NOTE SECTORIELLE · SECTEUR BANCAIRE COTÉ · INDICATEURS T3 2026

Banques cotées : le portefeuille-titres prend le relais

Une croissance partagée, des charges tenues, une valorisation encore dispersée

AMEN INVEST
INTERMEDIAIRE EN BOURSE

Tunis, le 02/11/2026 | Données : indicateurs d'activité au 30/09/2026 (12 banques cotées) · Cours de clôture au 28/10/2026

01 EXECUTIVE SUMMARY

PNB 9M 2026	PART DU PORTEFEUILLE	COEF. D'EXPLOITATION	CRÉDITS / DÉPÔTS	VALORISATION
5 747 MD	**49,7%**	**45,3%**	**77,0%**	**1,56x P/BV**
+5,8% sur un an	+4,4 pt sur un an	−27 pb (base homogène)	−4,5 pt sur un an	PER 11,8x · DY 4,0%

Le secteur bancaire coté livre un troisième trimestre solide. Le PNB cumulé des douze banques atteint 5 747,0 MD à fin septembre 2026, en hausse de 5,8%. La croissance est diffuse : onze établissements sur douze progressent. Le moteur, lui, a changé de nature. Le portefeuille-titres apporte davantage que la totalité de la hausse du PNB, la marge d'intérêt recule. Le secteur s'adapte à une demande de crédit atone en recyclant une liquidité abondante vers son portefeuille d'investissement. Il le fait sans relâcher la discipline sur ses charges.

- **Croissance partagée.** Le PNB gagne 312,9 MD. Amen Bank signe la plus forte contribution en valeur (+69,2 MD, +15,6%) et passe au 4e rang. La STB est la seule en repli (−2,9%).
- **Le portefeuille porte la croissance.** Les revenus du portefeuille-titres progressent de 394,3 MD (+16,0%), soit 126% de la hausse du PNB. Ils représentent 49,7% du PNB sectoriel, contre 45,3% un an plus tôt. La marge d'intérêt cède 109,9 MD (−5,7%).
- **Charges maîtrisées.** Les frais de gestion augmentent de 5,1%, moins vite que le PNB. Le coefficient d'exploitation s'améliore de 27 pb à 45,3%. Le RBE progresse de 6,2% à 3 172,8 MD.
- **Liquidité abondante.** Les dépôts croissent de 8,2% (+8,5 Md DT), les crédits de 2,1% (+1,8 Md DT). Le ratio crédits / dépôts revient à 77,0%, en baisse de 4,5 points.
- **Valorisation raisonnable, dispersion forte.** Le PER moyen sectoriel ressort à 11,8x les bénéfices 2025 en moyenne pondérée, 12,2x en médiane et 12,9x en moyenne simple, pour un P/BV de 1,56x et un rendement de 4,0%. La BNA illustre le quadrant « Value Opportunities » : coefficient d'exploitation de 36,2% pour un P/BV de 0,50x.

02 PERFORMANCE OPÉRATIONNELLE

Un PNB en hausse, porté par les revenus de marché

La hiérarchie bouge peu au sommet. La BIAT conserve le leadership avec 1 236,1 MD de PNB, devant la BNA (858,5 MD) et Attijari Bank (551,7 MD). Le secteur affiche une dynamique globale positive. Au sein des valeurs de la cote, Amen Bank se distingue particulièrement en signant la plus forte contribution à la croissance sectorielle en valeur absolue (+69,2 MD, soit une progression remarquable de +15,6%), consolidant ainsi son positionnement de premier plan. Les plus fortes progressions relatives viennent de Wifak Bank (+21,7%) et de la BTE (+20,0%), sur des bases réduites. L'UBCI (+11,1%) et la BT (+10,5%) complètent le groupe des progressions à deux chiffres.

Tableau 1 PNB et composantes, cumul 9 mois au 30/09/2026 (MD, variations sur un an)

Banque	PNB 9M 2026	Var. PNB	Marge d'intérêt	Commissions	Portefeuille	Part portef.	Δ part
BIAT	1 236,1	+3,4%	−5,3%	+6,2%	+9,2%	48,9%	+2,6 pt
BNA	858,5	+6,2%	−3,0%	−3,1%	+10,3%	71,5%	+2,7 pt
Attijari Bank	551,7	+3,6%	−23,2%	−1,3%	+38,5%	49,0%	+12,4 pt
Amen Bank	512,4	+15,6%	+6,6%	+3,3%	+24,0%	59,8%	+4,1 pt
BH Bank	510,7	+3,9%	−7,1%	+2,9%	+11,5%	51,4%	+3,5 pt
STB	507,7	−2,9%	−64,9%	−1,5%	+18,8%	74,7%	+13,7 pt
BT	423,5	+10,5%	+15,3%	+2,7%	+5,5%	27,5%	−1,3 pt
UIB	419,2	+7,9%	+5,0%	+2,8%	+28,1%	18,3%	+2,9 pt
UBCI	289,1	+11,1%	+2,3%	+10,6%	+28,2%	32,7%	+4,4 pt
ATB	283,6	+1,2%	−7,7%	+7,0%	+12,7%	33,7%	+3,4 pt
Wifak Bank	91,7	+21,7%	+24,4%	+13,2%	+49,2%	3,2%	+0,6 pt
BTE	62,7	+20,0%	+15,0%	−1,0%	+38,7%	50,2%	+6,8 pt
Secteur	**5 747,0**	**+5,8%**	**−5,7%**	**+2,8%**	**+16,0%**	**49,7%**	**+4,4 pt**

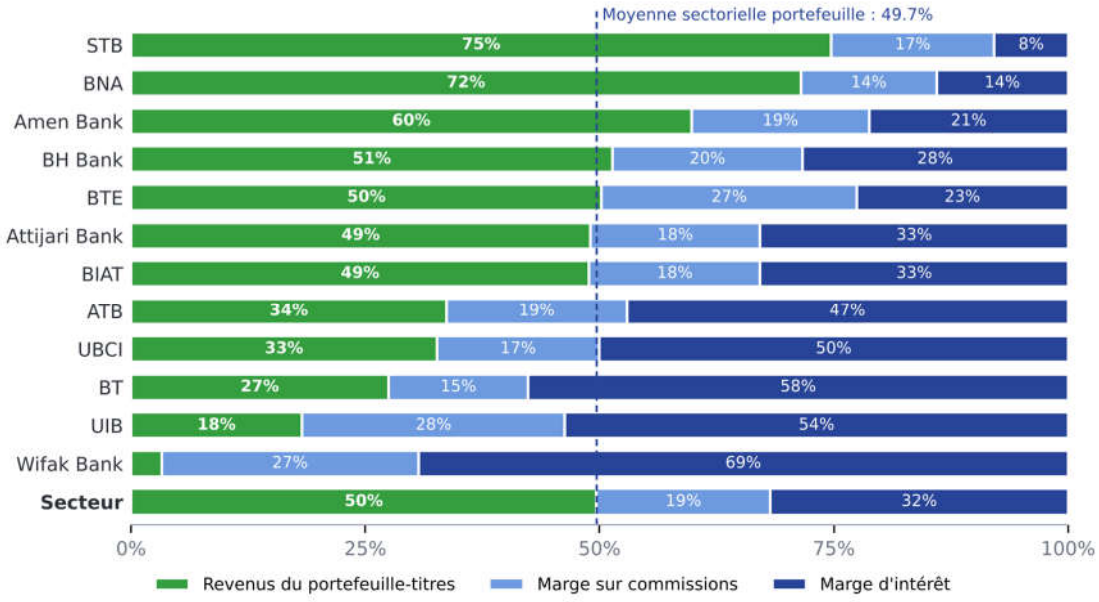
Marge d'intérêt = intérêts perçus − intérêts encourus. Commissions nettes. Portefeuille = revenus du portefeuille commercial et d'investissement, y compris opérations financières et change lorsque la banque les y agrège. Source : indicateurs publiés, calculs Amen Invest.

L'effet « switch » : le bilan se recompose vers le portefeuille d'investissement

Le recul de la marge d'intérêt et l'envolée des revenus de portefeuille sont les deux faces d'un même arbitrage. Les intérêts perçus baissent de 4,8% sur un an, sous l'effet d'encours de crédit quasi stables. Les intérêts encourus baissent moins vite (−4,5%). Ils rémunèrent des dépôts qui financent désormais autant le portefeuille d'investissement que les crédits. La marge d'intérêt comptable supporte donc une partie du coût de ressources qui finance le portefeuille. Elle sous-estime l'intermédiation réelle, et le portefeuille capte le rendement.

Trois profils se dessinent. Les banques à dominante portefeuille (STB 74,7%, BNA 71,5%, Amen Bank 59,8% du PNB) tirent pleinement parti des revenus du portefeuille. Les banques équilibrées (BIAT, Attijari Bank, BH Bank, autour de 50%) combinent les trois moteurs. Les banques d'intermédiation (BT, UIB, UBCI) restent adossées à la marge d'intérêt, avec un portefeuille sous 35%. Attijari Bank et la STB opèrent les bascules les plus nettes, avec +12,4 et +13,7 points de part de portefeuille en un an.

Graphique 1 Structure du PNB à fin septembre 2026 (% du PNB)



Banques classées par part décroissante des revenus de portefeuille. Ligne pointillée : moyenne sectorielle, calculée sur la somme des PNB. Source : indicateurs publiés, calculs Amen Invest.

Coefficient d'exploitation et RBE : la discipline des coûts tient

Les frais de gestion du secteur progressent de 5,1%, sous la croissance du PNB (+5,8%). L'effet ciseaux reste positif. Le coefficient d'exploitation homogène s'établit à 45,3%, en amélioration de 27 pb. Neuf banques sur douze l'améliorent. Amen Bank réalise la meilleure performance parmi les grandes banques : 36,9% en base homogène (38,6% publié), soit −345 pb, et un RBE en hausse de 22,2%. L'UBCI (−349 pb) et l'UIB (−306 pb) suivent la même pente. La BT reste la plus efficiente du secteur à 31,0%. À l'inverse, la STB (+452 pb) et BH Bank (+314 pb) subissent une hausse marquée des frais de personnel (+13,6% et +12,9%).

Tableau 2 Efficacité, RBE et liquidité au 30/09/2026

Banque	CIR publié	Var.	CIR homogène	Var.	RBE (MD)	Var. RBE	Crédits / Dépôts	Var.
BIAT	45,2%	+14 pb	41,9%	−4 pb	727,2	+3,4%	56,7%	−3,1 pt
BNA	37,3%	−32 pb	36,2%	−8 pb	548,7	+6,3%	98,6%	−11,5 pt
Attijari Bank	52,3%	−79 pb	49,4%	−90 pb	291,3	+5,5%	53,1%	−8,1 pt
Amen Bank	38,6%	−339 pb	36,9%	−345 pb	324,0	+22,2%	81,0%	−3,2 pt
BH Bank	45,7%	+314 pb	45,7%	+314 pb	280,5	−2,4%	98,5%	−10,5 pt
STB	52,9%	+452 pb	52,9%	+452 pb	240,8	−11,3%	65,3%	−8,0 pt
BT	31,0%	−103 pb	31,0%	−103 pb	293,1	+12,1%	95,2%	+7,6 pt
UIB	52,4%	−295 pb	49,7%	−306 pb	211,4	+14,9%	92,5%	+4,4 pt
UBCI	65,9%	−389 pb	60,1%	−349 pb	115,5	+21,8%	89,9%	−2,3 pt
ATB	72,8%	+235 pb	65,9%	+84 pb	96,9	−1,3%	73,9%	−2,4 pt
Wifak Bank	72,6%	−134 pb	67,3%	−148 pb	30,0	+27,5%	98,2%	+3,5 pt
BTE	78,8%	−803 pb	78,8%	−802 pb	13,4	+93,9%	87,2%	+2,7 pt
Secteur	**47,5%**	**−17 pb**	**45,3%**	**−27 pb**	**3 172,8**	**+6,2%**	**77,0%**	**−4,5 pt**

CIR publié = charges opératoires publiées / PNB. Quatre banques (BH Bank, STB, BT, BTE) publient leurs charges hors dotations aux amortissements. Le CIR homogène retient frais de personnel + charges générales pour toutes, ce qui rend la comparaison possible. RBE = PNB + autres produits d'exploitation − frais de personnel − charges générales, avant amortissements. Une baisse du CIR traduit une amélioration.

03 LIQUIDITÉ ET STRUCTURE DE BILAN

Le secteur n'est pas contraint par ses ressources. Les dépôts progressent quatre fois plus vite que les crédits. Le ratio crédits / dépôts sectoriel recule de 81,5% à 77,0% en un an. La dispersion reste forte. Attijari Bank (53,1%) et la BIAT (56,7%) disposent d'une réserve de liquidité considérable, mobilisable dès que la demande de crédit repartira. La BNA (98,6%), BH Bank (98,5%) et Wifak Bank (98,2%) emploient la quasi-totalité de leurs dépôts. La BNA et BH Bank réduisent toutefois leur ratio de plus de 10 points sur un an, grâce à une collecte dynamique (+15,1% et +9,9%). La BT et l'UIB font exception : leurs dépôts reculent légèrement et leur ratio remonte au-delà de 92%.

> **Lecture Amen Invest**
>
> Une liquidité abondante, une politique monétaire stable (taux directeur maintenu à 7% par la BCT le 8 octobre 2026) et une inflation de 5,6% en septembre installent un régime durable. Le rendement du portefeuille d'investissement reste attractif au regard du coût moyen des ressources. Tant que ce différentiel tient, les revenus de portefeuille offrent au secteur une visibilité forte sur ses revenus.

04 VALORISATION ET RENDEMENT

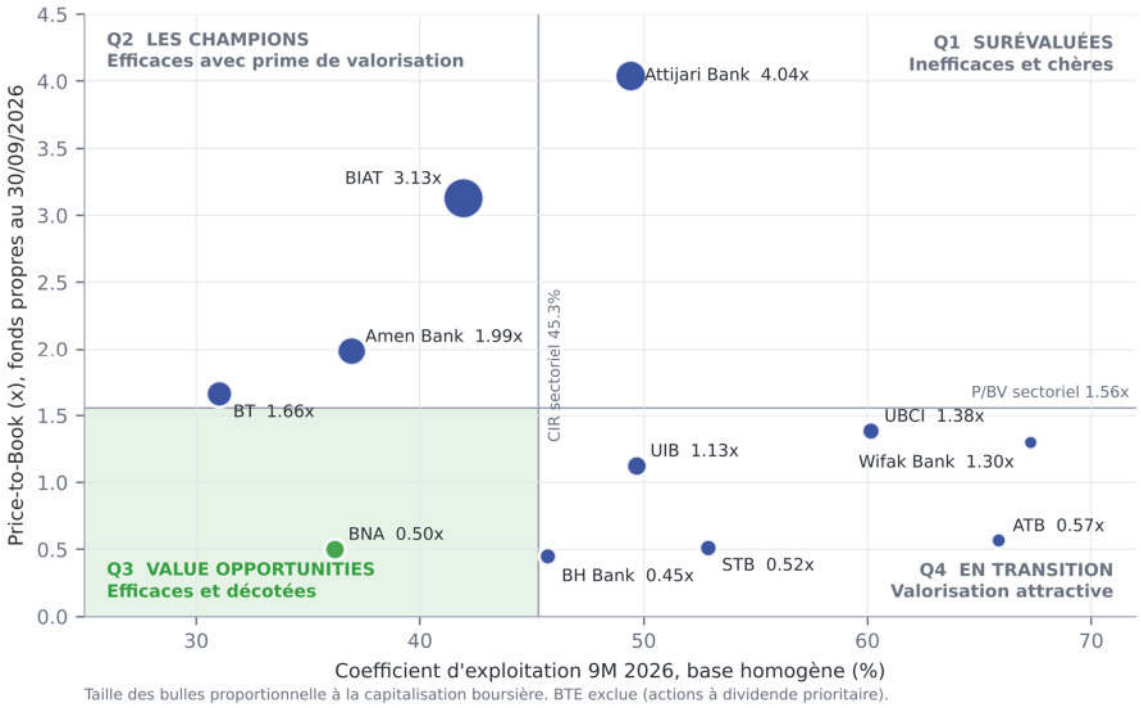
Le secteur traite à 11,8x les bénéfices 2025 en moyenne pondérée (12,2x en médiane, 12,9x en moyenne simple) et à 1,56x ses fonds propres, pour un rendement de 4,0%. Ces niveaux restent raisonnables au regard de la croissance des résultats et de la solidité des fonds propres. La dispersion est la vraie information. Deux banques concentrent la prime : Attijari Bank (4,04x) et la BIAT (3,13x). Quatre établissements traitent sous 0,6x leurs fonds propres.

Tableau 3 Multiples de valorisation au 28/10/2026

Banque	Cours (DT)	Capi. (MD)	PER 2025	P/BV T3 26	DY 2026	Quadrant
BIAT	163,00	6 650,4	14,2x	3,13x	3,7%	Q2 Champions
Attijari Bank	74,38	3 719,0	15,8x	4,04x	5,6%	Q1 Surévaluées
Amen Bank	90,00	3 142,8	11,9x	1,99x	4,0%	Q2 Champions
BT	8,69	2 346,3	11,6x	1,66x	4,0%	Q2 Champions
UIB	36,10	1 175,4	12,5x	1,13x	2,8%	Q4 En transition
BNA	18,10	1 158,4	4,0x	0,50x	6,4%	Q3 Value Opp.
UBCI	39,00	780,1	10,9x	1,38x	3,3%	Q4 En transition
STB	4,35	675,9	11,5x	0,52x	4,6%	Q4 En transition
BH Bank	13,00	618,8	14,4x	0,45x	0,0%	Q4 En transition
ATB	3,30	330,0	n.s.	0,57x	0,0%	Q4 En transition
Wifak Bank	7,41	222,3	22,1x	1,30x	0,0%	Q4 En transition
Moyenne pondérée (cap.)		**20 819,4**	**11,8x**	**1,56x**	**4,0%**	
Médiane			**12,2x**	**1,30x**	**3,7%**	
Moyenne simple			**12,9x**	**1,52x**	**3,1%**	

Cours, capitalisation, PER 2025 (sur BPA consolidé 2025) et DY : Stock Guide Amen Invest du 28/10/2026. P/BV = capitalisation / capitaux propres publiés au 30/09/2026, hors résultat de la période. DY = dividende versé en 2026 / cours. Moyenne pondérée = ratio agrégé du secteur (somme des capitalisations / somme des agrégats), équivalent à une moyenne harmonique pondérée par la capitalisation. ATB exclue du PER (perte 2025). ROE 2025 = résultat net individuel 2025 / capitaux propres au 31/12/2025 publiés en comparatif des indicateurs T3. BTE exclue (actions à dividende prioritaire).

Graphique 2 Matrice Efficacité / Valorisation : coefficient d'exploitation vs Price-to-Book



Axes de référence : CIR sectoriel homogène (45,3%) et P/BV sectoriel pondéré (1,56x). Source : indicateurs publiés, Stock Guide Amen Invest, calculs Amen Invest.

Grille de lecture de la matrice

Q2 Les Champions *Efficaces avec prime de valorisation · CIR bas, P/BV élevé* BIAT, Amen Bank, BT. La prime rémunère une efficacité et une rentabilité supérieures.	**Q1 Surévaluées** *Inefficaces et chères · CIR élevé, P/BV élevé* Attijari Bank. Prime portée par le ROE 2025 le plus élevé du secteur (25,8%), pas par les coûts.
Q3 Value Opportunities *Efficaces et décotées · CIR bas, P/BV bas* BNA. Quadrant clé : une efficacité que le marché ne paie pas encore.	**Q4 En transition** *Valorisation attractive · CIR élevé, P/BV bas* STB, BH Bank, ATB, UIB, UBCI, Wifak Bank. Décote à lire avec le coût du risque et la trajectoire des charges.

Q3, le quadrant clé. La BNA en est le cas d'école. Coefficient d'exploitation de 36,2%, deuxième meilleur du secteur, P/BV de 0,50x, PER de 4,0x et rendement de 6,4%. Le marché lui applique une décote de deux tiers par rapport au secteur. Cet écart ouvre un potentiel de revalorisation significatif. Sa réalisation suppose de lever deux réserves du marché : la qualité du portefeuille de crédits (taux de créances classées de 21,6% au 30/06/2026) et la contribution importante des revenus du portefeuille (71,5% du PNB).

Q2, des primes méritées. La BT, Amen Bank et la BIAT combinent efficacité et rentabilité. Amen Bank affiche la dynamique la plus nette du secteur (PNB +15,6%, RBE +22,2%, CIR −345 pb) pour un PER de 11,9x, en ligne avec la moyenne sectorielle. La prime de la BT (1,66x) rémunère le coefficient le plus bas du secteur.

Q1, une prime de rentabilité. Attijari Bank traite au-dessus de 4x ses fonds propres. Le marché paie ici le ROE 2025 le plus élevé du secteur (25,8%, contre 18,1% pour la BIAT) et un rendement de 5,6%, plus que l'efficacité opérationnelle. Son CIR s'améliore de 90 pb.

Q4, distinguer la trajectoire du niveau. Pour la STB, BH Bank et l'ATB, la décote reflète d'abord le coût du risque : il absorbait entre 37% et 42% du PNB au premier semestre 2026. L'UIB, l'UBCI et Wifak Bank relèvent d'une autre logique. Leurs coefficients baissent de 150 à 350 pb environ en un an. L'UIB se situe à moins de 5 points du seuil sectoriel et reste la candidate la plus proche d'une migration vers Q3.

05 CONCLUSION

Opinion sectorielle : constructive

Le secteur bancaire coté démontre sa capacité d'adaptation. Il maintient sa croissance malgré un crédit quasi stable, protège ses marges opérationnelles et dégage un RBE en hausse de 6,2%. Les multiples restent raisonnables, avec un rendement de 4,0%. Nous privilégions les profils qui allient efficacité, diversification des revenus et valorisation attractive : la BNA, la BT, Amen Bank et la BIAT.

MÉTHODOLOGIE ET SOURCES

- Périmètre : les 12 banques cotées à la BVMT (BIAT, BNA, Attijari Bank, Amen Bank, BH Bank, STB, BT, UIB, UBCI, ATB, Wifak Bank, BTE). Comptes individuels.
- Activité : indicateurs d'activité trimestriels au 30/09/2026 publiés par chaque banque. Agrégats sectoriels calculés sur la somme des montants. Les données 2025 sont celles publiées en comparatif.
- Marché : Stock Guide Amen Invest du 28/10/2026 (cours de clôture, capitalisations, BPA consolidés 2025, dividendes versés en 2026). Le P/BV rapporte ces capitalisations aux capitaux propres individuels publiés au 30/09/2026.
- Qualité des actifs et coût du risque S1 2026 : états financiers intermédiaires au 30/06/2026.
- Macroéconomie : Banque Centrale de Tunisie (communiqué du 8 octobre 2026), Institut National de la Statistique (inflation de septembre 2026).

Avertissement. Ce document est publié par Amen Invest, intermédiaire en bourse, à titre d'information. Il ne constitue ni une offre, ni une sollicitation d'achat ou de vente. Les informations proviennent de sources publiques jugées fiables, sans garantie d'exhaustivité. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. Amen Invest et Amen Bank appartiennent au même groupe : le lecteur est invité à en tenir compte dans son appréciation des développements consacrés à Amen Bank.