

SECTEUR BANCAIRE COTÉ

Indicateurs d'activité T4 2025

**Année 2025: Résilience et Sélectivité
dans un Contexte Prudentiel**



Février 2026

Elaboré par :
Département Analyses & recherches

Ce document est communiqué à chaque destinataire à titre d'information uniquement et ne constitue pas une recommandation personnalisée d'investissement. Il est destiné à être diffusé indifféremment à chaque destinataire et les produits ou services visés ne prennent en compte aucun objectif d'investissement, situation financière ou besoin spécifique d'un destinataire en particulier.

Ce document ne constitue pas une offre, ni une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription.

Ce document est fondé sur des informations publiques soigneusement sélectionnées. Cependant, MAC SA ne fait aucune déclaration ou garantie ni ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit (expresse ou implicite) au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. De Plus les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés par MAC SA à tout moment sans préavis.

Les informations sur les prix ou marges sont indicatives et sont susceptibles d'évolution à tout moment et sans préavis, notamment en fonction des conditions de marché. Les performances passées et les simulations de performances passées ne sont pas un indicateur fiable et ne préjugent donc pas des performances futures. Les informations contenues dans ce document peuvent inclure des résultats d'analyses issues d'un modèle quantitatif qui représentent des événements futurs potentiels, qui pourront ou non se réaliser, et elles ne constituent pas une analyse complète de tous les faits substantiels qui déterminent un produit. MAC SA se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment sans préavis.

MAC SA ne saurait être tenu pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans la présentation. En tout état de cause, il vous appartient de recueillir les avis internes et externes que vous estimez nécessaires ou souhaitables, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tous autres spécialistes, pour vérifier notamment l'adéquation de la transaction qui vous est présentée avec vos objectifs et vos contraintes et pour procéder à une évaluation indépendante de la transaction afin d'en apprécier les mérites et les facteurs de risques

Executive Summary

Banques Cotées

Réalizations des banques en 2025

L'exercice 2025 confirme la transition vers un modèle bancaire plus prudent et défensif, dans un environnement macroéconomique encore contraint et marqué par un assouplissement monétaire progressif engagé par la Banque Centrale de Tunisie.

Une liquidité renforcée, tirée par une collecte robuste

Les banques cotées ont démontré une forte capacité de mobilisation de l'épargne, avec des dépôts en hausse de +7,5% à 106,7 Mds TND, malgré la baisse du TMM et du TRE. À l'inverse, l'activité de crédit demeure atone (+1,8% à 86 Mds TND), traduisant une faible demande de financement bancaire d'une part et une volonté sectorielle d'améliorer les équilibres bilanciaux et d'anticiper les exigences prudentielles (Bâle III, IFRS), d'autre part.

Le ratio de transformation recule ainsi à 80,6%, son plus bas niveau observé, reflétant :

- une prudence accrue face aux risques macroéconomiques,
- un effet d'éviction du crédit privé au profit du financement de l'État,
- une priorité donnée à la liquidité et à la solvabilité.

Mutation de la structure des revenus

Le Produit Net Bancaire agrégé progresse modérément de +4,3% à 7 290 MDT. Toutefois, sa composition évolue significativement :

- la marge d'intérêt recule fortement (-18,5%), pénalisée par la faible croissance des crédits et le resserrement des marges ;
- les commissions stagnent (+1,1%) sous contrainte réglementaire ;
- les activités de marché deviennent le principal moteur de croissance (+32,4%), soutenues par l'augmentation des portefeuilles obligataires et le financement domestique de l'État.

Cette recomposition renforce la dépendance aux revenus liés aux titres souverains.

Pression persistante sur l'efficience

La dynamique des charges (+7,3%) dépasse celle des revenus, portant le coefficient d'exploitation à 48%, son plus haut niveau depuis 2019. Malgré quelques améliorations individuelles, la tendance sectorielle confirme des défis structurels en matière de maîtrise des coûts.

Rentabilité préservée et valorisation attractive

En dépit des contraintes, la capacité bénéficiaire reste résiliente. Les bénéfices agrégés devraient progresser, selon nos estimations, de +5,2% en 2025E pour atteindre 1,58 Md TND, soutenus par une baisse attendue du coût du risque.

Sur le plan boursier, après une hausse des cours de +9,65% depuis le début de l'année de l'indice des banques¹, le secteur affiche :

- un P/E moyen 2025E attractif de 10,4x ;
- un rendement dividende estimé à 5,3%, sous réserve du respect des exigences prudentielles encadrées par la Banque Centrale de Tunisie

Le secteur bancaire coté tunisien aborde 2026 avec des fondamentaux de liquidité et de solvabilité renforcés, mais dans un contexte de croissance modérée, de dépendance accrue aux activités de marché et de pression réglementaire croissante. La sélectivité demeure clé, tant sur le plan opérationnel que boursier, dans un environnement où la visibilité reste conditionnée par l'évolution de la situation macroéconomique et budgétaire.

1: en date du 13/02/2026

Collecte des dépôts bancaires : une résilience confirmée malgré un environnement contraignant

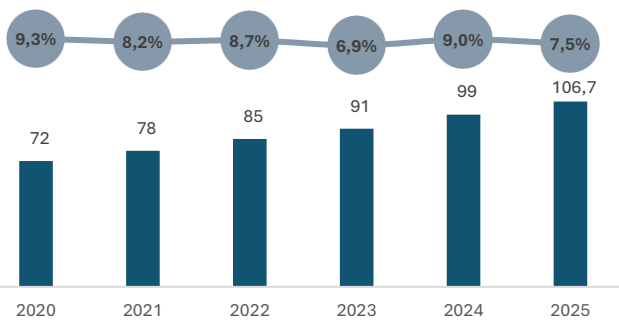
Dans un contexte macroéconomique peu porteur et marqué par des conditions monétaires encore exigeantes, le secteur bancaire coté a démontré une résilience notable en matière de collecte en 2025. L'encours global des dépôts s'est établi à 106,7 milliards de dinars, en progression annuelle de 7,5%, confirmant la capacité des banques à mobiliser l'épargne dans un environnement moins accommodant.

Cette performance intervient alors que la Banque Centrale de Tunisie a engagé un assouplissement progressif de sa politique monétaire, à travers deux baisses du taux directeur totalisant 100 points de base en 2025 (-50 pb en mars et -50 pb en décembre). Ces ajustements ont entraîné un recul du TMM de 50 pb sur l'année ainsi qu'une diminution de 50 pb du taux minimum de rémunération de l'épargne (TRE) entre décembre 2024 et décembre 2025. En dépit de ces facteurs a priori défavorables, la dynamique de collecte est demeurée solide.

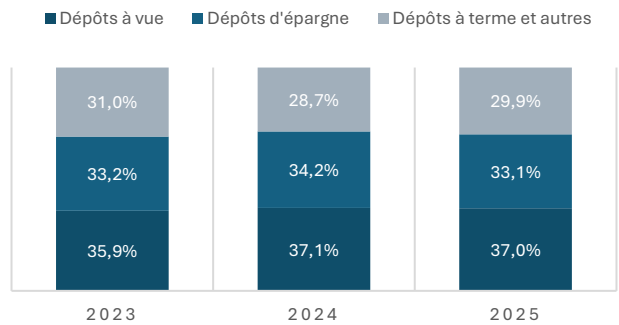
L'ensemble des catégories de ressources a enregistré des évolutions positives. **Les dépôts à terme** se sont particulièrement distingués, affichant la croissance la plus soutenue du secteur (+12,2% à 31,9 milliards de dinars). À l'exception de l'**ATB**, toutes les banques cotées ont amélioré leurs encours, une performance appréciable compte tenu du climat économique morose.

Evolution des encours des dépôts de la clientèle

(en milliards de dinars)



Evolution de la structure des dépôts



Banques publiques : une captation des ressources supérieure au secteur privé

Sur le plan comparatif, l'année 2025 a été marquée par une surperformance des banques publiques en matière de collecte. Les trois établissements étatiques ont vu leurs encours de dépôts progresser de 10,2% pour atteindre 36,45 milliards de dinars, contre une hausse plus modérée de 6,1% pour les neuf banques privées cotées.

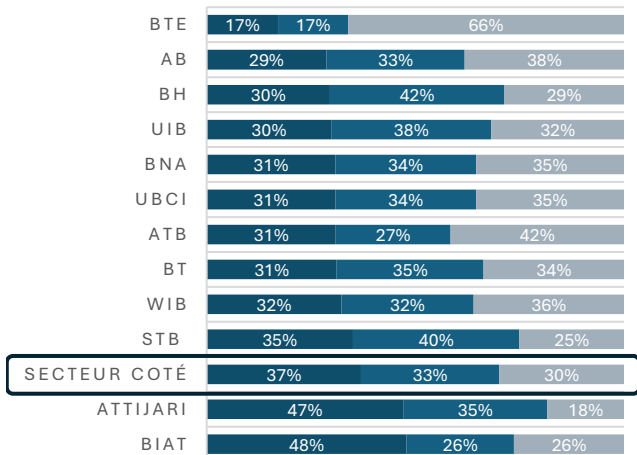
Au sein du pôle public, **BH Bank** s'impose comme l'acteur le plus dynamique, avec une croissance de 11,2% de ses dépôts, atteignant 10,01 milliards de dinars. Cette progression a été principalement portée par les dépôts à terme (+21,7% à 2,88 milliards de dinars) et les dépôts à vue (+8,2% à 2,96 milliards de dinars), en ligne avec la tendance sectorielle.

La **BNA**, première banque publique en termes de taille, a enregistré une hausse de 9,8% de ses encours de dépôts à 13,9 milliards de dinars. Cette performance repose essentiellement sur le fort dynamisme des dépôts à vue (+29,4% à 4,3 milliards de dinars), tandis que les dépôts à terme ont reculé de 3,5%. Cette évolution traduit une stratégie de réallocation des ressources vers des dépôts moins coûteux. La part des dépôts à vue s'est ainsi établie à 30,8% à fin 2025, contre 26,1% un an auparavant, se rapprochant progressivement de la moyenne du secteur coté (37%).

Encours des dépôts de la clientèle par banque

en Milliards de DT	Encours des dépôts au 31/12/2025	Evolution en 2025	PDM
BIAT	22,29	7,1%	20,9%
BNA	13,92	9,8%	13,1%
STB	12,51	9,7%	11,7%
ATTIJARI	11,44	7,6%	10,7%
BH	10,02	11,2%	9,4%
AB	8,72	8,8%	8,2%
UIB	7,24	5,6%	6,8%
BT	6,96	3,9%	6,5%
ATB	6,93	-2,0%	6,5%
UBCI	3,92	3,8%	3,7%
WIB	1,45	24,6%	1,4%
BTE	1,27	13,5%	1,2%
Secteur bancaire coté	106,66	7,5%	
Banques privées	70,21	6,1%	65,8%
Banques publiques	36,45	10,2%	34,2%

Structure des dépôts de la clientèle par banque



Du côté des établissements privés, **Wifak International Bank** affiche la meilleure performance annuelle. L'unique banque islamique cotée a vu ses encours de dépôts progresser de 24,6% pour atteindre 1,4 milliard de dinars, tirés par la forte progression des dépôts à vue (+53,3%) et, dans une moindre mesure, des dépôts d'épargne « Tawfir » (+25,3%). Cette dynamique s'inscrit dans la continuité de la stratégie d'expansion du réseau, avec l'ouverture de huit nouvelles agences en 2025, portant le total à 56 points de vente.

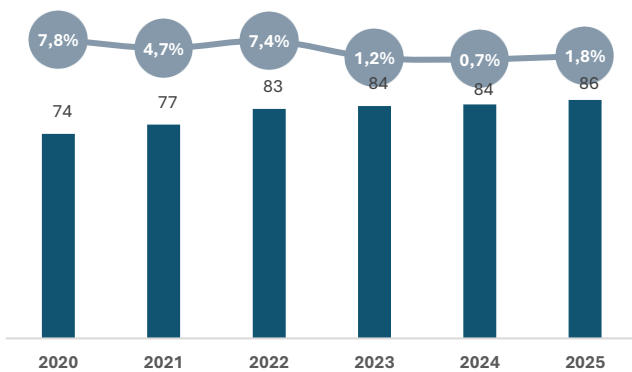
Amen Bank s'est également distinguée par une croissance solide de sa collecte (+8,8%), portant ses encours de dépôts au-delà de 8,7 milliards de dinars, en ligne avec les objectifs annoncés par le management. Toutefois, le regain d'intérêt pour les dépôts à terme pourrait accentuer la pression sur le coût des ressources. À cet égard, la banque affichait déjà l'un des coûts apparents des ressources les plus élevés du secteur bancaire coté, à 5,95% à fin 2025, contre une moyenne sectorielle de 5,2%.

Crédit bancaire : une croissance atone sous contrainte prudentielle

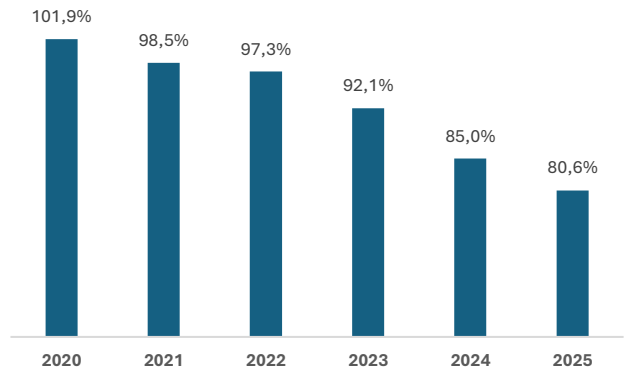
En 2025, l'activité de crédit des banques cotées a continué de marquer le pas, contrastant nettement avec la bonne tenue de la collecte des dépôts. L'encours global des crédits des banques cotées n'a progressé que de 1,8% pour atteindre 86 milliards de dinars, un rythme certes supérieur à celui observé en 2024 (+0,8%), mais qui demeure structurellement faible. L'essoufflement de la distribution du crédit, observé depuis 2023, s'explique selon nous par une combinaison de facteurs exogènes et endogènes.

- **Facteurs exogènes**, le climat des affaires reste peu favorable à l'investissement privé, dans un contexte marqué par une politique monétaire restrictive, avec un taux directeur maintenu au-delà de 7% courant 2025. Ces éléments ont pesé significativement sur la demande de financement bancaire.
- **Facteurs endogènes**, le contexte tunisien est caractérisé par la préparation progressive aux exigences de Bâle III et par l'adoption prochaine des normes IFRS, incitant les banques à modérer l'expansion de leurs portefeuilles de crédits. L'objectif est clair : ramener rapidement le ratio de transformation sous le seuil des 100%, afin de préserver la liquidité, d'optimiser les ratios prudentiels et de sécuriser la rentabilité ajustée du risque. À défaut, les établissements seraient contraints de solliciter leurs actionnaires pour des apports additionnels en fonds propres.

Evolution des encours des crédits à la clientèle
(en milliards de dinars)



Evolution du ratio de transformation (crédits/dépôts)



Une réduction du ratio de transformation portée principalement par la collecte

En Tunisie, le ratio de transformation (crédits/dépôts) fait l'objet d'un encadrement strict par la Banque Centrale de Tunisie, qui impose des mesures correctives lorsque ce ratio dépasse le seuil de 120%, afin de contenir le risque de liquidité.

Depuis 2019, une trajectoire baissière nette est observée : après un niveau de 122%, le ratio s'est replié à 101,4% en 2023, avant de passer sous le seuil symbolique des 100% en 2024 pour s'établir à 96,2%, traduisant un renforcement progressif des équilibres bilanciaux à l'échelle de l'ensemble du secteur bancaire tunisien.

Il est intéressant de noter que les banques disposaient de deux leviers pour réduire leur ratio de transformation : soit contenir la production de crédits, au risque de pénaliser le PNB et les parts de marché; soit accélérer la collecte, notamment via une meilleure rémunération des dépôts.

Dans les faits, une combinaison des deux stratégies a été opérée. En 2025, alors que les crédits n'ont progressé que de 1,8%, les dépôts ont enregistré une hausse soutenue de 7,5%. L'excédent de ressources ainsi dégagé a été en grande partie orienté vers le financement des émissions importantes et récurrentes de l'État sur le marché de la dette intérieure, en l'absence de ressources extérieures significatives.

Dans ce contexte, le **ratio de transformation sectoriel** (pour les banques cotées) est ressorti à 80,6% en 2025, son niveau le plus bas observé. Ce comportement traduit une **prudence accrue face aux risques macroéconomiques**, un **effet d'éviction du crédit privé** au profit du financement de l'État, ainsi qu'une **transition vers un modèle bancaire plus défensif**, en attendant une stabilisation de l'environnement macroéconomique et financier.

Banques publiques vs banques privées : des trajectoires contrastées

Dans la continuité des trois dernières années, les **banques publiques** continuent de contribuer négativement à la dynamique sectorielle et notamment la BH et la STB. Leur encours agrégé de crédits a reculé de **1,1% à 33,4 milliards de dinars**.

À l'inverse, les **banques privées** ont affiché une croissance plus soutenue, avec une progression de **3,8% de leurs encours à 52,5 milliards de dinars**, confirmant une meilleure capacité d'adaptation au nouveau cadre prudentiel.

Wifak International Bank s'est distinguée comme l'établissement le plus dynamique du secteur coté sur le front du crédit. L'encours de ses engagements a progressé de **18,3% pour atteindre 1,44 milliard de dinars**, en ligne avec son business plan 2022-2026 qui table sur une croissance annuelle moyenne de 26%. Sur la période 2022-2025, le taux de croissance annuel moyen (TCAM) des crédits s'est établi à **22%**.

L'**UBCI** a, pour sa part, confirmé le renforcement de son dynamisme commercial. La banque a enregistré une **deuxième année consécutive de croissance à deux chiffres**, avec une hausse de **14,5% de ses encours à 3,77 milliards de dinars**, après +11% en 2024.

Du côté des banques publiques, la **BNA** confirme une certaine résilience commerciale. L'encours de ses crédits a progressé de **7,4% à 14,45 milliards de dinars**, consolidant sa position de **premier pourvoyeur de crédits en Tunisie**, avec une part de marché de **16,8%**. La banque bénéficie de **fonds propres solides**, avec des ratios de solvabilité globale et Tier1 respectivement de **21,83% et 19,17% au 30 juin 2025**, soit plus du double des exigences réglementaires.

Cette solidité lui permet de continuer à financer l'économie, en particulier les entreprises publiques. À fin juin 2025, les engagements envers les entreprises et organismes publics ont atteint **7,8 milliards de dinars**, en hausse de **20% par rapport à fin 2024**, représentant **54,1% du total des engagements**. Néanmoins, la **qualité de ses actifs demeure un point de vigilance majeur**, avec un taux de créances classées élevé à **21,15%**, couvert à hauteur de **61,87%**, en recul par rapport au taux de couverture de 69,4% observé un an plus tôt.

Encours des crédits à la clientèle par banque

en Milliards de DT	Encours des crédits au 31/12/2025	Evolution en 2025	PDM
BNA	14,4	7,4%	16,8%
BIAT	13,2	2,7%	15,3%
BH	10,3	-2,3%	12,0%
STB	8,6	-11,5%	10,1%
AB	7,5	3,2%	8,8%
ATTIJARI	7,1	-2,6%	8,3%
BT	6,6	8,6%	7,7%
UIB	6,5	4,9%	7,6%
ATB	5,3	-2,0%	6,2%
UBCI	3,8	14,5%	4,4%
WIB	1,4	18,3%	1,7%
BTE	1,1	11,6%	1,3%
Secteur bancaire coté	85,95	1,8%	
<i>Banques privées</i>	52,52	3,8%	61,1%
<i>Banques publiques</i>	33,43	-1,1%	38,9%

Une légère amélioration du PNB , portée par la solide performance des activités de marché

Au terme de l'exercice 2025, les banques cotées affichent un **Produit Net Bancaire agrégé de 7 290 MDT**, en petite progression de **+4,3%, quasiment au même rythme de croissance que l'année dernière**. Plus en détails :

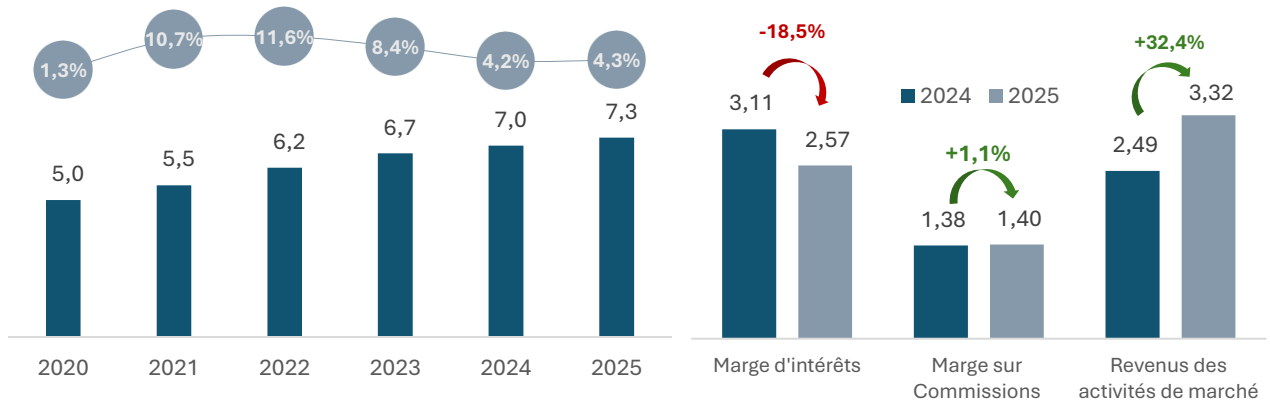
- **Marge d'intérêt** : Historiquement premier contributeur aux revenus du secteur bancaire coté, la marge d'intérêt a rétrogradé en **2025 au rang de second contributeur au PNB**, une première sur la dernière décennie. Elle affiche sur l'exercice un repli marqué de 18,5 % (-583 MDT), pénalisée par la faible dynamique de l'activité commerciale et par un resserrement prononcé de la marge d'intermédiation. Dans ce contexte, les encours de crédits consolidés du secteur coté n'ont progressé que de 1,8 %, traduisant une contribution limitée du secteur bancaire au financement de l'économie réelle.
- **Marge sur commissions** : Une légère amélioration de +1,1% en 2025 (+15 Mdt) pénalisée par le contrôle réglementaire des tarifs bancaires exercé par la Banque Centrale de Tunisie, le ralentissement de l'activité d'intermédiation, ainsi que par un taux de pénétration encore faible des services digitaux auprès de la clientèle.
- **Résultat des activités de marché(1)** : **Les activités de marché** ressortent comme le principal moteur de croissance du PNB mais aussi sont devenues désormais le principal contributeur au PNB, avec une hausse marquée de +32,4% (+806,5 MDT), après une progression déjà soutenue de +18% en 2023. Cette performance s'inscrit dans un environnement de taux favorable à l'activité obligataire et s'explique également par une augmentation significative des portefeuilles de titres d'investissement, en hausse de +23,4% en 2025, après +32,4 % en 2024.

Cette expansion des portefeuilles d'investissement est principalement attribuable à la souscription accrue des banques aux émissions de BTA, de BTC et aux emprunts nationaux émis par l'État tunisien, dans le cadre du financement des besoins budgétaires.

Le poids du résultat des activités de marché se renforce dans la structure du PNB des banques cotées de +10 pts passant de 35,4% en 2024 à 45,4% en 2025. Une montée en charge qui s'est opérée au détriment de la marge d'intérêt dont le poids cède -9,5 pts passant de 44,9% à 35,4% durant la même période.

Banques cotées : PNB agrégé (en Milliard DT)

Ventilation de la croissance du PNB (en Millions DT)

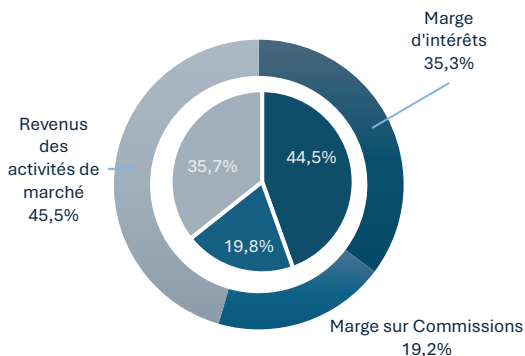


Les 3 grandes banques à savoir **BIAT**, **BNA** et **STB** affichent des croissances respectives de +7,8%, +11,2% et +5,9%. Des performances portées par le résultat des activités de marché.

Parallèlement, **UBCI** et **WIB** affichent les meilleures progressions du PNB du secteur avec respectivement 15,5% et 9,5%. Plus en détails, ces deux banques ont été les seules à profiter d'une amélioration de la marge d'intermédiation grâce à un effet volume.

Structure du PNB 2025 vs 2024

Evolution du PNB en 2025 par banque



en Milliards de DT	PNB 2024	PNB 2025	Evolution
BIAT	1,48	1,60	7,8%
BNA	0,98	1,08	11,2%
STB	0,65	0,69	5,9%
BH	0,70	0,68	-2,8%
ATTIJARI	0,71	0,71	0,2%
AB	0,57	0,59	4,3%
BT	0,51	0,53	4,3%
UIB	0,54	0,52	-2,8%
ATB	0,38	0,36	-5,5%
UBCI	0,32	0,35	9,5%
WIB	0,09	0,11	15,5%
BTE	0,07	0,07	3,3%
Secteur bancaire coté	6,99	7,29	4,3%
<i>Secteur privé</i>	4,66	4,84	3,7%
<i>secteur publique</i>	2,33	2,45	5,5%

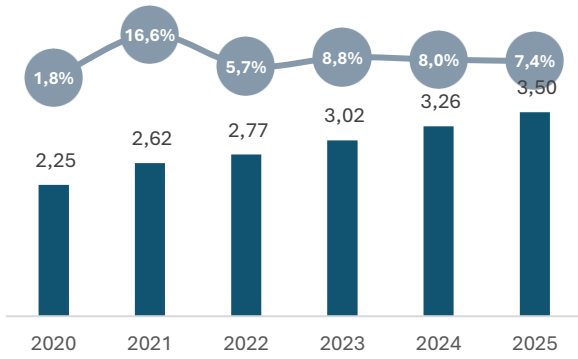
Anneau Intérieur 2024 / Anneau extérieur 2025

La productivité maintient sa tendance baissière observée depuis 2021

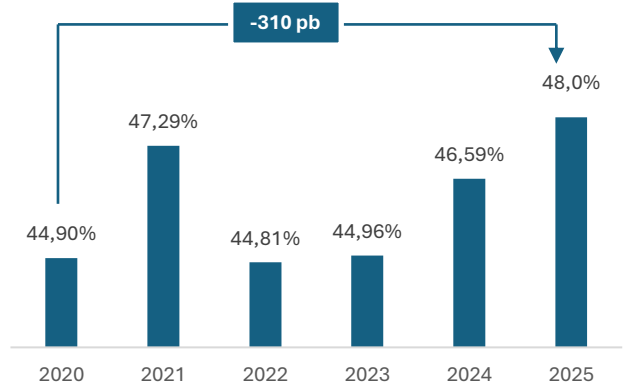
Depuis 2020, force est de constater une croissance plus soutenue des charges générales d'exploitation, par rapport à celle du PNB :

- **Les frais de gestion** affichent une croissance annuelle d'en moyenne +9,2% entre 2020 et 2025. Il s'agit une variation de 1,2 fois supérieure à celle du PNB qui ressort à +7,8% durant la même période. En 2025, l'écart de croissance a été plus important avec une évolution des charges d'exploitation de 7,3% vs 4,3% pour le PNB.
- Le **coefficient d'exploitation** poursuit ainsi sa tendance haussière, passant d'un plus bas de 44,90% en 2019 à 48% en 2025, soit un plus haut depuis 2019. Il s'agit d'une hausse cumulée considérable de 3,1 pts sur une période de 6 ans.

Evolution des frais de gestion (en milliard de DT)



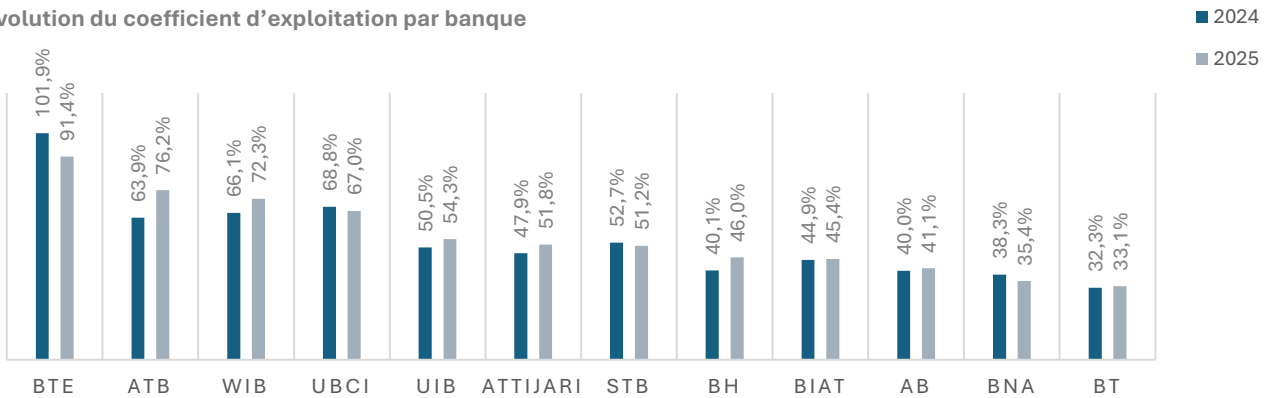
Coefficient d'exploitation du secteur coté



En 2025, nous relevons globalement une détérioration du coefficient d'exploitation au sein du secteur bancaire coté :

- **BT** affiche encore le meilleur ratio du secteur à 33,1% en repli de 80 pb. Le coefficient d'exploitation de l'**UBCI** s'allège de 183 pb à 67%;
- La plus grande banque **BIAT** a réussi à contenir la hausse de son coefficient d'exploitation à seulement 50pb à 45,4% (vs 44,9% en 2024).
- **BNA** et **STB** ressortent à contre tendance du secteur bancaire en affichant un COEX à 35,4% en baisse de 290 pb et de 51,2% en baisse de 150 pb, respectivement;

Evolution du coefficient d'exploitation par banque



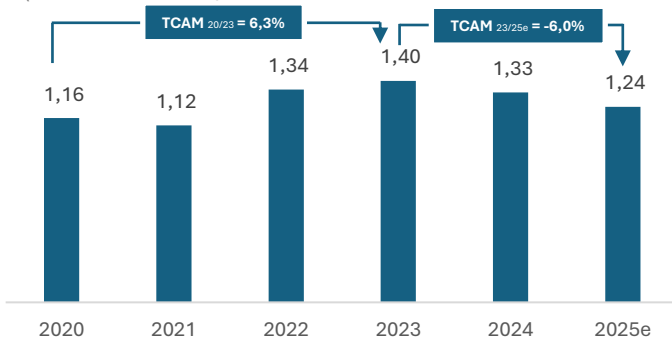
Rentabilité résiliente, mais sous contraintes croissantes

Une capacité bénéficiaire qui devrait être préservée mais atténuée

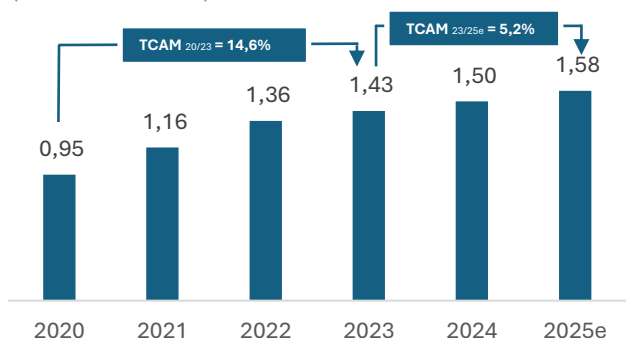
Tenant compte des réalisations à fin décembre 2025, avec un PNB en légère hausse de 4,3% et une augmentation des charges opératoires de 7,4% nous avons procédé aux prévisions suivantes :

- Avec la faible évolution des encours des crédits sur les deux derniers exercices (TCAM 23-25 = 1,3%), nous nous attendons à une baisse du **coût du risque**, soit de -6,8% en 2025E contre une baisse de 5,2% constatée en 2024.
- La **croissance bénéficiaire** devrait se maintenir au même rythme que l'année dernière soit +5,2%. Les bénéfices agrégés des banques cotées devraient passer à 1,58 Milliards de dinars à fin 2025.

Evolution du coût net du risque du secteur coté (en Milliards de Dt)



Evolution de la capacité bénéficiaire du secteur coté (en Milliards de Dt)



Dividendes 2025 : sélectivité accrue dans un secteur solide

Dans le contexte actuel, la **circulaire BCT n°2026-3** réaffirme le rôle central des ratios de solvabilité comme **critère déterminant de la politique de distribution de dividendes** des banques . En conditionnant encore une fois la capacité de distribution au niveau de capitalisation prudentielle, la Banque Centrale poursuit en 2026 sa stratégie de **renforcement progressif des fonds propres**, afin de préparer le secteur aux prochains impératifs réglementaires.

Cette même circulaire a été publiée en 2025 (la circulaire BCT n°2024-04 du 8 février 2024) encadrant la distribution des dividendes pour les banques tunisiennes. Ceci étant, en 2025 , huit banques cotées ont distribué 802 MDt (+8,7%) au titre de l'exercice 2024, soit un taux de distribution moyen de 53,3%, tout en maintenant des ratios de solvabilité supérieurs au seuil réglementaire de 10% (à l'exception de la BTE).

Ratios de solvabilité des banques cotées et politique dividende (2024)

Banques	Ratio de solvabilité globale	Ratio Tier 1	Dividende par action 2024 (DT)	Payout ratio 2024
BNA	23,9%	20,7%	1,00	25,1%
BT	17,1%	NC	0,35	50,2%
AB	16,8%	12,1%	3,30	50,1%
UIB	15,6%	14,0%	0,85	34,3%
BIAT	15,4%	10,6%	6,00	68,4%
STB	15,2%	11,9%	-	-
BH	14,6%	12,5%	0,40	69,6%
ATTIJARI	12,8%	11,2%	5,00	90,4%
UBCI	12,5%	11,0%	1,25	46,2%
WIB	11,8%	9,7%	-	-
ATB	10,5%	NC	-	-
BTE	-0,3%	-0,3%	-	-

Pour autant, nous estimons que ce cadre plus exigeant ne devrait pas remettre en cause la capacité des banques à continuer de rémunérer leurs actionnaires, en particulier dans un contexte où la croissance des crédits demeure limitée. En 2025, nous anticipons une légère croissance de la capacité bénéficiaire agrégé du secteur (+5,2%) et nous nous attendons également à ce que les banques maintiennent ou améliorent légèrement leur solvabilité par rapport à 2024. La progression modérée des encours contribue à contenir l'évolution des actifs pondérés par les risques, tandis que la croissance des bénéfices, bien que timide, devrait se poursuivre en 2025, soutenant la génération de capital interne. Les établissements disposant de marges de solvabilité confortables devraient ainsi être en mesure de maintenir **des dividendes soutenables et relativement prévisibles**, préservant l'attractivité du secteur en termes de rendement.

À l'inverse, les établissements aux ratios plus contraints resteront soumis à une discipline accrue sur le payout, renforçant la sélectivité au sein du secteur.

En revanche, l'entrée en vigueur de la loi n°41-2024, qui oblige les banques tunisiennes à consacrer au moins 8% de leurs bénéfices à l'octroi de microcrédits sans intérêts ni garanties, constitue une pression directe sur la rentabilité et la capacité de distribution de dividendes. Ces financements, caractérisés par un rendement nul et un profil de risque plus élevé, sont susceptibles d'entraîner une hausse du coût du risque et de peser sur la qualité des actifs. De manière indirecte, cette mesure limite la capacité de renforcement des fonds propres, complique la gestion des ratios prudentiels et génère des charges opérationnelles additionnelles. À ce stade, les modalités d'application de cette disposition n'ont pas encore été précisées, le texte réglementaire y afférent n'ayant pas encore été publié.

Analyse du positionnement boursier du secteur bancaire cotée – 2025^E

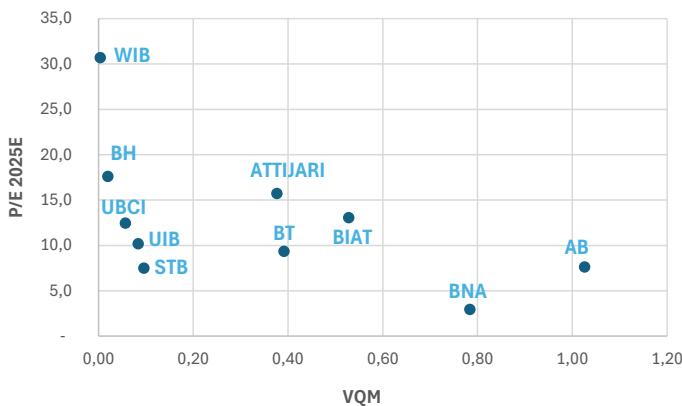
Sur la base de notre scénario de croissance du secteur bancaire coté et tenant compte de la hausse des cours de +9,48% (pour l'indice des banques en date du 13/02/2026), deux constats majeurs se dégagent :

- Avec une croissance annuelle des bénéfices agrégés estimée à 5,2% en 2025E, le secteur bancaire présente un P/E moyen attractif de 10,4x.
- Sur la base d'un payout ratio normatif de 55%, le rendement dividende moyen du secteur (D/Y) ressort à 5,3% pour 2025E.

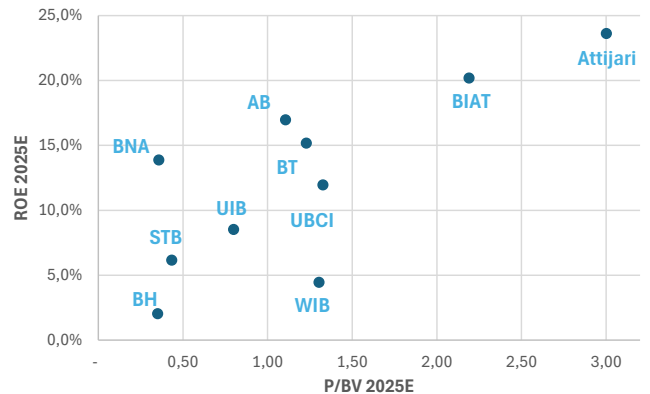
En termes de valorisation relative des titres :

- Une corrélation positive se confirme entre la rentabilité financière (ROE) et le multiple des fonds propres (P/B). **ATTIJARI Bank** et **BIAT** se positionnent comme les valeurs les mieux valorisées, avec des couples ROE-P/B de 23%-3x et 20,2%-2,2x respectivement, reflétant une rentabilité structurellement élevée, une qualité d'actifs solide, une visibilité bénéficiaire forte et une capacité de distribution pérenne. **Amen Bank** (17,0% ; 1,11x), **Banque de Tunisie** (15,2% ; 1,23x) et **UBCI** (11,9% ; 1,33x) affichent des valorisations cohérentes avec leurs niveaux de rentabilité. AB se distingue toutefois par une légère décote par rapport à son ROE, offrant un potentiel de revalorisation en cas de confirmation de la stabilité de ses résultats.
- En termes de dynamique et d'attrait pour l'investisseur, **AB** et **BNA** se distinguent nettement par une combinaison attractive de liquidité soutenue et de valorisation comprimée, offrant un couple rendement/risque favorable pour une stratégie value avec catalyseur potentiel de re-rating. **BT** et **STB** affiche également des multiples raisonnables, mais avec une profondeur de marché plus limitée. À l'inverse, **BIAT** et **ATTIJARI** conservent une bonne dynamique transactionnelle mais intègrent déjà une prime de qualité dans leurs multiples, réduisant le potentiel d'expansion des valorisations à court terme. **UIB** et **UBCI** présentent un profil plus défensif, avec une liquidité modeste et un upside plus mesuré. Enfin, **BH** et **WIFAK International Bank** apparaissent pénalisées par une liquidité très faible combinée à des niveaux de valorisation élevés, ce qui limite leur attrait pour un investisseur institutionnel. Dans une optique d'allocation, la préférence irait vers AB et BNA pour le levier de revalorisation, tout en conservant BIAT et ATTIJARI comme poches de qualité, au détriment des valeurs faiblement liquides ou survalorisées.

BANQUES COTÉES 25E : P/E VS. VMQ (1)



BANQUES COTÉES 25E : ROE VS. PBV



(1) Volume Moyen Quotidien sur le Marché Central sur la période du 02/01/2026 au 11/02/2026

Annexe 1 : indicateurs à fin décembre 2025

BANQUE	RUBRIQUE	2021	2022	2023	2024	2025	TCAM 25-21
Amen Bank	PNB	454,2	494,9	540,0	566,5	590,7	6,8%
	Frais de gestion	184,8	197,6	214,7	226,6	242,7	7,0%
	Coefficient d'exploitation	40,7%	39,9%	39,8%	40,0%	41,1%	-40 pb
	Coût du risque de crédit	104,2	118,6	93,1	81,0	75,0	-7,9%
	Résultat Net	129,7	154,9	194,9	230,0	247,5	17,5%
	Encours des Crédits	6 245,7	6 889,8	7 166,5	7 299,5	7 534,2	4,8%
	Encours des Dépôts	6 343,8	6 990,8	7 625,6	8 016,0	8 721,5	8,3%
	Structure du portefeuille	2 328,4	2 693,5	2 843,2	3 186,6	3 636,9	11,8%
ATB	PNB	290,4	319,7	357,3	380,2	359,3	5,5%
	Frais de gestion	205,7	216,1	231,4	242,9	273,9	7,4%
	Coefficient d'exploitation	70,8%	67,6%	64,7%	63,9%	76,2%	-540 pb
	Coût du risque de crédit	107,7	69,9	124,1	107,5	90,0	-4,4%
	Résultat Net	68,5	11,4	9,4	10,2	4,2	-50,3%
	Encours des Crédits	5 156,0	5 445,3	5 366,4	5 405,4	5 296,5	0,7%
	Encours des Dépôts	5 902,3	6 213,1	6 349,1	7 071,7	6 927,8	4,1%
	Structure du portefeuille	1 504,4	1 444,2	1 150,3	1 284,4	1 313,2	-3,3%
Attijari Bank	PNB	522,5	575,3	644,7	707,9	709,5	7,9%
	Frais de gestion	277,3	282,1	310,4	339,3	367,2	7,3%
	Coefficient d'exploitation	53,1%	49,0%	48,2%	47,9%	51,8%	-132 pb
	Coût du risque de crédit	22,6	30,5	35,5	42,6	30,0	7,3%
	Résultat Net	160,0	186,1	212,0	232,4	212,8	7,4%
	Encours des Crédits	6 344,7	6 648,1	7 013,0	7 320,7	7 133,8	3,0%
	Encours des Dépôts	8 545,0	9 338,8	10 045,8	10 635,6	11 441,0	7,6%
	Structure du portefeuille	1 592,9	1 379,6	1 610,3	1 956,5	3 399,4	20,9%
BIAT	PNB	1 015,5	1 267,1	1 396,9	1 479,7	1 595,1	12,0%
	Frais de gestion	449,5	496,9	564,3	664,6	724,0	12,7%
	Coefficient d'exploitation	44,3%	39,2%	40,4%	44,9%	45,4%	-112 pb
	Coût du risque de crédit	190,8	283,0	235,8	129,3	120,0	-11,0%
	Résultat Net	266,8	299,7	331,4	357,8	399,8	10,6%
	Encours des Crédits	12 138,0	12 279,2	12 442,4	12 806,9	13 153,7	2,0%
	Encours des Dépôts	16 220,1	17 166,8	18 802,5	20 814,1	22 291,0	8,3%
	Structure du portefeuille	3 430,8	4 324,9	4 675,1	6 136,7	7 084,3	19,9%
BT	PNB	377,6	423,9	478,0	510,0	531,7	8,9%
	Frais de gestion	134,1	145,0	153,2	164,8	175,8	7,0%
	Coefficient d'exploitation	35,5%	34,2%	32,1%	32,3%	33,1%	+245 pb
	Coût du risque de crédit	13,7	40,5	58,9	33,1	35,0	26,5%
	Résultat Net	161,4	166,3	170,3	188,4	199,7	5,5%
	Encours des Crédits	4 925,9	5 299,3	5 824,3	6 067,3	6 590,8	7,6%
	Encours des Dépôts	4 634,1	5 305,7	5 803,6	6 695,4	6 957,7	10,7%
	Structure du portefeuille	1 083,2	1 116,6	1 126,7	1 243,8	1 358,3	5,8%
UBCI	PNB	265,9	293,1	302,2	320,7	351,3	7,2%
	Frais de gestion	201,9	191,3	204,8	220,6	235,3	3,9%
	Coefficient d'exploitation	75,9%	65,3%	67,8%	68,8%	67,0%	+898 pb
	Coût du risque de crédit	8,5	12,7	20,1	17,8	12,0	9,0%
	Résultat Net	37,6	59,2	52,9	54,1	62,5	13,5%
	Encours des Crédits	2 542,6	2 821,0	2 964,0	3 290,6	3 768,8	10,3%
	Encours des Dépôts	3 084,8	3 176,3	3 393,5	3 779,7	3 921,7	6,2%
	Structure du portefeuille	521,4	508,0	621,7	800,4	988,5	17,3%
UIB	PNB	442,8	490,9	519,5	537,8	522,7	4,2%
	Frais de gestion	238,5	239,9	256,4	271,3	283,6	4,4%
	Coefficient d'exploitation	53,9%	48,9%	49,4%	50,5%	54,3%	-40pb
	Coût du risque de crédit	46,0	37,4	48,4	71,2	65,0	9,0%
	Résultat Net	81,4	132,2	126,6	85,7	83,2	0,6%
	Encours des Crédits	5 950,0	6 377,7	6 531,1	6 212,6	6 518,7	2,3%
	Encours des Dépôts	5 412,2	5 877,1	6 285,9	6 860,0	7 240,7	7,5%
	Structure du portefeuille	369,6	457,7	489,5	531,8	753,7	19,5%
BTE	PNB	63,1	60,5	65,0	66,3	68,5	2,1%
	Frais de gestion	52,4	59,8	67,2	67,6	68,6	7,0%
	Coefficient d'exploitation	83,1%	98,9%	103,4%	101,9%	100,2%	+1715pb
	Coût du risque de crédit	40,2	31,3	29,3	24,9	20,0	-16,0%
	Résultat Net	31,7	30,0	36,3	27,9	20,4	-10,4%
	Encours des Crédits	853,4	883,4	920,3	971,0	1 083,6	6,2%
	Encours des Dépôts	871,5	884,2	973,7	1 115,1	1 265,7	9,8%
	Structure du portefeuille	129,5	152,1	196,1	252,0	357,8	28,9%
WIB	PNB	49,7	61,0	74,6	92,9	107,3	21,2%
	Frais de gestion	37,4	42,3	53,5	61,4	77,6	20,0%
	Coefficient d'exploitation	75,3%	69,3%	71,7%	66,1%	72,3%	+295pb
	Coût du risque de crédit	6,5	13,6	13,6	17,1	18,0	29,0%
	Résultat Net	1,8	5,3	7,5	9,2	7,2	41,3%
	Encours des Crédits	603,6	803,4	995,9	1 220,4	1 443,4	24,4%
	Encours des Dépôts	629,5	748,0	903,8	1 160,7	1 445,7	23,1%
	Structure du portefeuille	17,3	45,3	43,2	43,6	52,8	32,2%
BH	PNB	569,5	622,9	665,0	701,2	681,5	4,6%
	Frais de gestion	223,5	251,5	262,7	281,2	313,4	8,8%
	Coefficient d'exploitation	39,2%	40,4%	39,5%	40,1%	46,0%	-674 pb
	Coût du risque de crédit	126,2	177,9	159,9	347,8	320,0	26,2%
	Résultat Net	134,7	118,7	140,0	27,4	27,0	-33,1%
	Encours des Crédits	9 817,9	10 686,9	10 211,4	10 576,7	10 335,6	1,3%
	Encours des Dépôts	7 782,2	8 549,7	8 751,5	9 008,6	10 019,8	6,5%
	Structure du portefeuille	1 805,0	2 235,8	1 972,0	3 228,8	3 864,4	21,0%
BNA	PNB	850,0	889,8	979,9	976,0	1 084,9	6,3%
	Frais de gestion	336,0	343,3	362,2	373,4	383,9	3,4%
	Coefficient d'exploitation	39,5%	38,6%	37,0%	38,3%	35,4%	+415pb
	Coût du risque de crédit	235,1	287,1	293,7	216,6	200,0	-4,0%
	Résultat Net	163,1	159,3	190,0	213,6	258,7	12,2%
	Encours des Crédits	12 844,8	13 830,5	13 792,9	13 452,2	14 449,8	3,0%
	Encours des Dépôts	9 858,3	11 023,1	11 887,0	12 674,8	13 921,3	9,0%
	Structure du portefeuille	3 230,9	4 674,3	5 918,2	8 034,5	9 576,2	31,2%
STB	PNB	646,1	689,4	685,1	649,7	688,0	1,6%
	Frais de gestion	282,2	307,2	335,0	342,6	352,5	5,7%
	Coefficient d'exploitation	43,7%	44,6%	48,9%	52,7%	51,2%	+756 pb
	Coût du risque de crédit	138,2	216,5	234,2	200,5	220,0	12,3%
	Résultat Net	104,0	81,6	23,3	63,7	58,7	-13,3%
	Encours des Crédits	9 731,1	10 860,4	10 514,7	9 772,5	8 645,6	-2,9%
	Encours des Dépôts	9 047,6	9 863,2	10 177,5	11 400,1	12 508,2	8,4%
	Structure du portefeuille	1 889,3	2 362,2	2 778,2	3 874,2	4 886,5	26,8%



MAC SA- Intermédiaire en Bourse

Green Center, Rue du Lac Constance

1053- Les Berges du Lac – Tunisie

Tél : + 216 71 964 102

Fax : + 216 71 960 903

Email : macsa@macsa.com.tn

Web : www.macsa.com.tn

Département Analyses & Recherches

Salma Zammit Hichri
Chef du département
salma@macsa.com.tn

Ahmed Ibrahim Cherif
Analyste Senior
ibrahim@macsa.com.tn

Wassim Loulou
Analyste Junior
l.wassim@macsa.com.tn