est chère comparativement à la moyenne sectorielle. - La banque passe par une phase d'investissement lourde qu'elle mettra du temps pour rentabiliser. Ce faisant, investir dans le titre n'a de sens que si l'on raisonne sur le moyen et long terme. - Le potentiel de croissance de la banque est certain. Cependant, nous préférons réduire notre exposition sur le titre en attendant de voir les prémices de la rentabilité. Alléger
Secteur bancaire coté	8020	7,4	0,8	5,3%	-17,9%			

* Données au 14/08/2020.

** Non significatif