

Points Clés

- ♦ Une collecte dynamique, en 2020, impulsée par la politique monétaire non conventionnelle de la Banque Centrale, et ce malgré la morosité ambiante et les mesures fiscales prises par le Gouvernement, ciblant les dépôts à terme. Au même volet de l'activité d'intermédiation, nous notons une bonne orientation de l'activité du crédit, en 2020, soutenue par la bonne collecte, le relâchement de la politique de refinancement de la Banque Centrale, les mesures de relance de l'économie prises par le Gouvernement et l'assouplissement de la réglementation prudentielle, notamment, en ce qui concerne le ratio de transformation réglementaire.
- ♦ Une importante baisse de régime au niveau du PNB, en 2020, générée par le ralentissement de l'activité économique en relation avec la crise de la Covid-19 et les mesures mises en œuvre par les pouvoirs publics et la Banque Centrale pour soulager les entreprises et les ménages.
- ♦ Une résistance au niveau de la qualité du portefeuille favorisée par le moratoire d'échéances décrété par la Banque Centrale en 2020 et une flambée du coût du risque en lien avec l'impact de l'entrée en vigueur de la circulaire n° 2021-01 relative aux provisions collectives, ainsi qu'une aggravation anticipée des impayés et des entrées en défaut impactée par la crise sanitaire de la Covid-19. La hausse substantielle du coût du risque a plombé la rentabilité des banques, en 2020.
- ♦ Une consolidation globale de la solvabilité, en 2020. Cette évolution a profité de la suspension de la distribution des dividendes au titre de l'exercice 2019, décidée par la Banque Centrale, en 2020, du niveau appréciable des provisions constituées, de la politique de maîtrise des risques mise en place par le management des banques cotées et des levées de dette mezzanine réalisées en 2020.
- ♦ Des réalisations contrastées qui s'annoncent pour 2021 avec: 1) une bonne tenue de la collecte impulsée par la poursuite de la politique monétaire non conventionnelle et les efforts soutenus par les banques pour capter des ressources, 2) un ralentissement au niveau de la production des crédits en raison de la résurgence des tensions sur la liquidité bancaire, depuis le mois de Juillet dernier, 3) l'occurrence d'une croissance de rattrapage au niveau du PNB en raison, notamment, de la récupération du manque à gagner en termes de commissions généré par la levée de la gratuité de certains services bancaires, depuis Juin 2020, et la reprise de l'activité économique et 4) un sursaut au niveau des bénéfices même sous l'hypothèse pessimiste d'un coût du risque aussi élevé qu'en 2020 en pourcentage du PNB.
- ♦ Une correction boursière exagérée depuis l'éclatement de la crise sanitaire en Tunisie (-11,1%) 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 de la Covid-19 et laissent entrevoir une poursuite du rattrapage boursier d'ici la fin de l'année. Cette crise conjuguée aux chantiers de la transition vers les normes de Bâle III et de la migration vers les normes IFRS 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 8,2 milliards de dinars soit 35% de la capitalisation du marché
- 72 milliards de dinars de dépôts
- 74 milliards de dinars d'encours de crédits
- 5,0 milliards de dinars de PNB
- 956 millions de dinars de bénéfices nets part du groupe
- Un flottant moyen de 32%
- 21% des échanges annuels du marché

Ratios boursiers ⁽²⁾

- PER 2021e: 6,9x
- P/B ajusté 2021e ⁽³⁾: 0,7x
- Yield 2021e: 6,2%
- ROE 2020: 10,9%
- Performance 2021: +8,4%

⁽¹⁾ Données au 31 Décembre 2020.

⁽²⁾ Données au 30 Septembre 2021.

⁽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.

I - Etat des lieux 2020 et perspectives 2021

1) Les dépôts

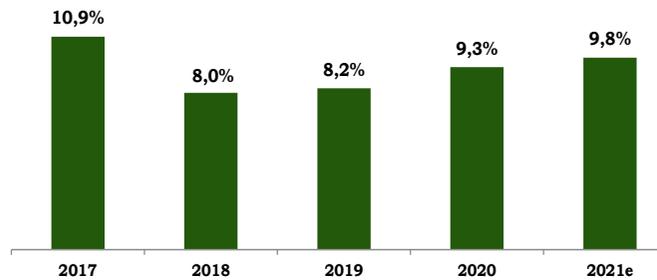
Malgré un contexte économique morose marqué par la crise de la Covid-19, l'activité de collecte a fait preuve de résilience. Les banques cotées ont cumulé sur l'année dernière une croissance des dépôts de 9,3% à 72,4 milliards de dinars ; un rythme légèrement supérieur à celui de l'année 2019. Les efforts de collecte ont été concentrés sur les dépôts à vue (+17,7% à 27,5 milliards de dinars) et sur les dépôts d'épargne +13,3% à 22,4 milliards de dinars). Force est de constater que le secteur coté a subi une décollecte sur les dépôts à terme (-2,5% à 22,5 milliards de dinars). Ce constat résulte de la politique de désengagement des ressources chères initiée par certaines banques et par les mesures fiscales prises par le Gouvernement ciblant les dépôts à terme (plafonnement des rémunérations des dépôts à terme à TMM+1%, depuis Avril 2020, et hausse du taux de retenue à la source libératoire de 20% à 35% sur lesdits dépôts, depuis Juin 2020) qui ont incité la clientèle à migrer des placements à terme vers l'épargne. En 2020, le poids moyen des dépôts à terme dans la collecte du secteur coté a régressé de 3,8 points de pourcentage à 31,1%, égalisant presque la contribution des dépôts d'épargne (+30,9%).

La double baisse du taux directeur par la BCT survenue en 2020 (abaissement de 100pb en Mars et de 50pb en Octobre) et la baisse de la proportion des dépôts à terme dans la collecte ont permis de soulager le coût des ressources des banques. Selon nos estimations, le coût moyen

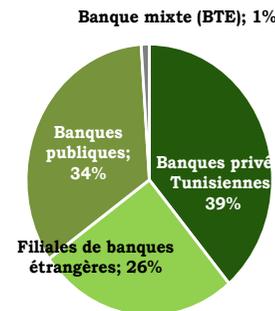
apparent des ressources du secteur s'est déprécié de 60pb à 4,9% à fin 2020; une baisse moins prononcée que celle du TMM (une baisse moyenne de 88pb sur 2020).

Toutes les banques de la cote ont affiché des évolutions positives de leurs dépôts ce qui constitue une performance en soi dans ce contexte pandémique.

Croissance annuelle des dépôts



Répartition des dépôts du secteur coté en 2020



La meilleure performance de l'année est revenue à **Wifack International Bank**. L'unique banque islamique de la cote a vu son encours des dépôts s'envoler de 38,1% à seulement 487,1MDt. Malgré cette bonne performance, le management estime que le jeune âge de la banque (lancement effectif de l'activité en 2017) présente une difficulté de création de son noyau dur des dépôts (principalement les dépôts à vue et Tawfir du

marché Retail) qui se construisent progressivement moyennent les petits dépôts, conjugué avec la complexité de pénétration du marché avec la concurrence acharnée sur les dépôts.

La **STB** avance à grands pas dans sa stratégie de relance commerciale. Les chiffres de 2020 ont nettement dépassé nos attentes : une croissance des dépôts de 14,5% à 8,4 milliards de dinars soit un dépassement de 17,5% par rapport aux projections du management. La collecte de la banque publique a surtout été tirée par les dépôts à vue (+34,9% à 2,4 milliards de dinars). A noter que la banque étatique dispose d'un matelas confortable de dépôts d'épargne (de 3,3 milliards de dinars à fin 2020) représentant 40% de son encours de dépôts, soit la proportion la plus élevée à l'échelle du secteur.

2020 a été un bon cru pour l'**ATB**. L'arrivée d'une nouvelle équipe managériale en 2019 a sans doute insufflé une nouvelle dynamique commerciale à la banque. La filiale du Groupe Arab Bank a terminé l'année sur une croissance de ses dépôts de 13,9% à près de 6 milliards de dinars. Ce qui est le plus interpellant dans les chiffres de la banque, c'est la progression importante des dépôts à vue : +23,6% à 2,1 milliards de dinars. Ceci étant, la physionomie de la collecte de l'**ATB** reste dominée par les dépôts à terme (2,6 milliards de dinars, soit 43,5% de la collecte), pénalisant ainsi le coût des ressources (de 5,3%, en 2020, selon nos estimations).

La **BIAT** conforte son leadership sur les dépôts en réalisant une progression de 13,8% de son encours de dépôts.

En effleurant la barre symbolique de 15 milliards de dinars, la banque creuse davantage l'écart avec son principal concurrent la **BNA** (une part de marché de 20,4% pour la **BIAT** et de 12,1% pour la **BNA**). La banque doit cette position dominante à son réseau d'agences étendu (206 agences) et à sa base de clientèle la plus large du secteur (plus de 940 000 clients à fin 2020). Près de la moitié des ressources de la **BIAT** (49,5%) proviennent des dépôts à vue et lui permettent d'afficher le deuxième coût des ressources le plus faible de la place (un coût estimé de 3,4%, en 2020, contre une moyenne sectorielle de 4,9%).

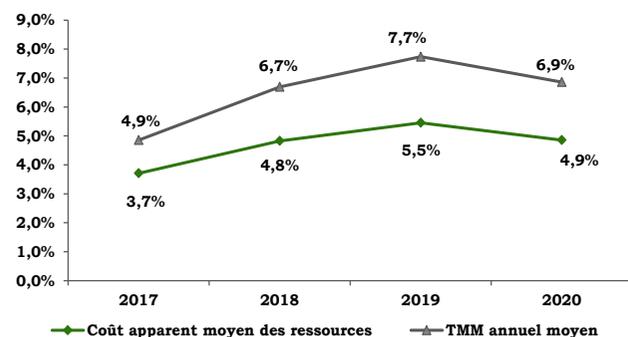
La **BTE** accélère sa croissance au rayon de la collecte. Profitant de l'envolée des dépôts à vue (+45,4% à 306,9MDt), l'encours des dépôts de l'ex-banque de développement s'est apprécié de 13,7% à 767,2MDt. Malgré la baisse du TMM, la décollecte subie sur les dépôts à terme (-11,6% à 322,2MDt) et l'augmentation significative des ressources faiblement rémunérées, le coût des ressources de la banque n'a que peu diminué (une baisse de 8pb à 5,7%, en 2020, selon nos estimations). Avec un réseau commercial peu développé, de 29 agences, et des parts de marché qui stagnent à près de 0,7%, l'influence de la **BTE** reste limitée sur le marché.

Attijari Bank a mis le pas sur l'accélérateur en matière de collecte. La filiale du Groupe Attijariwafa Bank a bouclé l'exercice 2020 sur une hausse de son encours des dépôts de 11,6% à près de 8 milliards de dinars. La force commerciale de la banque et l'étendue de son réseau d'agences (204 agences) lui valent d'afficher une proportion élevée de dépôts à vue (46,5% au 31 Décembre 2020) et de maîtriser le coût des ressources (un coût apparent des

ressources estimé à 3,8% à en 2020 contre une moyenne de 5,0% pour la concurrence cotée).

Les indicateurs d'activité du **premier semestre de l'année 2021** sont bien orientés du côté des dépôts: une progression de 3,2% depuis le début de l'année. L'évolution de la collecte s'annonce prometteuse sur l'année pleine. L'avancement de la campagne de vaccination, l'occurrence d'une

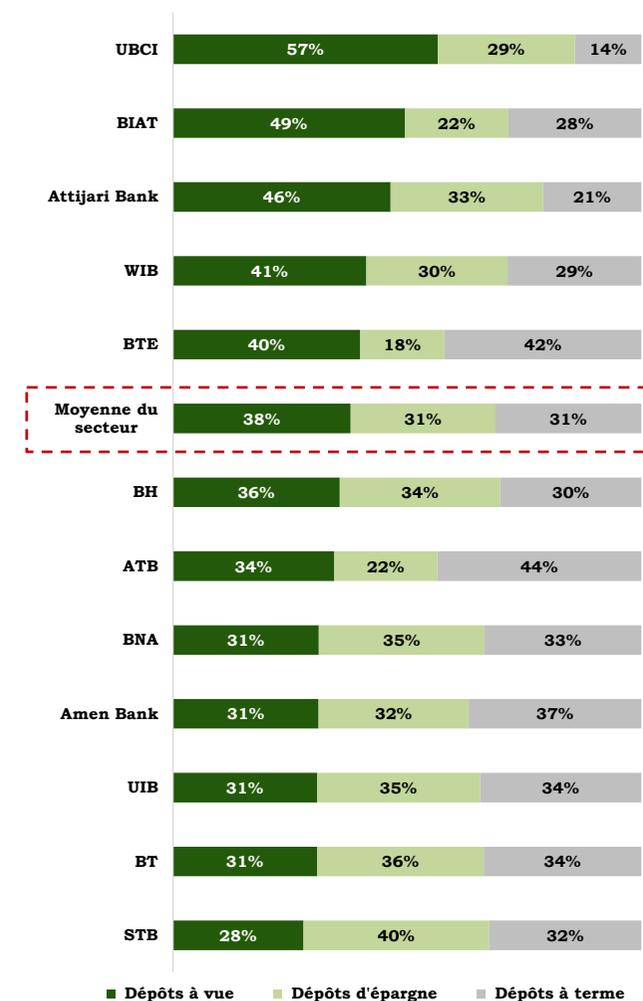
Evolution du TMM annuel moyen et du coût apparent des ressources



Chiffres en MDt	Encours des dépôts au 31/12/2020	Variation 2019-2020	Part de marché 2020	Encours des dépôts 2021e	Variation 2020-2021e
BIAT	14 787	+13,8%	20,4%	17 005	+15,0%
BNA	8 778	+2,8%	12,1%	9 533	+8,6%
STB	8 442	+14,5%	11,7%	9 067	+7,4%
Attijari Bank	7 972	+11,6%	11,0%	8 849	+11,0%
BH	7 234	+5,2%	10,0%	7 939	+9,7%
ATB	5 970	+13,9%	8,2%	6 328	+6,0%
Amen Bank	5 861	+5,4%	8,1%	6 301	+7,5%
UIB	5 133	+3,2%	7,1%	5 266	+2,6%
BT	4 301	+6,8%	5,9%	4 709	+9,5%
UBCI	2 644	+8,2%	3,7%	2 974	+12,5%
BTE	767	+13,7%	1,1%	874	+13,9%
WIB	487	+38,1%	0,7%	593	+21,7%
Secteur bancaire coté	72 376	+9,3%		79 437	+9,8%
<i>Dont secteur public</i>	24 455	+7,3%	33,8%	26 538	+8,5%
<i>Dont secteur privé</i>	47 155	+10,3%	65,2%	52 025	+10,3%

croissance économique de rattrapage en 2021, la poursuite de la politique monétaire non conventionnelle menée par l'institut d'émission et les efforts soutenus par les banques pour capter des ressources devraient stimuler un retour de l'épargne dans le circuit bancaire. Nous tablons sur une croissance de l'encours de dépôts du secteur bancaire coté de 9,8% à 79,4 milliards de dinars, en 2021.

Structure des dépôts du secteur bancaire coté en 2020



■ Dépôts à vue ■ Dépôts d'épargne ■ Dépôts à terme

2) Les crédits

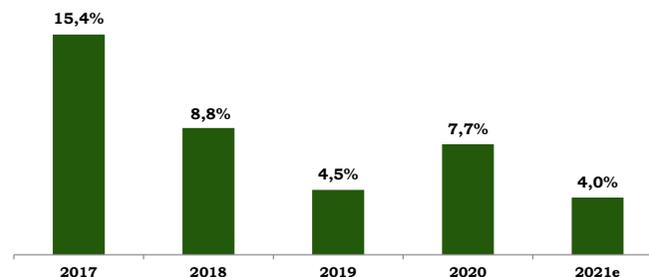
▪ A l'image de la collecte, l'activité du crédit a repris du poil de la bête en 2020. La bonne collecte, le relâchement de la politique de refinancement de la BCT*, les mesures de relance de l'économie prises** par le Gouvernement et l'assouplissement de la réglementation prudentielle notamment en ce qui concerne le ratio de transformation réglementaire*** ont dynamisé la production des banques cotées. Le secteur a terminé l'année sur une progression du volume de ses engagements de 7,7% à 73,7 milliards de dinars.

▪ L'accélération de la distribution du crédit par les banques, en 2020, est un constat qui a été corroboré par la note de conjoncture de la BCT de Février 2020. En effet, selon l'institut d'émission, le rythme de progression des crédits à l'économie s'est affermi en 2020, pour atteindre +6,9% en G.A, après +3,7% en Décembre 2019. Cette évolution a été tirée par l'accélération des crédits aux particuliers (+5,9% en G.A contre +0,4% en décembre 2019) qui a concerné, à la fois, les crédits au logement (+4,0%) et les crédits à la consommation (+7,6%). Les crédits aux professionnels ont, également, été dynamiques en 2020. Ces derniers ont évolué de +7,2% en G.A, contre +4,9% une année auparavant.

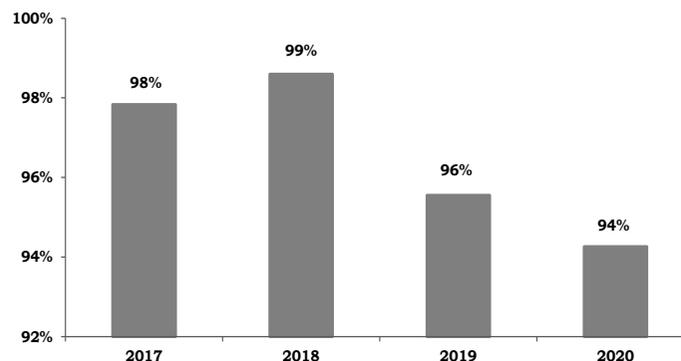
▪ Force est de constater que ce sont les banques publiques qui ont tiré vers le haut la production du secteur (+9,6% à 30,8 milliards de dinars) en

2020. Le secteur privé a, quant à lui, vu son encours des crédits augmenter de 6,4% à 42,1 milliards de dinars.

Croissance annuelle des crédits

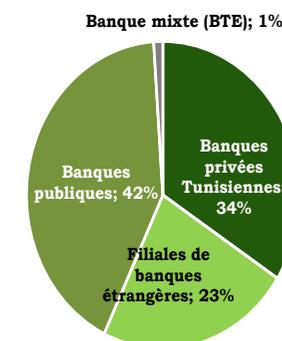


Evolution du ratio de transformation global à l'échelle du secteur bancaire coté



▪ Toutes les banques de la cote ont enregistré des progressions au niveau de leur encours des crédits, hormis l'UBCI dont le volume des engagements a baissé de 2,8% à 2,5 milliards de dinars. Au vu de la conjoncture difficile et de la raréfaction des bonnes signatures, la banque semble jouer la carte de la prudence pour

Répartition des crédits du secteur coté en 2020



préservier sa qualité du portefeuille. L'UBCI a changé de tour de table en Mars 2021 avec l'entrée du Groupe CARTE dans le capital à hauteur de 39%.

Chiffres en MDt	Encours des crédits au 31/12/2020	Variation 2019-2020	Part de marché 2020	Encours des crédits 2021e	Variation 2020-2021e
BNA	11 925	+14,2%	16,2%	12 354	+3,6%
BIAT	11 341	+9,2%	15,4%	11 851	+4,5%
BH	9 832	+1,4%	13,3%	10 300	+4,8%
STB	9 080	+13,8%	12,3%	9 534	+5,0%
Amen Bank	6 003	+4,8%	8,1%	6 243	+4,0%
Attijari Bank	5 979	+4,8%	8,1%	6 159	+3,0%
UIB	5 833	+6,1%	7,9%	6 025	+3,3%
ATB	5 121	+6,2%	6,9%	5 203	+1,6%
BT	4 828	+8,4%	6,5%	4 987	+3,3%
UBCI	2 499	-2,8%	3,4%	2 471	-1,1%
BTE	796	+7,0%	1,1%	876	+10,0%
WIB	483	+20,2%	0,7%	660	+36,8%
Secteur bancaire coté	73 720	+7,7%		76 665	+4,0%
<i>Dont secteur public</i>	<i>30 837</i>	<i>+9,6%</i>	<i>41,8%</i>	<i>32 189</i>	<i>+4,4%</i>
<i>Dont secteur privé</i>	<i>42 087</i>	<i>+6,4%</i>	<i>57,1%</i>	<i>43 600</i>	<i>+3,6%</i>

* L'élargissement de l'éventail des actifs éligibles au refinancement selon la circulaire BCT n°2020-10.

** 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 par la crise de la Covid-19 et le mécanisme de bonification du taux d'intérêt.

*** La BCT autorise, désormais, les banques à déduire le cumul des tombées des crédits reportés pour les entreprises (circulaires BCT n°2020-6, n°2020-19 et n°2020-21) et les particuliers (circulaires BCT n°2020-7 et n°2020-8) ainsi que les financements exceptionnels prévus par la circulaire BCT n°2020-12 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.

Ratios de transformation	Ratio de transformation global			Ratio de transformation réglementaire (2020)
	31/12/2019	31/12/2020	Variation 2019-2020	
Attijari Bank	77,9%	73,8%	▼	88,0%
BIAT	78,6%	75,0%	▼	94,5%
ATB	87,1%	79,3%	▼	108,9%
Amen Bank	89,0%	87,9%	▼	104,1%
UBCI	95,1%	88,7%	▼	NC
WIB	103,0%	91,2%	▼	NC
BTE	96,0%	91,6%	▼	115,6%
BT	97,7%	101,2%	▲	108,9%
STB	103,8%	103,1%	▼	117,9%
UIB	101,8%	105,9%	▲	115,0%
BH	114,8%	109,6%	▼	120,7%
BNA	114,0%	126,4%	▲	NC
Secteur bancaire coté	95,5%	94,3%	▼	-
<i>Dont secteur public</i>	<i>111,2%</i>	<i>113,3%</i>	<i>▲</i>	<i>-</i>
<i>Dont secteur privé</i>	<i>86,9%</i>	<i>84,0%</i>	<i>▼</i>	<i>-</i>

▪ Valorisant l'**UBCI** à 470MDt, la transaction de cession a été enregistrée à la bourse le 16 Mars 2021. Elle s'inscrit dans le prolongement d'une coopération plus que quarantenaire entre l'**UBCI** et les activités d'assurance de son nouvel actionnaire de référence. A l'issue de cette transaction, le Groupe français BNP Paribas conserve une participation minoritaire de 11% dans le capital de l'**UBCI**. L'assemblée générale ordinaire du 27 Avril 2021 de la banque a approuvé la nomination de nouveaux administrateurs. Il a été décidé par, ailleurs, de nommer M. Hassine DOGHRI au poste de Président du Conseil d'Administration et M. Mohamed KOUBAA en qualité de Directeur Général.

▪ Avec une progression des dépôts et des ressources spéciales (+9,2%) supérieure à celle des crédits, le secteur a enregistré une légère

détente au niveau de son ratio de transformation global*. Ce dernier a baissé de 1,3 points de pourcentage, en 2020, à 94,3%. Les banques publiques maintiennent, en moyenne, un ratio de transformation en hausse et supérieur à leur pairs privés (+2,1 points de pourcentage à 113,3% pour le secteur public, au 31 Décembre 2020, contre un ratio en baisse de 2,9 points de taux à 84% pour le secteur privé).

▪ Favorisée par la levée de fonds propres opérée durant l'été 2019 (168MDt), l'activité du crédit continue à avoir le vent en poupe pour la **BNA** qui s'est offert la deuxième meilleure performance du secteur, en 2020, après **Wifak Bank**. Le volume des engagements de la banque étatique s'est engraisé de 14,2%, effleurant 12 milliards de dinars. Cette performance a valu à la **BNA** de se maintenir en tête des pourvoyeurs de crédits en Tunisie avec une part de marché de 16,2% dans le secteur bancaire coté. Mais cette croissance a un prix: un ratio de transformation global en progression de 12,4 points de taux à 126,4%, soit le niveau le plus élevé à l'échelle du secteur coté.

▪ L'activité de crédit confirme sa bonne tenue pour la cinquième année de suite pour la **STB**. La banque étatique a enregistré une des meilleures progressions du secteur : +13,8% à 9,1 milliards de dinars. Ce rythme de croissance lui a valu de se maintenir à la 4^{ème} place dans le palmarès des crédits avec une part de marché qui se consolide à 12,3%). La croissance relevée traduit l'effort de la banque en matière de soutien des acteurs économiques dont l'activité a fortement souffert des retombées de la crise liée à la pandémie Covid-19. Outre le report des

échéances des crédits accordé au profit des particuliers et des professionnels, la banque a financé à hauteur de 438MDt, certains clients pour leur permettre de surmonter cette crise par la mise en place de crédits « Covid » à des conditions assez favorables

▪ La **BIAT**, deuxième pourvoyeur de crédits en Tunisie, a affiché un sursaut de 9,2% à 11,3 milliards de dinars au niveau de ses engagements, rompant ainsi avec la baisse affichée en 2019. En dépit du retour à la croissance au niveau des crédits, la banque a vu son ratio de transformation réglementaire reculer de 14,2 points de pourcentage à 94,5%, gardant ainsi une marge flexibilité de 25,5 points de pourcentage par rapport à la limite réglementaire de 120% Partant de ce constat, la **BIAT** pourrait facilement revigorer sa croissance sur les crédits dans les prochaines années.

▪ A un rythme plus soutenu que la collecte, le volume des engagements de la **BT** a enregistré une progression de 8,4% à 4,8 milliards de dinars. Malgré la bonne orientation de l'activité du crédit, le ratio de transformation réglementaire a poursuivi son trend baissier, passant de 110,6%, à fin 2019, à 108,9%, au terme de l'exercice 2020. Au cours de l'exercice 2020 la **BT** a poursuivi son programme de réorganisation de ses fonctions et structures pour les rendre plus efficaces et se préparer à la réalisation des objectifs de développement envisagés au cours des prochains exercices. La **BT** a engagé une réflexion sur la stratégie de développement à adopter par la banque pour assurer sa croissance et atteindre une part de marché plus significative.

* Le ratio de transformation global nous sert de « benchmark » pour suivre l'évolution du ratio de transformation réglementaire. Faute d'informations suffisantes sur la composition des dépôts et des ressources spéciales au 31 Décembre 2020, notre ratio de transformation global inclut les dépôts en devises, les emprunts obligataires et les emprunts sur le marché monétaire. Ce faisant, le ratio de transformation réglementaire devrait être plus élevé pour le secteur coté.

Cette réflexion est en cours et la banque se fait assister par son actionnaire de référence (le Groupe CIC) et un cabinet d'expertise externe.

- La production du secteur a nettement perdu de sa vigueur au cours de la première moitié de 2021. L'encours des crédits des banques cotées a affiché une reprise timide de 0,4% à 74 milliards de dinars. La résurgence des tensions sur la liquidité bancaire, depuis le mois de Juillet dernier, ne plaide pas en faveur d'une reprise de la distribution des crédits sur toute l'année 2021 aussi vigoureuse qu'en 2020. Le niveau global de refinancement peut en témoigner: il a atteint 10,5 milliards de dinar (30/9/2021) après avoir connu un apaisement au mois de Juin avec un total encours de près de 7 milliards de dinar. Nous estimons que le secteur bancaire coté devrait réaliser une croissance de son encours des crédits de 4,0% à 76,7 milliards de dinars, sur l'année pleine 2021.

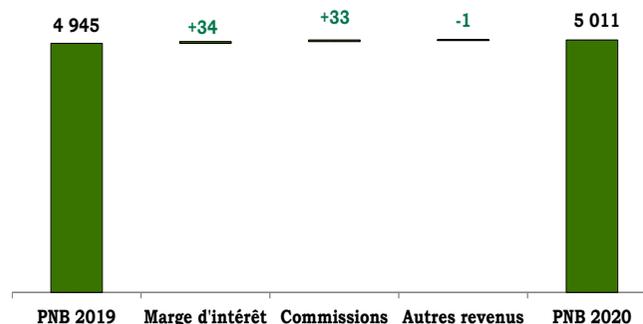
3) Le produit net bancaire

- L'année 2020 a été marquée par une importante baisse du régime au niveau du PNB. Nos banques cotées ont affiché une croissance timide de leurs revenus de 1,3% à près de 5 milliards de dinars, contre une augmentation moyenne de 16,6% sur la période 2016-2019. Cette performance a profité d'une croissance de rattrapage sur le quatrième trimestre (contre une baisse cumulée du PNB de 2,3% sur les neuf premiers mois de 2020).
- Globalement, la crise de la Covid-19, le grippage de l'activité économique et les mesures mises en œuvre par les pouvoirs publics et la BCT pour soulager les entreprises et les ménages* ont pénalisé la génération de PNB.

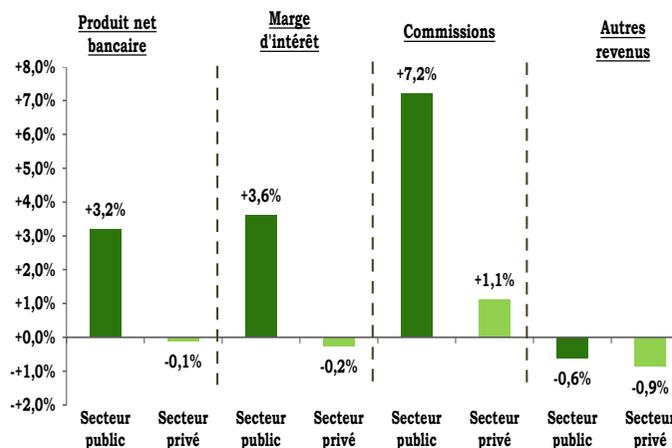
- C'est la marge d'intérêt (+1,3% à 2,8 milliards de dinars) et les commissions (+3,2% à 1,1 milliard de dinars) qui ont sauvé l'année. Quant aux autres revenus, ils ont affiché une évolution négative, en 2020, glissant de 0,1% à 1,2 milliard de dinars.

- Récolant les fruits de leur programme de relance commerciale, les banques publiques ont affiché

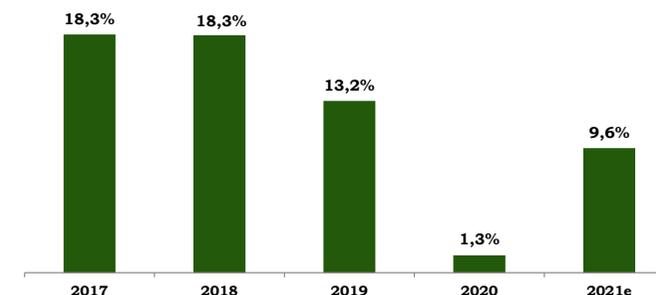
Décomposition de la croissance du PNB en 2020



Performances comparées du secteur public Vs secteur privé



Evolution annuelle du produit net bancaire



* Les deux baisses successives du taux directeur de 100pb en Mars et de 50pb en Octobre 2020, les mesures relatives à la tarification et la gratuité de certains services (circulaire BCT n°2020-05 qui a été abrogée par la circulaire BCT n°2020-15) et le moratoire d'échéances.

La **BNA** s'est bien défendue en 2020 du côté de la génération du PNB. Ses revenus se sont accrus de 5,4% à 689,9MDt. Cette performance a été alimentée par les commissions (+15,0% à 141,9MDt) et dans une moindre mesure par la marge d'intérêt (+4,9% à 426,1MDt). Elle trouve son origine dans la bonne orientation des crédits qui a annihilé l'effet restrictif de la baisse des taux et dans un probable relèvement des tarifs, conformément au plan de restructuration de la banque. Avec une contribution de 61,8% dans le PNB, la marge d'intérêt demeure le principal centre de profit de la banque ce qui l'expose aux variations des taux d'intérêt.

Grâce à sa politique commerciale plus dynamique, la **STB** a enregistré une performance appréciable au niveau de son PNB. Les revenus de la banque étatique ont grimpé de 4,1% à 625,7MDt lui conférant, ainsi, de préserver sa place sur le podium des banques les plus performantes. La banque a réussi à surperformer le secteur toutes catégories de revenus confondues. Mais, ce qui nous interpelle le plus, c'est la croissance spectaculaire des commissions (+11,9% à 113,2MDt). Cette catégorie de revenus a gagné du terrain dans le PNB de la **STB**, représentant, désormais, une part de 18,1%.

A l'image du secteur, la croissance du PNB a nettement ralenti la cadence, en 2020, pour la **BT**. Les revenus de la banque ont évolué de +3,4% à 373,4MDt, contre une progression de 10,2% au terme de l'exercice 2019. Ce sont les « autres revenus » (qui comprennent les revenus du portefeuille) qui ont tiré vers le haut la croissance du PNB. Cette catégorie de revenus s'est hissée de 15,6% à 99,8MDt. Les autres sources de PNB ont quasiment marqué le pas sur l'année (une

marge d'intérêt en baisse de 0,9% à 215,6MDt et des commissions en légère hausse de 1,4% à 58MDt). Signalons également la faible contribution des commissions aux revenus (15,5% dans le PNB à fin 2020). Cette source de PNB représente un levier de croissance potentiel pour la banque si elle ambitionne de s'aligner sur ses consœurs cotées (une proportion moyenne de 21,9% pour la concurrence cotée).

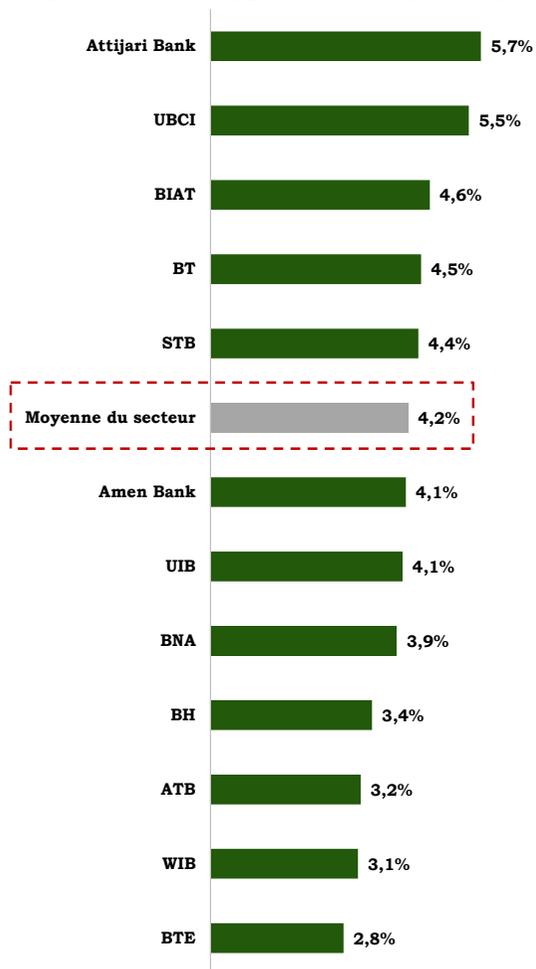
Le bilan de l'année 2020 a été globalement satisfaisant pour la **BH** sur le front du PNB, au vu de l'énormité des défis auxquels ont été confrontées les banques l'année dernière. Le leader des crédits logement a cumulé un PNB de 506,8MDt, en hausse de 2,8%, par rapport à 2019. N'eût été la mauvaise orientation des

commissions (-5,4% à 93,6MDt), cette évolution aurait été bien plus prononcée. Dans le cadre de sa récente émission obligataire subordonnée (de Septembre dernier), la banque publique a dévoilé un nouveau business plan, tablant sur une croissance moyenne du PNB de 8,4% sur la période 2020-2025.

Le premier semestre de l'année en cours a été porteur pour le secteur bancaire coté. Les revenus agrégés du secteur ont bondi de 12,1%, en glissement annuel, à 2,7 milliards de dinars. Cette performance est due à la récupération du manque à gagner en termes des commissions - suite à la levée des mesures relatives à la tarification instituées par la BCT pour soulager

Chiffres en MDt	Marge d'intérêt 2020	Variation 2019-2020	Commissions 2020	Variation 2019-2020	Autres revenus 2020	Variation 2019-2020	PNB 2020	Variation 2019-2020	Part de marché 2020	PNB 2021e	Variation 2020-2021e
BIAT	489	-9,1%	212	+6,6%	240	+8,9%	941	-1,7%	18,8%	1 012	+7,5%
BNA	426	+4,9%	142	+15,0%	122	-2,1%	690	+5,4%	13,8%	819	+18,7%
STB	368	+1,4%	113	+11,9%	145	+5,5%	626	+4,1%	12,5%	667	+6,5%
BH	290	+6,5%	94	-5,4%	123	+1,3%	507	+2,8%	10,1%	559	+10,2%
Attijari Bank	271	+7,7%	100	-9,7%	117	-3,9%	488	+0,8%	9,7%	514	+5,4%
UIB	244	-1,1%	116	-6,3%	42	-13,8%	402	-4,1%	8,0%	440	+9,3%
Amen Bank	155	+0,3%	104	+5,2%	142	-6,5%	400	-1,0%	8,0%	459	+14,6%
BT	216	-0,9%	58	+1,4%	100	+15,6%	373	+3,4%	7,5%	384	+2,9%
ATB	115	+29,4%	58	+12,3%	89	-10,0%	262	+9,4%	5,2%	262	+0,1%
UBCI	144	-0,9%	49	-5,0%	49	-16,5%	241	-5,3%	4,8%	256	+6,1%
BTE	21	-15,7%	19	+1,9%	9	-9,6%	49	-8,3%	1,0%	72	+47,6%
WIB	19	+35,2%	9	+56,4%	3	+45,4%	32	+41,8%	0,6%	48	+50,3%
Secteur bancaire coté	2 758	+1,3%	1 074	+3,2%	1 180	-0,1%	5 011	+1,3%		5 492	9,6%

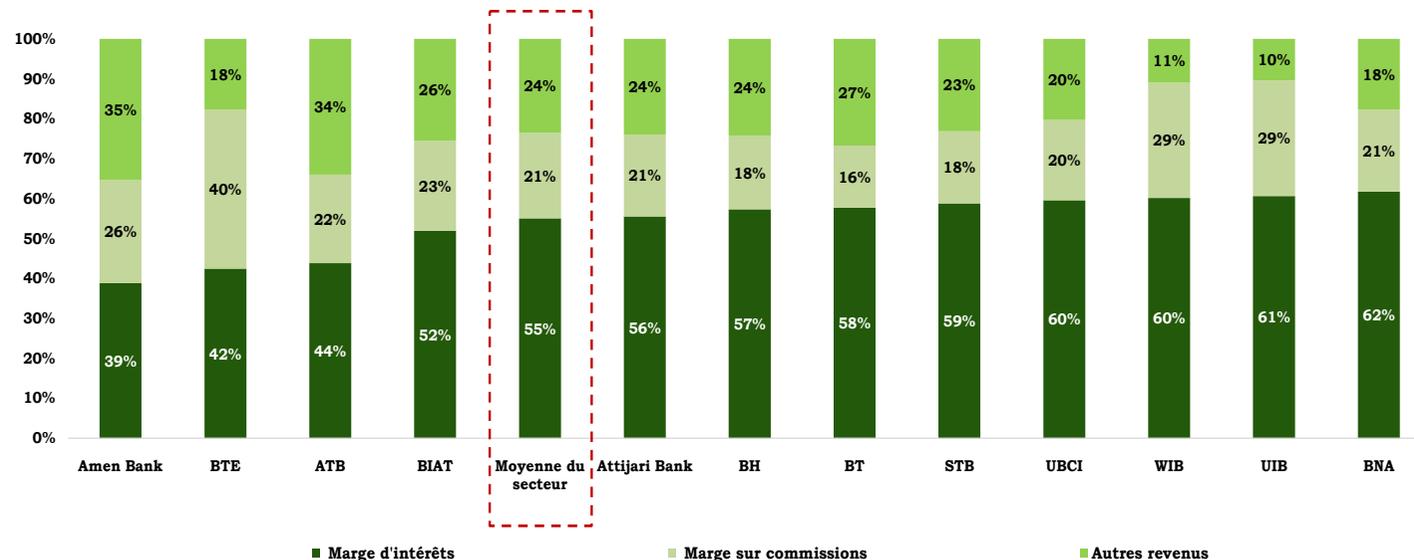
Spread d'intérêt apparent moyen par banque (2020)



les entreprises et les ménages des effets de la crise de la Covid-19 (voir circulaire BCT n°2020-05 qui a été abrogée par la circulaire BCT n°2020-15) et à la bonne dynamique de l'activité de placement en bons du Trésor.

Les commissions se sont, en effet, envolées de 22,8%, en glissement annuel, à 586,2MDt et les autres revenus ont bondi de 25%, en glissement annuel, à 743,3MDt, à fin Juin 2021. La marge d'intérêt a, quant à elle, légèrement augmenté de

Structure du PNB du secteur bancaire en 2020



2,3% à 1,3 milliards de dinars, malgré la léthargie observée sur l'activité du crédit. Ce constat laisse entrevoir une amélioration du spread de crédit pour la majorité des banques de la cote.

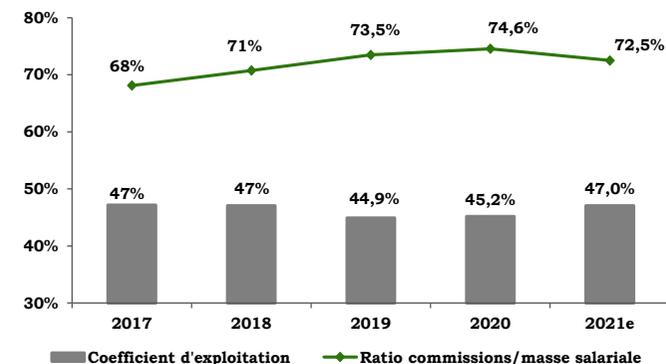
▪ Nous pensons que cette tendance devrait se prolonger sur l'année pleine 2021 et anticipons une progression moyenne du PNB agrégé du secteur de 9,6% à 5,5 milliards de dinars.

4) La productivité

En 2020, la productivité a affiché deux tendances contrastées à l'échelle du secteur. Grâce à la maîtrise de la masse salariale (+1,7% à 1,4 milliard de dinars) et à la bonne tenue des commissions (+3,2% à 1,1 milliard de dinars), les banques ont affiché une amélioration du ratio de couverture des frais de personnel par les commissions (+1,1 point de taux à 74,6% à fin 2020). Cependant, le secteur a subi une

légère dégradation de son coefficient d'exploitation (+0,3 point de pourcentage à 45,2%).

Evolution des indicateurs de productivité du secteur coté



Et pour cause, une croissance des frais généraux (+1,9% à 2,3 milliards de dinars) supérieure à celle du PNB (+1,3% à 5 milliards de dinars).

▪ 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).

▪ **BT** (un coefficient d'exploitation de 30,4%, à fin 2020), **BH** (un coefficient d'exploitation de 38,5%) et **STB** (un coefficient d'exploitation de 39,6%) forment le trio de tête des banques les plus productives de la place en termes de coefficient d'exploitation. Les trois banques font preuve de rigueur, malgré: 1) l'environnement inflationniste 2) le climat social tendu, 3) une politique de rémunération attractive pour la **BT** (adoption de la politique d'intéressement pour les salariés) et 4) les surcoût de la relance commerciale et de l'extension du réseau sur les dernières années pour la **BH** (ouverture de sept agences, sur la période 2017-2020) et la **STB** (ouverture de neuf agences, sur la même période).

▪ La majors privés du secteur: **BIAT** (un coefficient d'exploitation de 43,4%, à fin 2020), **Amen Bank** (un coefficient d'exploitation de 41,5%, à fin 2020), **Attijari Bank** (un coefficient d'exploitation de 47,7%, à fin 2020) et **UIB** (un coefficient d'exploitation de 50,3% à fin 2020), ont subi une dégradation de leur coefficient d'exploitation, en 2020, mais maintiennent des ratios de couverture de la masse salariale par les commissions supérieurs à 60%.

Chiffres de 2020	Secteur public	Secteur privé
Coefficient d'exploitation	40,2%	47,4%
Commissions/salaires	71,8%	76,3%
PNB/agence (en MDt)*	4,3	3,0
Employés/agence	12,1	8,9

* Excepté **Wifak Bank** (pour le secteur privé) dont le nombre d'agences et l'effectif sont inconnus au 31 Décembre 2020.

« La majorité des banques cotées a affiché une dégradation de son coefficient d'exploitation en 2020 »

▪ A l'autre extrémité du spectre, nous retrouvons les banques les moins productives de la place, **Wifak Bank**, **BTE**, **ATB** et **UBCI**. Alors que le coefficient d'exploitation élevé est une nouvelle donne pour la **WIB** du fait des investissements importants du démarrage, la sous-productivité est une carence de longue date pour la **BTE**, **l'ATB** et **l'UBCI**. Elle devrait être au centre des préoccupations du futur reprenneur de la **BTE**, du nouveau management de **l'ATB** et du nouvel actionnaire de référence de **l'UBCI**.

▪ Malgré la bonne tenue des commissions et du PNB, nous anticipons une dégradation des indicateurs de la productivité pour le secteur coté en 2021 en raison, principalement, de l'élargissement des frais du personnel.

Indicateurs de productivité	Coefficient d'exploitation				Commissions/masse salariale				Nombre d'agence (2020)	Effectif (2020)
	2019	2020	Variation	2021e	2019	2020	Variation	2021e		
BT	31,7%	30,4%	▼	32,7%	76,4%	79,0%	▲	77,6%	126	1 049
BH	41,4%	38,5%	▼	39,9%	74,0%	75,1%	▲	79,5%	147	1 688
STB	39,0%	39,6%	▲	43,5%	67,2%	72,1%	▲	76,4%	149	1 894
Amen Bank	39,3%	41,5%	▲	40,3%	89,8%	89,4%	▼	90,5%	160	1 170
BNA	44,3%	41,9%	▼	39,2%	58,0%	69,4%	▲	76,3%	184	2 203
BIAT	41,7%	43,4%	▲	43,7%	93,7%	97,5%	▲	95,5%	206	1 913
Attijari Bank	45,5%	47,7%	▲	57,0%	78,8%	65,1%	▼	59,9%	204	1 736
UIB	45,5%	50,3%	▲	58,1%	94,0%	81,1%	▼	72,1%	147	1 486
UBCI	61,8%	63,0%	▲	69,0%	49,6%	49,6%	≈	46,1%	103	1 122
ATB	74,0%	69,7%	▼	70,5%	51,2%	55,3%	▲	59,5%	136	1 393
BTE	76,8%	87,4%	▲	68,3%	70,1%	66,3%	▼	73,9%	29	NC
WIB	144,0%	96,2%	▼	79,8%	32,4%	50,0%	▲	61,9%	NC	NC
Secteur bancaire coté	44,9%	45,2%	▲	47,0%	73,5%	74,6%	▲	72,5%	1 591	15 654

Et pour cause, l'application de l'accord de la place, signé le 26 Juillet 2021, prévoyant l'augmentation salariale (+5,3% au titre de l'exercice 2020 et de 6,7% au titre de l'exercice 2021) et la modification de l'assiette de calcul de l'indemnité de départ à la retraite à 12 mois au lieu de 6 mois. Au vu des réalisations au 30 Juin 2021 du secteur bancaire coté, nous anticipons une progression de la masse salariale sectorielle de 16,2% à 1,7 milliards de dinars et une augmentation des frais généraux de 14,1% à 2,6 milliards de dinars. Par conséquent, sur l'année pleine 2021, nous prévoyons un coefficient d'exploitation sectoriel de 47% (en hausse de 1,9 points de pourcentage par rapport à 2020). Le ratio de couverture des frais de personnel par les commissions devrait, quant à lui, se situer à 72,5%, en 2021, en retrait de 2 points de pourcentage par rapport à 2020.

5) La qualité du portefeuille

Le secteur bancaire coté a tant bien que mal sauvegardé sa qualité du portefeuille malgré le contexte économique morose qui a prévalu en 2020 et les dégâts de la crise de la Covid-19. Selon nos estimations, le taux des créances classées moyen s'est maintenu à 11,9%. Le taux de couverture moyen estimé s'est, quant à lui, légèrement amélioré pour se situer à 69,5%, s'approchant, ainsi, du seuil recommandé par la BCT (de 70%).

Au même volet des risques, le secteur a accusé une flambée de son coût net du risque. Les dotations aux provisions sur les créances constatées en 2020, se sont envolées de 62,3% à 1,1 milliards de dinars. Ce constat est en lien avec l'impact de l'entrée en vigueur de la

circulaire n°2021-01 relative aux provisions collectives, ainsi qu'une aggravation anticipée des impayés et des entrées en défaut impactée par la crise sanitaire de la Covid-19.

En 2020, le secteur coté a constaté des provisions collectives additionnelles de 274,5MDt pour couvrir les risques latents sur les engagements courants et les engagements nécessitant un suivi particulier au sens de la circulaire de la BCT n°91-24.

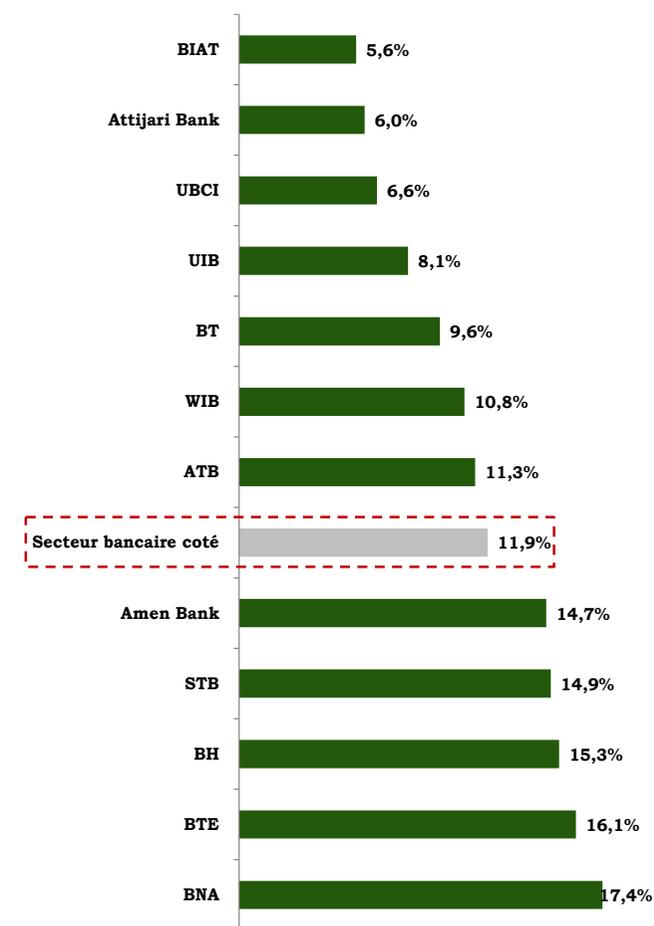
L'instauration du moratoire d'échéances* par la BCT qui masque les défauts de paiement des entreprises et des ménages, la bonne tenue de l'activité du crédit qui a exercé un effet dilutif sur le taux des créances classées et l'exigence supplémentaire de provisionnement au titre des provisions collectives expliquent la résistance manifestée par les banques cotées au niveau de leur qualité du portefeuille.

Les banques publiques se positionnent moins favorablement par rapport à leurs consœurs privées au rayon du taux des créances classées. Cependant, elles s'alignent au secteur privé du côté du taux de couverture (voir tableau ci-dessous).

Chiffres de 2020	Secteur public	Secteur privé
Taux des créances classées moyens estimés	15,9%	8,8%
Taux de couverture moyens estimés des créances classées	69,8%	69,7%

* Il s'agit du report tombées des crédits accordées aux professionnels, aux entreprises et aux ménages pour une durée allant de 3 mois à 19 mois jusqu'à Septembre 2021 et la révision de leur tableau d'amortissement, selon les circulaires BCT n°2020-06, n°2020-07, n°2020-08, n°2020-19 et n°2020-21.

Taux de créances classées par banque (en 2020)



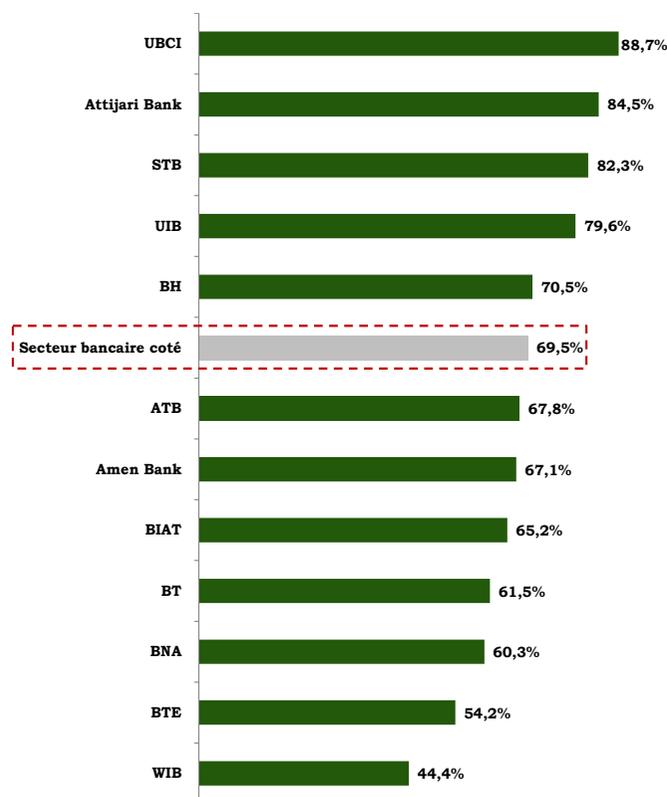
UBCI et Attijari Bank continuent à montrer l'exemple en matière de qualité du portefeuille avec des taux des créances classées inférieurs à 7% et des taux de couverture au-dessus de 80%. Elles confirment leur capacité à maîtriser leurs risques.

La **BIAT** continue à récolter les fruits de sa politique de crédit rigoureuse. Le taux des créances classées est revenu à 5,6%, en 2020, contre 6,4% à fin 2019, et reste à la pointe du secteur. La banque a, également, affiché une amélioration de son ratio de couverture des créances classées, augmentant de 6,6 points de taux à 65,2%. Vu le niveau maîtrisé du taux des créances classées, les efforts de couverture supplémentaires à consentir par la banque pour renouer avec le taux de couverture recommandé par la BCT (de 70%) devraient être limités dans le temps. Selon nous, ils correspondent à une enveloppe de provisions additionnelle de 38,3MDt, toutes choses étant égales par ailleurs, soit 12,3% des bénéfices de 2020.

Les autres majors du secteur privé comme l'**Amen Bank** et la **BT** ont vu leur qualité des actifs quasiment stagné sur l'année 2020, malgré le ralentissement de l'activité économique et la dégradation de la qualité des créanciers. Les deux banques continuent, néanmoins, à afficher un taux de couverture des créances classées inférieur à la moyenne sectorielle. Elles devraient sacrifier une partie de leur bénéfice pour renouer avec le taux de couverture recommandé par la BCT.

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 concilier des efforts de provisionnement

Taux de couverture des créances classées par banque (en 2020)



supplémentaires pour couvrir convenablement ses créances classées, les deux autres banques publiques affichent doré et déjà des taux de couverture supérieurs à 70%, en 2020. Nous pensons que pour la **BNA**, toutes choses étant égales par ailleurs et tenant compte d'un stock de créances classées de 2,6 milliards de dinars (soit le plus élevé du secteur coté), il faudrait au moins deux années de bénéfices à zéro pour atteindre un taux de provisionnement de 70%. La banque se caractérise, également, par sa forte exposition aux entreprises publiques. Les engagements des entreprises étatiques envers la **BNA** totalisent, en effet, 4,3 milliards de dinars, à fin 2020 (soit 29% de l'encours des crédits de la banque). Ils sont

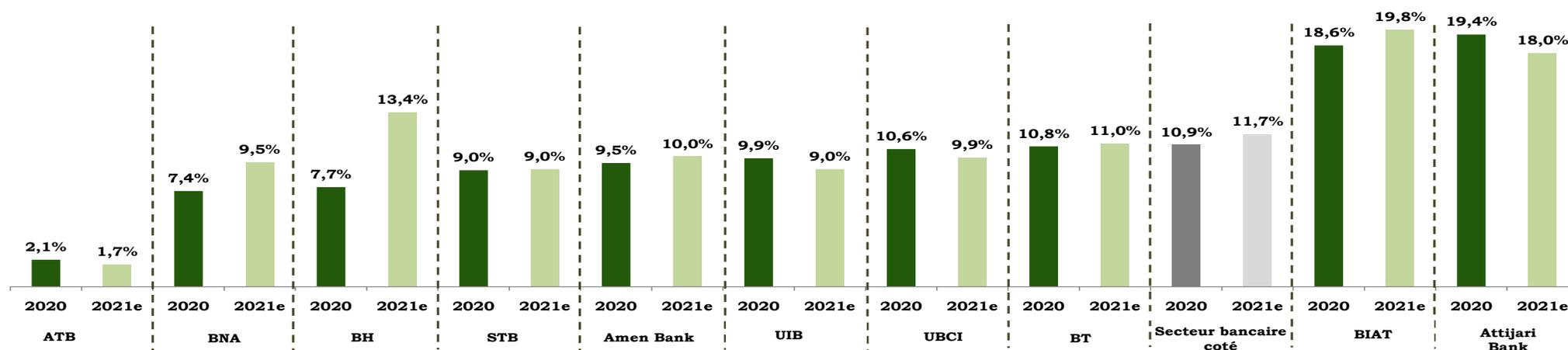
constitués à hauteur de 77% des engagements de l'Office des Céréales et sont refinancés auprès de la BCT à hauteur de 1,5 milliards de dinars. Il est à noter que les garanties de l'Etat reçues par la banque en couverture des risques de contrepartie sur les engagements des entreprises publiques totalisent 2,7 milliards de dinars, à fin 2020.

Nos banques cotées ont accusé une hausse sensible du coût du risque sur la première moitié de 2021. Elles ont constatées des dotations aux provisions sur les créances de 479,5MDt, en augmentation de 20,3% par rapport au premier semestre 2020.

Sur l'année pleine 2021, nous nous attendons à une dégradation de la qualité du portefeuille des banques avec une poursuite de la flambée du coût du risque. Certes, nous n'avons pas de visibilité sur une possible reconduction de la circulaire BCT n°2021-01 relative aux provisions collectives en 2021, mais la levée du moratoire d'échéances au profit des entreprises en Septembre 2021 (circulaire BCT n°2020-21) qui masquait les défauts de paiement des entreprises, devrait révéler la qualité du portefeuille réelle de chaque banque.

Evidemment l'impact ne sera pas le même pour toutes les banques. Celles qui sont exposées aux secteurs du tourisme, de l'immobilier, du BTP et des entreprises publiques seront les plus affectées par la dégradation de la qualité du portefeuille. En moyenne, nous anticipons un accroissement du coût du risque de 10,4% (soit +113,9MDt) à 1,2 milliards de dinars en 2021.

ROE part du groupe par banque* (2020 et 2021e)



6) La rentabilité

▪ 2020 a été un exercice éprouvant au rayon de la rentabilité pour le secteur coté. Sur les douze banques cotées, une seule banque a réussi à réaliser une croissance bénéficiaire, en 2020. Il s'agit de l'**ATB**.

▪ Les résultats nets des banques ont subi un effet ciseau entre le ralentissement sensible de la génération du PNB et la progression des frais généraux et la flambée du coût du risque. Les bénéfices des banques ont, également, été plombés par les dons au fonds 1818 pour la lutte contre le Coronavirus.

▪ Nos banques cotées ont vu verser des dons de 97,9MDt sur l'année écoulée. La masse bénéficiaire du secteur coté s'est rétractée de 30,7% à 951,8MDt. Au niveau consolidé, les réalisations du secteur ont été tout aussi décevantes.

Chiffres en MDt	Résultat individuel					Résultat net part du groupe				
	2019	2020	Variation 2019-2020	2021e	Variation 2020-2021e	2019	2020	Variation 2019-2020	2021e	Variation 2020-2021e
Amen Bank	145,2	99,7	-31,3%	119,6	+20,0%	146,6	98,4	-32,8%	107,8	+9,5%
ATB	6,3	8,2	+30,1%	5,1	-37,8%	8,8	12,5	+41,3%	10,4	-16,5%
Attijari Bank	174,2	131,7	-24,4%	126,2	-4,2%	176,9	140,1	-20,8%	135,1	-3,5%
BH	141,6	72,9	-48,5%	132,8	+82,1%	138,8	73,1	-47,4%	133,6	+82,9%
BIAT	333,0	281,8	-15,4%	319,4	+13,3%	344,8	277,5	-19,5%	315,3	+13,6%
BNA	123,4	102,3	-17,1%	142,1	+39,0%	131,0	107,6	-17,9%	146,9	+36,5%
BT	135,3	102,3	-24,4%	105,4	+3,1%	139,7	94,4	-32,4%	98,1	+3,9%
BTE	5,9	- 17,2	-	6,4	-	4,3	- 18,3	-	7,5	-
STB	157,3	72,2	-54,1%	82,9	+14,8%	178,7	68,4	-61,7%	79,3	+16,0%
UBCI	57,5	42,1	-26,7%	41,6	-1,3%	57,4	42,5	-26,0%	42,0	-1,2%
UIB	117,1	61,6	-47,4%	59,4	-3,5%	116,3	65,2	-44,0%	63,2	-3,0%
WIB	- 23,0	- 5,9	-	0,6	-	22,9	- 5,8	-	0,5	-
Secteur bancaire coté	1 373,8	951,8	-30,7%	1 127,5	+18,5%	1 420,4	955,5	-32,7%	1 123,7	+17,6%
Secteur public	422,4	247,4	-41,4%	357,8	+44,6%	448,5	249,1	-44,5%	359,9	+44,5%
Secteur privé	945,5	721,6	-23,7%	776,1	+7,6%	967,6	724,7	-25,1%	771,3	+6,4%

* Hormis BTE et WIB dont le ROE est négatif en 2020 et en 2021 (selon nos estimations).

▪ Outre la mauvaise orientation des résultats nets des sociétés mères, les bénéficiaires nets part du groupe ont été tirés vers le bas par les contreperformances des filiales, se ressentant des effets de la crise de la Covid-19. Le résultat net part du groupe agrégé du secteur a diminué de 32,7% à 955,5MDt. En 2020, le ROE consolidé du secteur a diminué de 7,8 points de pourcentage, pour se situer à 10,9%; un niveau en ligne avec nos prévisions.

▪ **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 19,4% et de 18,6%.

▪ Les autres banques du secteur privé: **BT**, **UBCI**, **UIB** et **Amen Bank** ont vu leur rentabilité financière se dégrader en 2020, mais elles ont réussi à se maintenir au milieu du tableau du secteur bancaire coté.

▪ Les trois banques publiques de la cote (**STB**, **BH** et **BNA**) ont été à la traîne du secteur en 2020, en termes de ROE, en dépit des bienfaits des programmes de restructuration et de relance commerciale suivis sur les dernières années. En effet, elles ont subi une hausse importante du coût du risque (une augmentation des provisions sur les créances de 264,1MDt en une seule année), plombant leur rentabilité.

▪ L'évolution de la rentabilité s'annonce mitigée pour le secteur bancaire coté en 2021. D'une part, la profitabilité serait lésée par l'augmentation attendue du coût du risque et par la dégradation de la productivité et d'autre part, la rentabilité devrait bénéficier de la non-

réurrence des dons au fonds 1818 pour la lutte contre le Coronavirus déboursés en 2020.

« Attijari Bank et BIAT continuent à montrer l'exemple au niveau de la rentabilité des fonds propres »

▪ Tenant compte des réalisations au 30 Juin 2021 (une croissance des bénéficiaires agrégés du secteur bancaire de 21,6% à 553,3MDt) et dans un scénario pessimiste d'un coût du risque en hausse de 10,4% à 1,2 milliards de dinars, en 2021, pour l'ensemble du secteur, nous tablons sur une croissance moyenne de la masse bénéficiaire des banques cotées de 18,5% à 1,1 milliards de dinars. Sous la même hypothèse d'un coût du risque élevé (23% du PNB du secteur, en 2021), nous anticipons la réalisation d'une croissance de 17,6% à 1,1 milliards de dinars au niveau du résultat net part du groupe agrégé du secteur. En corollaire, le ROE consolidé du secteur estimé en 2021 devrait augmenter de 0,8 point de pourcentage pour atteindre 11,7%.

7) La solvabilité

▪ Le secteur bancaire coté a affiché une résistance globale au niveau de sa solvabilité malgré l'absence d'augmentations de capital sur l'année et l'accélération de la cadence de la distribution du crédit affichée en 2020. En réalité, le secteur a profité de la jonction de plusieurs facteurs favorables :

- Le renforcement de la capacité bénéficiaire et la suspension de la distribution des dividendes au titre de l'exercice 2019, conformément à la décision de la BCT du 1^{er} Avril 2020 (note de la

Ratio de solvabilité globale	2019	2020	Variation 2019-2020
BNA	18,2%	19,8%	▲
Amen Bank	15,5%	16,4%	▲
BT	16,8%	15,8%	▼
BIAT	12,2%	13,3%	▲
Attijari Bank	14,2%	13,2%	▼
UBCI	11,8%	12,7%	▲
UIB	12,4%	12,6%	▲
STB	12,6%	12,5%	▼
ATB	10,5%	12,5%	▲
BH	11,1%	11,8%	▲
BTE	13,3%	11,5%	▼
WIB	NC	NC	-

BCT n°2020-17) pour renforcer la capacité de résilience du système bancaire face au choc de la Covid-19,

- Le niveau appréciable des provisions constituées et la politique de maîtrise des risques mise en place par le management des banques cotées,

- Le renforcement des ressources stables du secteur en raison de la réalisation de sept émissions obligataires subordonnées pour une enveloppe globale de 558,2MDt (dont 508,2MDt émis sans appel public à l'épargne).

▪ 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 2020, une évolution positive pour le secteur (voir tableau dans la page suivante).

▪ La consolidation de la solvabilité affichée sur les dernières années a valu au secteur de renouer avec la distribution des dividendes au titre des bénéfices cumulés des exercices 2019 et 2020, conformément à l'autorisation conditionnée de la BCT, accordée aux banques et aux établissements financiers dans la note n°2021-08*.

▪ En 2021, le secteur bancaire coté a distribué une enveloppe de dividendes de 528,9MDt, soit un payout moyen de 22,7%.

▪ En 2020, toutes les banques cotées (hormis la **WIB** dont le ratio de solvabilité global, au 31 Décembre 2020, n'est pas communiqué) affichent un ratio de solvabilité global supérieur à l'exigence réglementaire de 10%.

▪ L'augmentation de capital opérée avec succès en 2019 (pour un montant de 338MDt dont une levée de 168MDt) et le renforcement de la capacité bénéficiaire ont sensiblement consolidé la solvabilité de la **BNA** en 2020. Les ratios de solvabilité globale et Tier 1 ressortent respectivement à 19,8% et à 15,4%, soit des niveaux historiquement élevés pour la banque, qui correspondent approximativement au double de l'exigence réglementaire. La **BNA** dispose, ainsi, d'une bonne marge de manœuvre pour revigorer sa croissance et repartir à la quête des parts de marché dans les prochaines années. Notons que la banque étatique a renoué en 2021 avec la distribution des dividendes après plusieurs années blanches pour ses actionnaires.

Chiffres individuels en MDt	Fonds propres avant affectation			Lever financier (Fonds propres/ total actifs)		
	2019	2020	Variation	2019	2020	Variation
Amen Bank	1 014,5	1 114,0	+9,8%	11,3%	12,1%	▲
ATB	545,8	554,0	+1,5%	7,6%	7,5%	▼
Attijari Bank	720,3	852,1	+18,3%	7,7%	8,8%	▲
BH	981,1	1 054,6	+7,5%	8,0%	8,6%	▲
BIAT	1 471,6	1 753,9	+19,2%	9,0%	9,8%	▲
BNA	1 522,9	1 626,2	+6,8%	11,7%	11,3%	▼
BT	918,4	1 020,7	+11,1%	15,2%	16,2%	▲
BTE	137,0	119,9	-12,5%	12,1%	10,0%	▼
STB	1 027,9	1 100,1	+7,0%	9,1%	9,0%	▼
UBCI	387,5	429,6	+10,9%	10,9%	12,4%	▲
UIB	623,5	685,2	+9,9%	9,9%	10,6%	▲
WIB	158,5	153,1	-3,4%	25,1%	18,5%	▼
Secteur bancaire coté	9 508,9	10 463,3	+10,0%	9,9%	10,3%	▲
<i>Dont secteur public</i>	<i>3 531,9</i>	<i>3 780,9</i>	<i>+7,0%</i>	<i>9,7%</i>	<i>9,7%</i>	<i>≈</i>
<i>Dont secteur privé</i>	<i>5 840,0</i>	<i>6 562,5</i>	<i>+12,4%</i>	<i>10,0%</i>	<i>10,7%</i>	<i>▲</i>

▪ **Amen Bank** a atteint, depuis 2019, 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 à la stratégie de rationalisation de l'octroi des crédits suivie sur les dernières années a été bénéfique pour les ratios de solvabilité de la banque. Le ratio Tier 1 et le ratio de solvabilité globale se sont respectivement établis à 11,6% et à 16,4%, à fin 2020, contre des minima réglementaires de 7% et de 10%.

	Dividendes distribués, en 2021, au titre des bénéfices cumulés des exercices 2019 et 2020			Payout moyen (2019-2020)
	En MDt	Dividende par action en Dt		
Amen Bank	56,9	2,150	23%	
ATB	-	-	0%	
Attijari Bank	110,0	2,700	36%	
BH	28,6	0,600	13%	
BIAT	178,5	5,000	29%	
BNA	32,0	0,500	14%	
BT	78,8	0,350	33%	
BTE	-	-	0%	
STB	-	-	0%	
UBCI	20,0	1,000	20%	
UIB	24,2	0,700	14%	
WIB	-	-	0%	
Secteur bancaire coté	528,9	-	22,7%	
<i>Secteur public</i>	<i>60,6</i>	<i>-</i>	<i>9,0%</i>	
<i>Secteur privé</i>	<i>468,4</i>	<i>-</i>	<i>28,1%</i>	

* La BCT a publié le 19 Mars 2021 une note aux banques et aux établissements financiers. Les banques et les établissements financiers peuvent distribuer des dividendes sur les bénéfices cumulés des exercices 2019 et 2020 à condition que leurs ratios de solvabilité et de Tier I, après déduction du montant des dividendes à verser, dépassent les niveaux minimums réglementaires de 2,5% au moins. Il est à préciser que le montant des dividendes à verser ne peut dépasser 35% des bénéfices cumulés des exercices 2019 et 2020.

- L'**ATB** affiche le niveau du levier financier le plus faible du secteur (un ratio de 7,5%, à fin 2020) ce qui atteste du potentiel de croissance latent que recèle la banque, notamment sur l'activité du crédit. Les niveaux de solvabilité inférieur à la moyenne sectorielle de la banque ne lui ont pas permis de renouer avec la distribution des dividendes en 2020. Afin de se donner les moyens de ses ambitions, regagner en solvabilité et redoubler en agressivité commerciale, la banque a décidé d'opérer une augmentation de son capital social de 70MDt, adoptée par l'Assemblée Générale Extraordinaire du 28 Avril 2021. Cette injection de fonds propres sera réalisée dans les trois prochaines années.

- Nous nous attendons à ce que les banques maintiennent leur solvabilité à ses niveaux de 2020 malgré la levée de la suspension de la distribution des dividendes en 2021, et ce pour trois principales raisons:

- La solide croissance bénéficiaire escomptée en 2021,

- Le ralentissement attendu de la production des crédits,

- Le retour de l'épargne vers le marché obligataire et la reprise de la demande pour le papier frais sur le marché obligataire en matière d'émissions de dette mezzanine.

II - Modèle de Scoring

- Etant 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 2020,

- La croissance moyenne des crédits neufs : de l'encours des crédits sur la période 2018-2020,

- Le ratio de transformation réglementaire à fin 2020.

2) Le Produit Net Bancaire (2020)

- Nous préférons les banques qui affichent la physionomie du PNB les plus favorables à la hausse 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 ».

- Nous préférons, également, les banques avec la plus forte exposition aux commissions, pour profiter pleinement de l'effet de rattrapage des commissions qui sera affichée en 2021 et qui est créé par la levée des mesures de tarification en vertu de la circulaire BCT n°2020-15.

3) La productivité (2020)

- 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 (2020)

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

5) La rentabilité des fonds propres (estimations de 2021)

- Elle est mesurée par le ROE net part du groupe pour chaque banque.

6) La solvabilité (2020)

- Cet indicateur reflète la solidité financière d'une banque. En l'absence d'une information exhaustive sur le ratio 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 (2020)

- 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.

8) Les ratios de valorisation boursière (estimés pour 2021)

- 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).

9) La liquidité boursière (sur la période 2020-Septembre 2021)

- 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 flottant du capital social).

Résultats du modèle de Scoring (1)

Chiffres au 31 décembre 2020 (sauf indication contraire)	Dynamique commerciale						Arbitrage Activité du placement / Activité du crédit (Stock de bons de Trésor / Encours des crédits)		Produit Net Bancaire									
	Part de marché dépôts		Croissance moyenne des crédits sur la période 2018-2020		Ratio de transformation réglementaire		Valeur	Rang	Exposition à la marge d'intérêt		Coût des ressources		Spread d'intérêt		Part des dépôts à vue dans le total des dépôts		Capacité génératrice de commissions	
	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang			Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang
1) Attijari Bank	11%	4	5%	5	88%	1	13%	9	56%	8	3,8%	3	5,7%	1	46%	3	21%	8
2) BIAT	20%	1	3%	10	95%	2	14%	10	52%	9	3,4%	2	4,6%	3	49%	2	23%	5
3) UIB	7%	8	5%	6	115%	6	3%	3	61%	2	4,6%	4	4,1%	7	31%	10	29%	2
4) BNA	12%	2	13%	1	NC	10	8%	4	62%	1	6,0%	12	3,9%	8	31%	8	21%	7
5) UBCI	4%	10	-5%	12	NC	10	0%	1	60%	4	3,2%	1	5,5%	2	57%	1	20%	9
6) BH	10%	5	4%	9	121%	9	13%	7	57%	7	5,6%	9	3,4%	9	36%	6	18%	10
7) Amen Bank	8%	7	1%	11	104%	3	19%	12	39%	12	5,7%	11	4,1%	6	31%	9	26%	4
9) STB	12%	3	13%	2	118%	8	13%	8	59%	5	4,8%	6	4,4%	5	28%	12	18%	11
8) BT	6%	9	4%	8	109%	4	12%	6	58%	6	4,8%	5	4,5%	4	31%	11	16%	12
10) ATB	8%	6	11%	3	109%	5	16%	11	44%	10	5,3%	8	3,2%	10	34%	7	22%	6
11) WIB	1%	12	10%	4	NC	10	0%	1	60%	3	5,3%	7	3,1%	11	41%	4	29%	3
12) BTE	1%	11	4%	7	116%	7	8%	5	42%	11	5,7%	10	2,8%	12	40%	5	40%	1
Moyenne sectorielle	-	-	6%	-	-	-	12%	-	55%	-	4,9%	-	4,2%	-	38%	-	21%	-

* Données au 30 Septembre 2021.

Résultats du modèle de Scoring (2)

Chiffres au 31 décembre 2020 (sauf indication contraire)	Productivité				Qualité du portefeuille				ROE net part du groupe 2021e		Ratio de solvabilité globale		Ratio du levier		Ratios de valorisation						Liquidité boursière: Taux de rotation moyen sur la période 2020-T3 2021		Score final
	Coefficient d'exploitation		Ratio commissions / masse salariale		Taux des créances classées		Taux de couverture		Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	P/B ajusté 2021e*	P/E 2021e*	Yield 2021e*		Valeur	Rang	
	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	
1) Attijari Bank	48%	7	65%	9	6,0%	2	84,5%	2	18%	2	13,2%	5	9%	3	1,3	10	9,3	8	6,9%	3	24%	3	164
2) BIAT	43%	6	98%	1	5,6%	1	65,2%	8	20%	1	13,3%	4	10%	5	1,2	9	6,9	5	8,0%	2	4%	11	163
3) UIB	50%	8	81%	3	8,1%	4	79,6%	4	9%	9	12,6%	7	11%	7	0,7	7	8,7	6	4,3%	7	23%	4	146
4) BNA	42%	5	69%	7	17,4%	12	60,3%	10	10%	7	19,8%	1	11%	8	0,3	2	3,2	1	14,3%	1	8%	8	142
5) UBCI	63%	9	50%	12	6,6%	3	88,7%	1	10%	6	12,7%	6	12%	10	0,8	8	9,3	7	5,0%	6	148%	1	138
6) BH	39%	2	75%	5	15,3%	10	70,5%	5	13%	3	11,8%	10	9%	2	0,4	4	3,4	2	5,9%	5	9%	6	135
7) Amen Bank	41%	4	89%	2	14,7%	8	67,1%	7	10%	5	16,4%	2	12%	9	0,5	6	5,0	3	6,5%	4	20%	5	130
9) STB	40%	3	72%	6	14,9%	9	82,3%	3	9%	8	12,5%	8	9%	4	0,3	3	5,4	4	0,0%	10	7%	9	130
8) BT	30%	1	79%	4	9,6%	5	61,5%	9	11%	4	15,8%	3	16%	11	1,4	11	13,1	9	4,2%	8	4%	12	118
10) ATB	70%	10	55%	10	11,3%	7	67,8%	6	2%	10	12,5%	9	7%	1	0,5	5	22,0	10	3,0%	9	9%	7	110
11) WIB	96%	12	50%	11	10,8%	6	44,4%	12	Négatif	11	N.C	12	19%	12	1,6	12	n.s**	11	0,0%	10	90%	2	87
12) BTE	87%	11	66%	8	16,1%	11	54,2%	11	Négatif	12	11,5%	11	10%	6	0,2	1	n.s**	12	0,0%	10	6%	10	85
Moyenne sectorielle	45%	-	75%	-	11,9%	-	69,5%	-	12%	-	-	-	10%	-	0,7	-	6,9	-	6,2%	-	9%	-	129

* Données au 30 Septembre 2021.

** Non significatif.

III - 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 aux retentissements de la crise de la Covid-19, à l'assèchement de la liquidité et au durcissement du cadre

réglementaire. 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, **Attijari Bank**, **BIAT** et **UIB** 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 **BNA**, l'**UBCI**, la **BH** et **Amen Bank**.

3) Les valeurs sous-surveillance: Nous suivrons de plus près les titres **STB**, **BT** 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 non atteinte attendue du seuil de rentabilité nous incitent à la prudence. Nous préférons réduire notre exposition à ces valeurs en attendant des jours meilleurs.

Valeur	Capitalisation (en MDt)*	P/E 2021e*	P/B ajusté 2021e*	Yield 2021e*	Performance 2021*	Points forts/Opportunités	Points faibles/Menaces	Recommandation
Attijari Bank	1 300	9,3	1,3	6,9%	+24%	<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 après l'UBCI. 	<ul style="list-style-type: none"> - Un coefficient d'exploitation (47,7%, à fin 2020) et un ratio de couverture de la masse salariale par les commissions (de 65,1% en 2020) 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 joli parcours boursier. Le titre a salué l'autorisation conditionnée par la BCT aux banques pour distribuer les bénéfices cumulés des exercices 2019 et 2020 et l'annonce d'un dividende de 2,700Dt par action. - Malgré son évolution depuis le début de l'année, l'action traite à une valorisation attractive qui sous-estime les qualités fondamentales d'Attijari Bank et son profil de croissance organique supérieur à ses pairs cotés. - La liquidité élevée de la banque (un ratio de transformation réglementaire de 88%, à fin 2020, le plus faible du secteur coté) et sa bonne qualité du portefeuille lui donnent une marge de manœuvre considérable pour déjouer les tensions monétaires, la morosité ambiante et le durcissement du cadre réglementaire. - Prisé par les investisseurs étrangers pour la qualité de son management, sa liquidité boursière élevée et sa réactivité commerciale, Attijari Bank est un excellent véhicule pour s'exposer au secteur bancaire coté. Nous réitérons notre recommandation à l' « Achat » sur le titre.

* Données au 30 Septembre 2021.

Valeur	Capitalisation (en MDt)*	P/E 2021e*	P/B ajusté 2021e*	Yield 2021e*	Performance 2021*	Points forts/Opportunités	Points faibles/Menaces	Recommandation
BIAT	2 238	6,9	1,2	8,0%	+38%	<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 25,5 points de pourcentage 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"> - Un taux de couverture des créances classées (de 65,2% à fin 2020) inférieur au seuil recommandé par la BCT. 	<ul style="list-style-type: none"> - Le leadership de la banque sur les dépôts à vue, sa marge de manœuvre confortable sur le coût des ressources et sur le ratio de transformation réglementaire sont les armes de la BIAT face aux contraintes de la crise de la Covid-19 qui secouent la sphère économique et financière. - Deuxième plus grande capitalisation du marché actions après la SFBT, la BIAT a connu un retournement de tendance favorable en bourse, applaudissant l'annonce d'un dividende alléchant à distribuer en 2021, au titre des exercices 2019 et 2020 et l'annonce du <i>Split</i> de l'action. Malgré son parcours, le leader du secteur affiche des niveaux de valorisation tentants 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 le niveau maîtrisé des créances classées, les efforts de couverture supplémentaires à consentir par la banque devraient être limités dans le temps. ▪ La crise de la Covid-19, la transition vers les normes de Bâle III et le lancement du chantier de la migration vers les normes IFRS, devraient générer un mouvement de « <i>Flight To Quality</i> » qui profiterait aux banques les plus solides sur le plan fondamental comme la BIAT. - Vu l'appartenance de Tunisie Valeurs au Groupe BIAT, nous nous abstenons d'émettre une opinion sur la valeur.
UIB	536	8,7	0,7	4,3%	+0,1%	<ul style="list-style-type: none"> - Un adossement à un groupe bancaire d'envergure internationale et un actionnariat stable. - 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 structure des revenus dominée par la marge d'intérêt et un spread d'intérêt parmi les plus élevés du secteur : meilleure posture pour profiter du contexte de taux haussiers. - 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, en 2020). - Une bonne qualité des actifs et une productivité en ligne avec le secteur privé. 	<ul style="list-style-type: none"> - Une banque de taille moyenne (8^{ème} position en termes de dépôts et 7^{ème} position en termes de crédits). - Une exposition élevée au segment des particuliers (presque la moitié des engagements). - Un ratio de transformation réglementaire à améliorer 	<ul style="list-style-type: none"> - La banque a déçu pour la troisième année de suite par ses performances boursières. - Sur le papier et en tenant compte des multiples 2021 estimés, la valorisation de l'UIB est historiquement basse. Outre sa réactivité commerciale et sa bonne qualité du portefeuille, l'adossement de l'UIB au Groupe Société Générale et les avancées réalisées en matière d'adoption des normes internationales (normes IFRS et normes de solvabilité et de liquidité) constituent des garanties pour surmonter la crise actuelle. Le « faux pas » de 2020 nous semble digéré par le marché. Nous révisons à la hausse notre recommandation sur le titre à « Acheter ».

* Données au 30 Septembre 2021.

Valeur	Capitalisation (en MDt)*	P/E 2021e*	P/B ajusté 2021e*	Yield 2021e*	Performance 2021*	Points forts/Opportunités	Points faibles/Menaces	Recommandation
BNA	491	3,2	0,3	14,3%	-8%	<ul style="list-style-type: none"> - Première banque du secteur public, la BNA a affiché en 2020 un bilan mitigé. Alors que l'activité d'exploitation a maintenu le cap sur la croissance, la rentabilité a subi les contrecoups de la crise de la Covid-19 en raison de la flambée du coût du risque. - La consolidation de la capacité bénéficiaire sur les années passées grâce notamment au programme de cession d'actifs (des plus values de 331,7MDt dégagées sur la période 2015-2019) et la recapitalisation réussie de l'année 2019 (une levée de 168MDt) ont significativement renforcé l'assise financière de la banque. La BNA jouit aujourd'hui de niveaux de solvabilité presque inégalés sur le marché, qui correspondent quasiment au double des minima réglementaires. - 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 inférieure à 15%, en 2020, dans l'encours des engagements). - Une physionomie du PNB dominée par la marge d'intérêt favorable en période de taux haussiers. 	<ul style="list-style-type: none"> - Avec un taux de créances classées de 17,4% et un taux de couverture de 60,3%, la qualité d'actifs de la BNA reste fragile. L'effet de dilution créé par les nouveaux crédits sains produits sur les dernières années (2,7 milliards de dinars distribués sur la période 2018-2020) 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 améliorer son taux de couverture. Toutes choses étant égales par ailleurs et tenant compte d'un stock de créances classées de 2,6 milliards de dinars (soit le plus élevé du secteur coté), il faudrait au moins deux années de bénéfices à zéro pour atteindre un taux de provisionnement de 70%. - Une exposition élevée aux entreprises publiques dont des entreprises en difficulté (les entreprises publiques représentent 29% de l'encours des crédits de la banque, en 2020). 	<ul style="list-style-type: none"> - Le titre BNA a connu depuis le début de l'année un parcours boursier difficile. Le changement managérial qu'a affiché la banque avec le départ à la retraite de l'ancien Directeur Général (départ à la retraite de M. Habib BELHAJ GOUIDER en Octobre 2020 et son remplacement par M. Mondher LAKHAL), le retard dans la publication des états financiers de 2020 et la dégradation de la rentabilité sur fond de crise sanitaire ont jeté un froid sur le comportement du titre en bourse. La BNA 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 184,7MDt à fin 2020). Nous mettons le titre sous surveillance et restons attentifs quant à l'évolution des fondamentaux de la banque dans ses prochaines publications. Nous recommandons de conserver le titre avec des perspectives positives.
UBCI	400	9,3	0,8	5,0%	+4%	<ul style="list-style-type: none"> - La banque a réussi à imposer sa rigueur comme exemple: un portefeuille de créances parmi les plus sains de la place (taux de créances classées de 6,6% et « zéro exposition au secteur du tourisme) et une politique de provisionnement stricte (un taux de couverture des créances classées de 88,7%). - Une structure des dépôts avantageuse: 56,5% des ressources sont constituées par des dépôts faiblement rémunérés et un spread d'intérêt parmi les plus élevés du secteur coté (5,5% contre une moyenne sectorielle de 4,2%). 	<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 la WIB et l'ATB: un coefficient d'exploitation de 63% contre une moyenne de 46,1% pour la concurrence privée. 	<ul style="list-style-type: none"> - Le titre s'est légèrement ressaisi après le flop boursier de 2020. La banque a changé de tour de table en Mars 2021 avec l'entrée du Groupe CARTE dans le capital à hauteur de 39%. Cette opération s'est matérialisée par deux transactions de bloc portant sur une enveloppe de 183,3MDt, valorisant l'UBCI à 470MDt. L'AGO du 27 Avril dernier a décidé de la nomination d'un nouveau Conseil d'Administration, d'un nouveau Président du Conseil d'Administration et d'un nouveau Directeur Général. Nous sommes convaincus que 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) densification du réseau et 3) un portefeuille de crédit sain qui permet d'assoir une politique commerciale plus dynamique. Attendons de voir les contours de la nouvelle stratégie que le nouveau management compte mettre en œuvre... 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 avec perspectives positives ».

Valeur	Capitalisation (en MDt)*	P/E 2021e*	P/B ajusté 2021e*	Yield 2021e*	Performance 2021*	Points forts/Opportunités	Points faibles/Menaces	Recommandation
BH	486	3,4	0,4	5,9%	+18%	<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 (ne tenant pas compte de l'accident de parcours de 2020) qui confirme la capacité de la banque à concilier les objectifs de croissance et de rigueur prudentielle. - Un coefficient d'exploitation à la pointe du secteur - 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 réglementaire non conforme à la limite réglementaire et 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 15% et de 5%, en 2020) qui devrait pénaliser la qualité du portefeuille dans la conjoncture malmenée de la période post-Covid. Notons, également, que la banque a subi une dégradation de sa qualité des actifs en 2020. 	<ul style="list-style-type: none"> - Le titre a affiché un réveil boursier en 2021 mettant fin à trois années baissières de suite. Les anticipations d'une reprise de la rentabilité en 2021 et le nouveau business plan publié en marge de l'émission d'un emprunt obligataire subordonné, en Septembre 2021, ont stimulé l'appétit des investisseurs pour le titre. La valorisation de la BH est attrayante 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. Et sur le plan des fondamentaux (exposition élevée aux secteurs immobilier et du BTP, une liquidité encore sous pression et une dégradation récente de la qualité du portefeuille), il y a encore du chemin. Notre recommandation est: « Conserver avec des perspectives positives ».
Amen Bank	551	5,0	0,5	6,5%	+6%	<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 équilibrées du secteur. - La productivité reste l'atout majeur d'Amen Bank. La banque affiche le coefficient d'exploitation parmi les plus faibles du secteur (41%, à fin 2020). - Avec un ratio de solvabilité confortable (un ratio de solvabilité globale de 16,4%), Amen Bank est bien outillée pour reprendre sa place dans le secteur. - Un ratio de transformation confortable qui affiche une marge de flexibilité de 15,9 points de pourcentage par rapport à la norme réglementaire. - 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. Etant encore exposée aux secteurs de la promotion immobilière et du tourisme (ces deux secteurs représentent, respectivement, une proportion de 9,5% et de 7,5% de l'encours des crédits de la banque, en 2020), la banque pâtit des effets de la crise sur son portefeuille de créances (un taux de créances classées de 14,7%). - 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"> - Sur les deux dernières années, Amen Bank a connu un parcours boursier volatil, en ligne avec le secteur. Après avoir subi le choc de la Covid-19 en 2020 (une contreperformance de -25,7%), le cours du titre a réagi favorablement à l'autorisation conditionnée de la BCT de distribuer les bénéfices cumulés des exercices 2019 et 2020 et à l'annonce d'un dividende alléchant de 2,150Dt par action. Les niveaux de valorisation sont facialement attrayants. Cependant, nous estimons que les multiples de la banque reflètent convenablement ses fondamentaux actuels. - Bien que mitigé, le bilan de l'exercice 2020 nous conforte dans la capacité de la banque à résister à la crise actuelle. Récolant les fruits de sa stratégie de rééquilibrage du bilan, Amen Bank affiche une meilleure maîtrise du risque de transformation 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 en cette passe difficile. Il lui permettrait d'absorber le « choc » de la crise et de répartir rapidement à la quête de la croissance dès les premiers signes de reprise économique. Nous recommandons de conserver le titre avec des perspectives positives.

* Données au 30 Septembre 2021.

Valeur	Capitalisation (en MDT)*	P/E 2021e*	P/B ajusté 2021e*	Yield 2021e*	Performance 2021*	Points forts/Opportunités	Points faibles/Menaces	Recommandation
STB	443	5,4	0,3	0%	-15%	<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. Elle affiche, désormais, une productivité appréciable et une meilleure maîtrise de ses ratios prudentiels.</p> <p>- Troisième banque de la place en termes de dépôts, la STB profite d'un bon positionnement sur les dépôts d'épargne et affiche la plus grande contribution de cette catégorie de ressources dans la collecte, à l'échelle du secteur, ce qui lui permet de soulager son coût de ressources, d'auto-alimenter sa croissance et de se protéger contre la surenchère tarifaire.</p>	<p>- Des fragilités structurelles qui devraient être exacerbées par la crise de la Covid-19:</p> <p>1) une surexposition au secteur du tourisme,</p> <p>2) une qualité du portefeuille héritée du passé et parmi les plus vulnérables du secteur: un taux de créances classées de 14,9% couvertes à hauteur de 82,3%,</p> <p>3) une situation critique de certaines filiales comme la BFT et la TFB qui continuent à cumuler les déficits.</p> <p>- Un ratio de transformation réglementaire tendu et parmi les plus élevés du secteur.</p>	<p>- La STB peine à remonter la pente en bourse pour la deuxième année de suite. 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 de la 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 nouveau management (nomination de M. Mohamed CHOUIKHA en tant que nouveau Directeur Général en remplacement de Mme Néjia GHARBI, qui a eu un court passage en tant qu'administrateur délégué après le départ de M. Lotfi DEBBABI, en Septembre 2020) nommé en Mars dernier (décollage commercial et assainissement du portefeuille). Notre recommandation est « Conserver ».</p>
BT	1 334	13,1	1,4	4,2%	-8%	<p>- 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 des principaux indicateurs d'activité</p> <p>- 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.</p> <p>- Une exposition élevée à la marge d'intérêt favorable en périodes de taux haussiers.</p> <p>- Une assise financière parmi les plus solides du secteur coté (un ratio de solvabilité globale de 15,8%).</p> <p>- La BT a engagé une réflexion sur la stratégie de développement à adopter par la banque pour assurer sa croissance et atteindre une part de marché plus significative. Cette réflexion est en cours et la banque se fait assister par son actionnaire de référence (le Groupe CIC) et un cabinet d'expertise externe. L'aboutissement de cette réflexion devrait se faire ressentir sur le positionnement commercial de la banque et ses parts de marché.</p>	<p>- Une banque de taille moyenne, classées 9^{ème} dans le palmarès des dépôts et des crédits.</p> <p>- Une dégradation de la qualité du portefeuille sur les dernières années qui affectera les bénéfices futurs</p> <p>- Un réseau d'agences nettement moins développé, comparativement à ses pairs de taille comparable (126 agences pour la BT Vs 147 pour l'UIB et 160 pour Amen Bank).</p>	<p>- Les investisseurs ont été confortés par la clôture, au début de l'année 2020, à hauteur de 77% de l'augmentation de capital de Carthage Cement, cimenterie publique en difficulté pour laquelle la BT constitue la principale banque créancière. Malgré la revigoration de l'activité de la cimenterie, l'amélioration de sa situation financière, la signature d'un accord de rééchelonnement de ses crédits avec le système bancaire et l'autorisation conditionnée accordée par la BCT aux banques pour distribuer les bénéfices cumulés des exercices 2019 et 2020, le cours de l'action peine à décoller.</p> <p>- Le titre traite à des multiples supérieurs à la moyenne sectorielle. Cependant, cette valorisation intègre les avantages comparatifs de la banque et sa perception en tant que référence en matière de productivité et de rigueur par les investisseurs. Nous recommandons de conserver le titre.</p>

* Données au 30 Septembre 2021.

Valeur	Capitalisation (en MDt)*	P/E 2021e*	P/B ajusté 2021e*	Yield 2021e *	Performance 2021*	Points forts/Opportunités	Points faibles/Menaces	Recommandation
ATB	232	22,0	0,5	3,0%	-19%	<p>- 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 deuxième plus forte exposition à l'activité de placement à l'échelle du secteur après Amen Bank.</p> <p>- Une augmentation de capital, portant sur une levée de 70MDt, sera réalisée sur les trois prochaines années. Elle devrait permettre à la banque de financer son programme de restructuration organisationnelle et commerciale, de renflouer sa solvabilité, de restaurer ses ratios prudentiels et de redoubler en agressivité commerciale.</p>	<p>- Une banque positionnée en milieu de tableau (6^{ème} position en terme de dépôts et 8^{ème} rang en terme de crédits).</p> <p>- Une rentabilité des fonds propres et une productivité en deçà des standards du secteur privé.</p> <p>- Une dégradation de la qualité du portefeuille depuis 2014.</p>	<p>- L'ATB a connu sur les dernières années un parcours boursier versatile. Le ralliement boursier insufflé par le changement managérial intervenu courant l'année 2019 (une performance de 13%) a été de courte durée pour l'ATB. Les pressions vendeuses suivant l'éclatement de la crise de la Covid-19 en 2020 ont malmené l'action (une contreperformance de -30% en 2020). N'ayant pas encore recouvert sa capacité à distribuer des dividendes, l'ATB n'a pas profité de l'effet d'entraînement suscité par la levée de l'interdiction des banques de distribuer des dividendes par la BCT en 2020 et au titre des bénéfices cumulés des exercices 2019 et 2020. Théoriquement, la valorisation mérite le détour, mais elle reflète convenablement les fondamentaux actuels de la banque en termes de productivité, de qualité du portefeuille et de coût des ressources. La réussite de la prochaine recapitalisation enverra un signal fort au marché sur l'appétit des investisseurs pour le titre. Valeur à suivre donc. Notre recommandation est: « Conserver ».</p>
WIB	219	n.s**	1,6	0%	+12%	<p>- Une opportunité unique pour des investisseurs islamiques pour s'exposer au secteur bancaire coté.</p> <p>- 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.</p> <p>- 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.</p> <p>- 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.</p>	<p>- 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.</p> <p>- La banque passe encore par une phase de transition. La restructuration institutionnelle étant finalisée, Wifak 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.</p>	<p>- Le titre a changé de trajectoire en bourse cette année, virant au vert. Avec une capitalisation de 219MDt, la valorisation est chère comparativement à la moyenne sectorielle.</p> <p>- 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.</p> <p>- 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. Notre recommandation est: « Alléger »</p>

* Données au 30 Septembre 2021.

** Non significatif

Valeur	Capitalisation (en MDt)*	P/E 2021e*	P/B ajusté 2021e*	Yield 2021e *	Performance 2021*	Points forts/Opportunités	Points faibles/Menaces	Recommandation
BTE (ADP)	6	n.s**	0,2	0%	-20%	<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 (39,9% pour la BTE contre une moyenne sectorielle de 21,4%, en 2020). - Un niveau de solvabilité « correct » (11,5% en 2020) qui constitue un frein pour une stratégie de croissance plus dynamique. 	<ul style="list-style-type: none"> - Une banque restée peu active sur le marché avec une part de marché dépôts d'à peine 1,1% - Une taille reste réduite et une capacité de prise de risque limitée (des fonds propres de 119,9MDt). - Une situation de sureffectif et une productivité nettement en deçà des normes du secteur (un coefficient d'exploitation de 87,4%). - La banque a subi une importante dégradation de sa qualité du portefeuille depuis la Révolution (un taux de créances classées de 16,1% couvertes à hauteur de 54,2% en 2020). Le coût du risque (23,2MDt, soit 47,5% du PNB en 2020), 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 poursuit sa déroute en bourse. Un processus de privatisation en suspens qui lasse les investisseurs et qui entrave la mise en place d'une véritable stratégie. Une valorisation bradée mais le déficit qui s'annonce en 2021 ne rassure pas le marché. Nous recommandons d'alléger l'exposition au titre.
Secteur bancaire coté	8 236	6,9	0,7	6,2%	+8%	-	-	-

* Données au 30 Septembre 2021.

** Non significatif