

Points Clés

- ♦ **Une politique monétaire restrictive conjuguant les instruments du resserrement quantitatif et du crédit.**
- ♦ **Un renforcement des exigences réglementaires en relation avec la politique monétaire non conventionnelle et la convergence vers les normes de Bâle III. Ces évolutions réglementaires sont coûteuses sur le court et moyen termes mais elles jettent les bases d'une croissance plus équilibrée et d'une meilleure résilience sur le long terme.**
- ♦ **Une décélération de la collecte et des crédits au 31 décembre 2018 en raison des tensions sur la liquidité et en perspective des nouvelles orientations de la BCT touchant le risque de transformation et la refonte de la politique des collatéraux.**
- ♦ **Une croissance vigoureuse du PNB en 2018 boostée par la marge d'intérêt, et ce malgré le relâchement des revenus du portefeuille.**
- ♦ **Une résistance au niveau de la productivité en dépit de l'inflation des coûts et la surcharge du fonds de garantie des dépôts bancaire pour sa première année d'entrée en application.**
- ♦ **Une résistance au niveau de la qualité du portefeuille nonobstant la hausse des risques d'impayés et du reclassement de 25% de l'exposition à Carthage Cement, selon les directives de la BCT.**
- ♦ **Une consolidation générale de la solvabilité malgré la prise en compte du risque du marché dans l'exigence de fonds propres, et ce en raison de la croissance organique des bénéfices.**
- ♦ **Une correction boursière « exagérée » depuis septembre 2018 qui sous-estime la capacité de résilience du secteur et qui ramène les valorisations à des niveaux planchers.**
- ♦ **Une nouvelle normalité de ralentissement sans rupture de la croissance qui creuse les disparités entre les banques, suscitant ainsi un mouvement de « Flight To Quality ».**

I- Introduction

Après un parcours boursier exemplaire de 2014 jusqu'à août 2018 (une performance de 125% pour le secteur bancaire coté), les banques ont connu un retournement de tendance brutal depuis le mois de septembre dernier qui s'est déclenché suite à l'annonce par la BCT de deux nouvelles mesures, régulant le risque de transformation et limitant l'accès

au refinancement.

Une deuxième poussée vendeuse a secoué le secteur le lundi 10 décembre 2018 (une correction de 5% en une séance) en réaction à la décision inattendue de l'ARP d'instituer une nouvelle taxe « exceptionnelle » sur les revenus du secteur (1% du chiffre d'affaires) en marge de la Loi de Finances 2019.

Le secteur bancaire coté en chiffres ⁽¹⁾

- 12 banques cotées
- Une capitalisation boursière de 9,7 milliards de dinars soit 40% de la capitalisation du marché
- 61 milliards de dinars de dépôts
- 65 milliards de dinars d'encours de crédits
- 4,4 milliards de dinars de PNB
- 1,2 milliard de dinars de bénéfices nets part du groupe
- Un flottant moyen de 35%
- 28% des échanges annuels du marché

Ratios boursiers ⁽²⁾

- PER 2019e: 6,2x
- P/B ajusté 2019e ⁽³⁾: 1,1x
- Yield 2019e: 4,1%
- ROE 2018: 18,2%
- Performance 2019: -2,2%

⁽¹⁾ Données au 31/12/2018.

⁽²⁾ Données au 30/06/2019.

⁽³⁾ Calculé sur la base d'un taux de couverture des créances classées de 70% pour tout le secteur sans tenir compte: i) des dotations de l'Etat aux banques publiques ii) de l'éventuelle augmentation de capital de la BIAT et iii) des plus values potentielles sur la cession totale ou partielle des participations dans les entreprises non financières pour se conformer à la limite de 20% de la nouvelle Loi Bancaire de 2016.

- Mais la panique a été de courte durée. Les banques sont reparties du bon pied le lendemain avec l'annonce du Gouvernement de reporter la nouvelle imposition à l'année 2020.

- La « surréaction » du marché aux deux événements précités (une forte correction de 24% depuis août) traduit un sentiment d'inquiétude de la part des investisseurs sur les perspectives du secteur.

- La dégradation brusque de la perception des banques sur le marché met sur le devant de la scène la question des évolutions réglementaires en vue et leurs implications possibles sur les réalisations du secteur à l'aune de la conjoncture actuelle: Assèchement des liquidités, érosion du taux d'épargne, atonie du climat des affaires et situation inquiétante des déficits jumeaux sont autant de défis auxquels doivent faire face les banques tunisiennes de nos jours.

- Excepté la taxe exceptionnelle dont les effets sont négligeables sur le plan fondamental, les mesures annoncées en 2018 s'inscrivent, dans un contexte spécifique d'une politique monétaire non conventionnelle et d'une convergence graduelle vers les standards de Bâle III. Elles sont le prolongement d'un vent de réformes qui a soufflé sur le secteur bancaire depuis 2016 avec : 1) la refonte des statuts de la BCT consacrant le principe d'indépendance et la primauté de l'objectif de stabilité des prix, 2) l'institution d'une nouvelle Loi Bancaire renforçant les mécanismes de transparence et d'équité concurrentielle et 3) l'élaboration par la BCT d'un plan d'action quinquennal 2016-2020 visant la convergence à l'horizon 2020 du cadre prudentiel tunisien vers les standards de Bâle III.

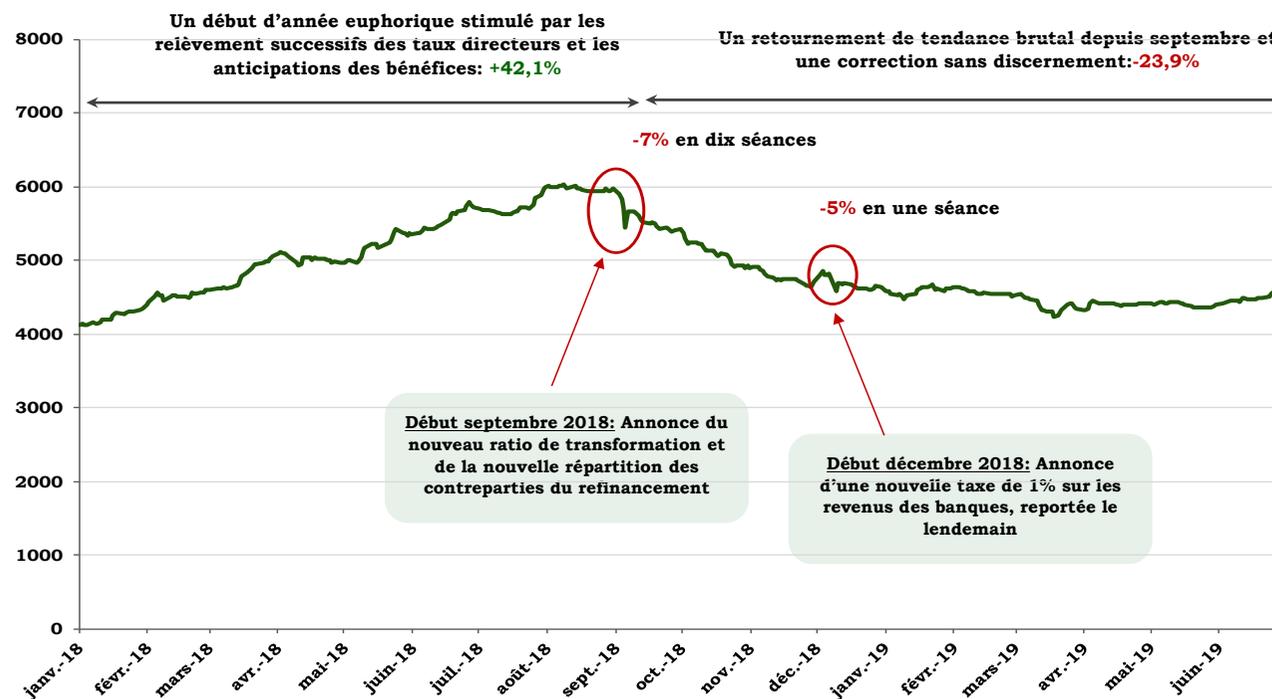
- Il est vrai que les prochaines évolutions réglementaires imposeront de nouvelles contraintes aux banques : régulation de la liquidité bancaire, renforcement des exigences des fonds propres, une supervision prudentielle plus rapprochée et une politique de placement en bons d'Etat plus encadrée. Elles ajouteront de nouveaux défis sur le court et moyen termes dans un contexte d'une croissance molle et d'une liquidité sous pression. Cependant, nous pensons que grâce à leur capacité de résilience prouvée par le passé, les banques sauront gérer les nouveaux défis réglementaires. Des enjeux que le secteur a déjà commencé à s'y préparer grâce aux injections de fonds propres opérées depuis 2014, aux efforts importants d'assainissement des

bilans et à l'attention portée à l'optimisation de la productivité.

- Il va sans dire que les banques seront les premières à subir les effets de la transition réglementaire vers les normes de Bâle III. Mais elles seront aussi les premières à en récolter les fruits : ancrer une culture d'autoévaluation et d'autogestion des risques, développer une meilleure discipline prudentielle et renforcer la capacité de résilience face aux chocs externes.

« Les mesures annoncées par la BCT depuis 2018 s'inscrivent dans le cadre d'un vent de réformes qui a soufflé sur le secteur bancaire depuis 2016 et qui vise la convergence vers les normes de Bâle III à l'horizon 2020 »

Evolution de l'indice du secteur bancaire



Source: BVMT et estimations de Tunisie Valeurs.

▪ Les chiffres de la deuxième moitié de 2018 et du premier trimestre de l'année en cours pourraient indiquer un début de ralentissement de l'activité des banques dans les prochaines années : relâchement de la collecte, tassement de la croissance des crédits et décélération du PNB suite au resserrement des conditions monétaires et à une activité de placement en bons du Trésor plus encadrée. **Ces évolutions sont annonciatrices d'une « nouvelle normalité » : celle d'un ralentissement sans rupture de la croissance.**

▪ La récente dégrise boursière nous semble « surdimensionnée » pour certaines banques qui affichent une croissance saine et un matelas de liquidité confortable. Celles-ci devraient aborder les évolutions réglementaires avec une meilleure sérénité.

▪ Les valeurs bancaires commencent mal la nouvelle année (un repli de 2,2% pour l'indice bancaire depuis le début de l'année). Malgré des indicateurs au vert (croissance à deux chiffres du PNB sur le T1 2019) pour la plupart des banques, les investisseurs continuent à délaisser le secteur. Un désintérêt qui a ramené les valorisations à des niveaux attractifs.

▪ **Les valeurs bancaires traitent, en effet, à des multiples de l'ordre de 6,2x les bénéfices attendus en 2019 et à 1,0x* leurs fonds propres estimés de 2019. Ces multiples intègrent, à notre avis la décélération pressentie de l'activité et laissent entrevoir un rattrapage boursier dans les prochains mois. Par ailleurs, les nouveautés réglementaires devraient accentuer la sélectivité entre les**

banques et alimenter un mouvement de « Flight To Quality » ; une préférence pour les banques aux fondamentaux les plus solides.

II - Une politique monétaire plus axée sur des mesures non conventionnelles

▪ Parallèlement à l'utilisation de l'arme des taux (hausse du taux directeur de 350pb depuis avril 2017 et élargissement du corridor des taux de 150pb à fin décembre 2017), la BCT a étendu son action à des mesures « non conventionnelles ». Ces instruments « inhabituels » accélèrent la transmission de la politique monétaire et illustrent l'engagement de l'autorité monétaire à :

- i)** ralentir la demande de consommation pour apaiser les tensions inflationnistes,
- ii)** rétablir des taux d'intérêt réels positifs pour améliorer l'allocation des ressources et stimuler l'épargne,
- iii)** orienter l'offre de crédits vers l'investissement et
- iv)** inciter les banques à autogérer le risque de transformation et à maîtriser le volume du refinancement.

▪ L'orientation de la BCT vers des mesures non conventionnelles s'est matérialisée par :

1) Le plafonnement du montant de l'appel d'offres à 7 milliards de dinars depuis juillet 2017,

2) L'introduction d'une nouvelle répartition des contreparties du refinancement, limitant la proportion des titres d'Etat à 40% du « collateral » éligible au refinancement. L'entrée en vigueur effective de cette mesure s'est faite depuis le mois d'octobre 2018.

3) L'institution d'un nouveau ratio de transformation, plafonnant le rapport entre les crédits et les dépôts à 120%. L'entrée en vigueur de cette mesure s'est faite depuis le dernier trimestre 2018. Son application se fait au cas par cas et d'une manière progressive (une réduction maximale de 2% par trimestre pour les banques en dépassement),

4) La création d'un nouveau guichet dédié au refinancement à six mois pour les crédits à moyen et long termes. Cette fenêtre de refinancement est consacrée aux projets d'investissement dans les secteurs productifs, notamment ceux initiés par les PME. Les premières opérations ont été lancées en novembre 2018.

▪ D'autres réformes structurelles sont à un stade avancé pour moderniser l'infrastructure du marché, améliorer l'accès des banques à la liquidité et améliorer l'efficacité de la politique monétaire. Il s'agit notamment de :

i) La réforme du marché interbancaire: La nouvelle circulaire de la BCT n°2018-12 de novembre 2018 qui est entrée en vigueur en 2019 vise à dynamiser le marché interbancaire. Elle révisé les modalités d'échange de la liquidité en dinars.

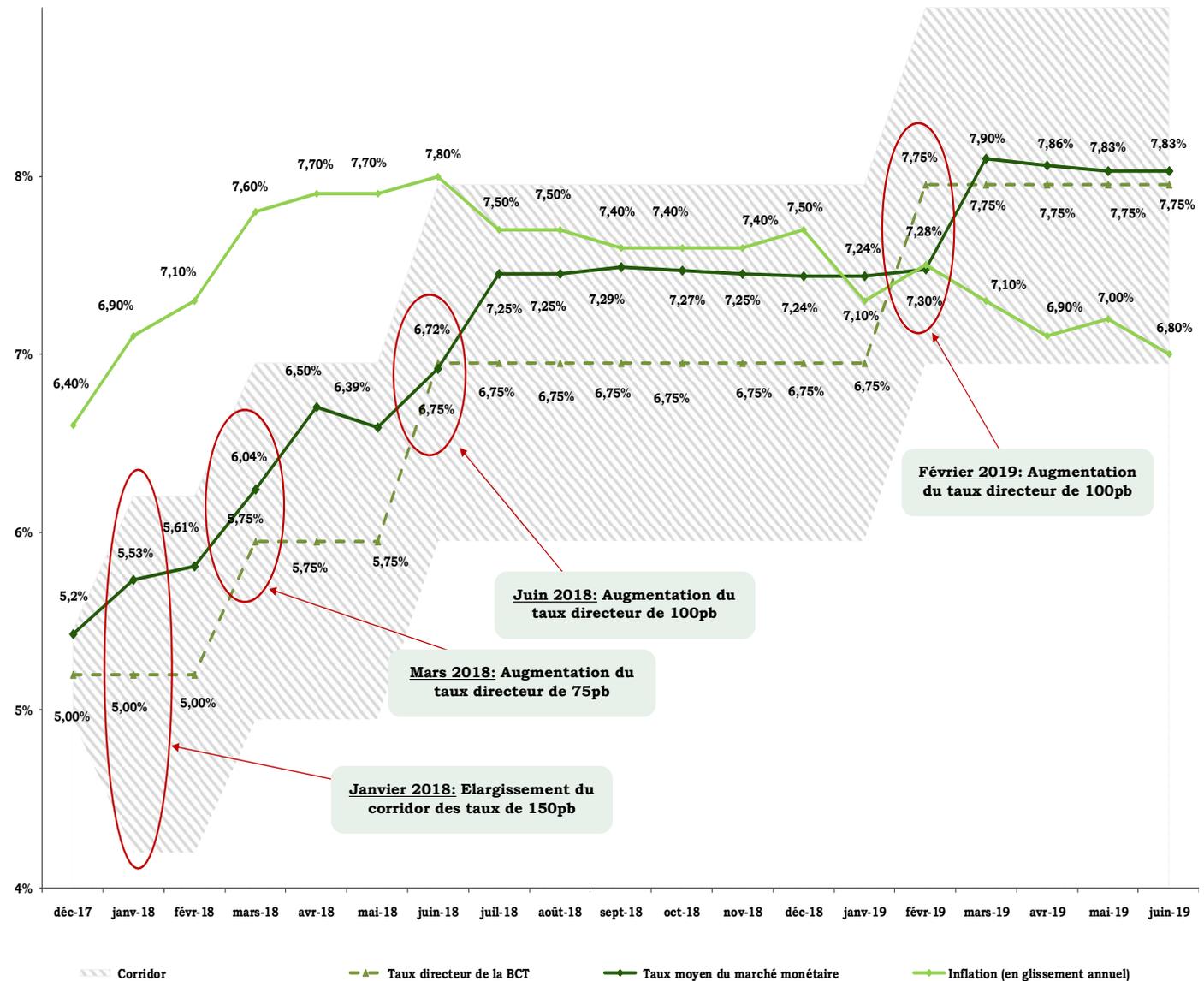
« La valorisation actuelle du secteur bancaire sous-estime la capacité de résistance du secteur et intègre la nouvelle normalité d'un ralentissement sans rupture de la croissance »

ii) **La réforme du marché des titres de créances négociables** en vue d'améliorer la profondeur du marché des Certificats de Dépôts et de limiter la surenchère tarifaire.

iii) **La création des OPCVM monétaires** : Les OPCVM monétaires (cadre législatif instauré en septembre 2018) ouvriront de nouvelles fenêtres de liquidité aux banques et réduiront par conséquent le recours au refinancement de la Banque Centrale.

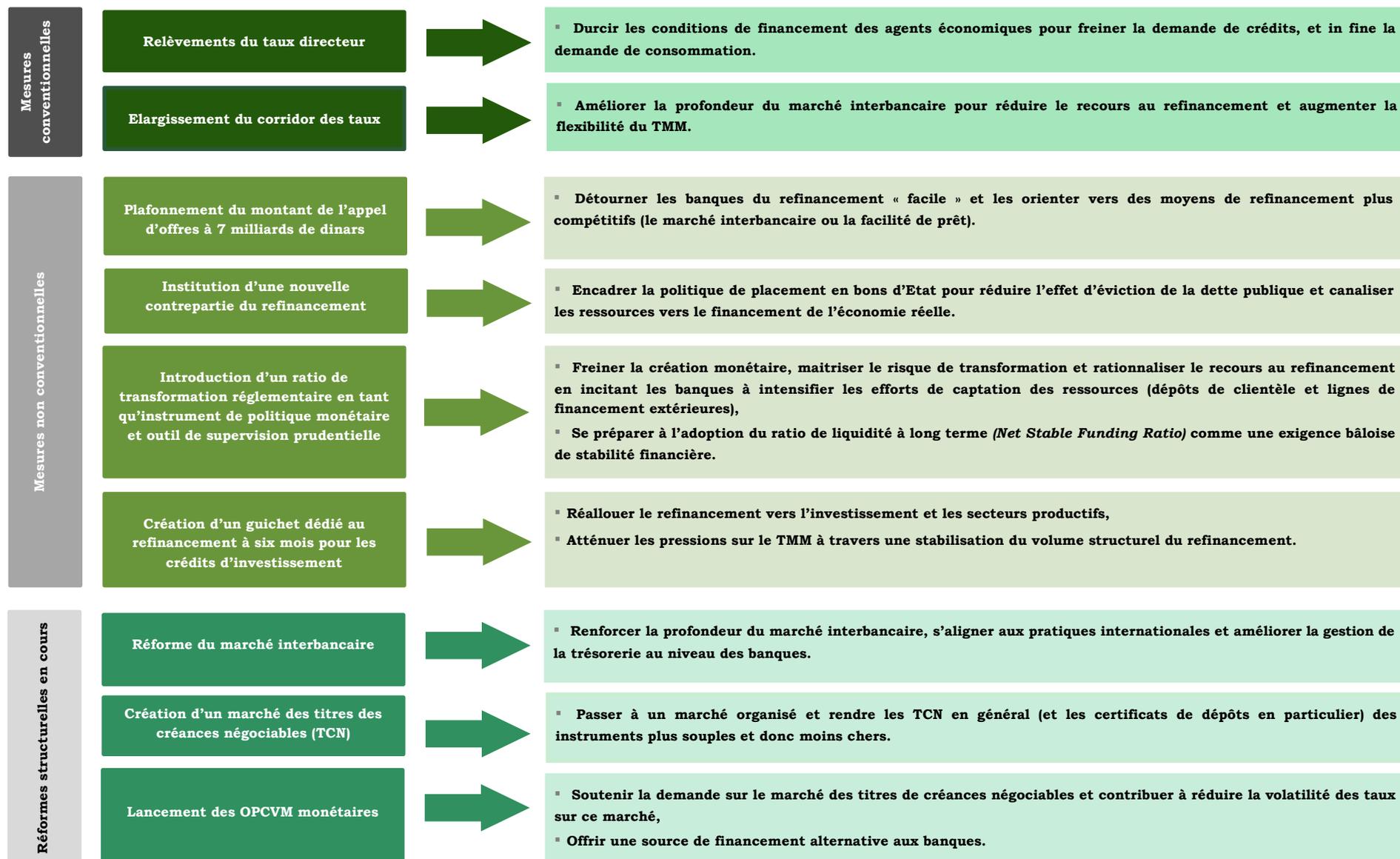
« Parallèlement aux mesures de la politique monétaire, la BCT a entamé plusieurs chantiers visant la modernisation de l'infrastructure du marché et l'amélioration de l'accès des banques à la liquidité »

Evolution du taux d'inflation, du taux directeur, du TMM et du Corridor



Source: BCT

Synthèse des instruments de la politique monétaires déployés et des réformes structurelles en vue



III - Un impératif de coordination entre les pouvoirs publics

Malgré l'accélération de la croissance (2,5% à fin 2018 contre 1,9% en 2017) et la contraction du déficit budgétaire (4,8% à fin 2018 contre 6,1% en 2017), nous pensons que la marge de manœuvre des pouvoirs publics ne cesse de se rétrécir, et ce pour les raisons suivantes :

1) La prévalence de facteurs inflationnistes d'origine non monétaire :

L'envolée des prix des matières premières sur les marchés internationaux, la résurgence de l'inflation dans les pays partenaires de la Tunisie, le gonflement de la masse salariale sans amélioration de la productivité et la poursuite des perturbations dans les circuits de distribution constituent des sources structurelles pour l'inflation. Des facteurs qui restent en dehors du champ d'action de la BCT.

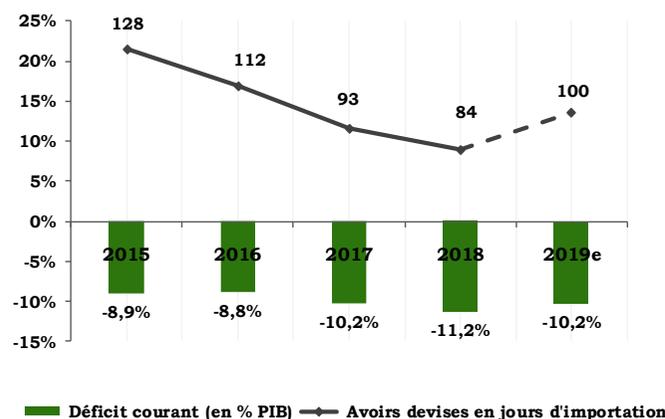
2) La situation tendue des réserves de change :

La poursuite de la dégradation de la balance commerciale (ralentissement des secteurs exportateurs et aggravation du déficit énergétique) devrait continuer à peser sur les avoirs en devises de la BCT, malgré les mobilisations ponctuelles de ressources extérieures.

Malgré la résistance « exceptionnelle* » dont fait preuve le dinar depuis le début de 2019, nous pensons que la pénurie de devises devrait se poursuivre avec la léthargie des exportations et elle continuerait, de ce fait à mettre le taux de change de la monnaie locale sous pression.

Outre l'inflation importée, le glissement du dinar a provoqué un changement au niveau du comportement des agents économiques sur les dernières années. En effet, pour se protéger contre le risque de change, les importateurs (principalement les entreprises) se sont détournés des financements directs en devises. En contrepartie, ils se sont rués sur les financements en dinars en procédant ensuite à des achats au comptant de monnaies étrangères. En somme, le tarissement des réserves de change a un effet ricochet sur la liquidité bancaire.

Evolution des avoirs en devises et du déficit courant



Source: BCT et projections du FMI.

3) La problématique du « cash » : Les billets et monnaies en circulation en dehors du système bancaire ont plus que doublé à 12 milliards de dinars (en décembre 2018) depuis la Révolution. Cette préférence pour l'argent liquide est due à l'expansion du secteur informel et au retard accusé dans le développement de moyens de paiement modernes. Ces phénomènes génèrent

un important manque à gagner pour la trésorerie des banques et expliquent l'atteinte du volume du refinancement de montants records (montant oscillant entre 11 et 16,9 milliards de dinars sur les deux dernières années).

Pour lutter contre la circulation fiduciaire, la BCT compte lancer un programme national de « Decashing » qui vise à promouvoir les paiements électroniques et qui ciblera dans un premier lieu les entreprises publiques.

Pour drainer l'épargne informelle et booster les paiements électroniques, la BCT a mis en place dans la circulaire n°2018 – 16 du 31 décembre 2018 le cadre d'activité des établissements de paiement. Notons par ailleurs, que l'Association des Banques compte développer une solution nationale de paiement mobile. Ces initiatives faisant encore ses premiers pas, devraient porter leurs fruits sur le moyen terme.

« La prévalence de facteurs inflationnistes non monétaires, la situation tendue des réserves de change et l'importante circulation fiduciaire sont les principales contraintes actuelles de la politique monétaire »

* Le dinar s'est apprécié de 4,6% vis-à-vis de l'euro et de 3,9% face au dollar américain depuis le début de l'année. Cette hausse exceptionnelle est due à des facteurs exceptionnels (et non à l'amélioration des exportations) qui ont renfloué les avoirs en monnaies étrangères. La plus importante est la cession de la participation de l'Etat dans la Banque Zitouna au groupe Qatari Majda pour l'équivalent de 370 millions de dinars.

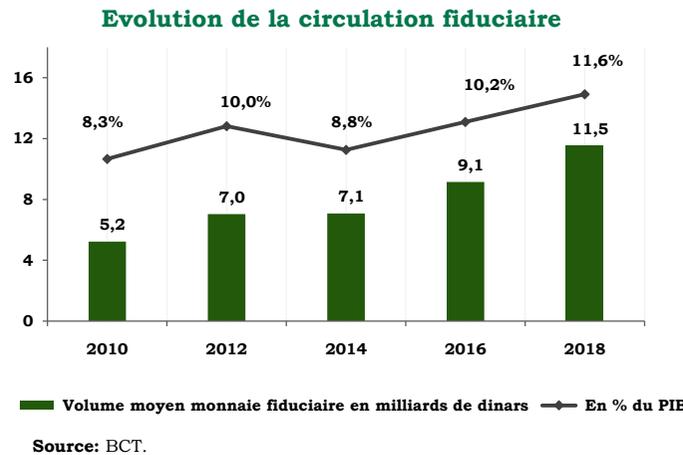
4) Une capacité d'endettement extérieur qui s'essouffle :

La baisse de l'enveloppe des dons en devises et le coût élevé de la dernière sortie de 500 millions d'euros sur les marchés internationaux devraient inciter les autorités publiques à privilégier l'endettement intérieur (les levées en monnaie locale enregistrées par le Trésor en 2018 ont atteint un montant record de 2,7 milliards de dinars à fin décembre soit un dépassement de 24% par rapport au budget annuel) donc à accentuer l'effet d'éviction sur la liquidité bancaire et à compter sur le soutien du FMI.

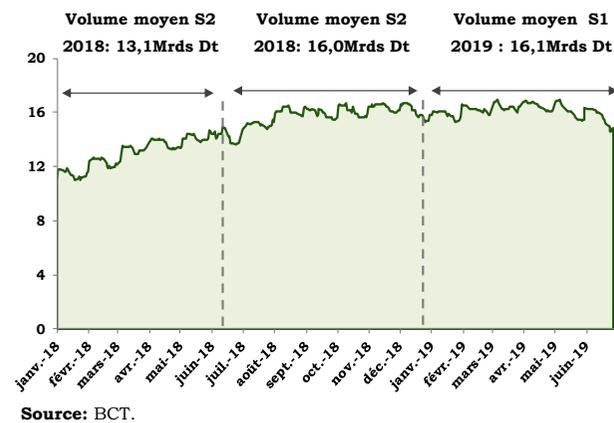
En conclusion, une plus grande coordination entre les autorités publiques nous semble plus que jamais nécessaire pour lutter d'une manière efficace contre l'inflation et contenir les difficultés de liquidité.

Pour relancer la croissance, l'Etat devrait veiller à adopter une politique fiscale plus sélective en favorisant les secteurs exportateurs et à forte valeur ajoutée. Il devrait poursuivre ses efforts pour débloquer la situation du secteur du phosphate générateur de devises, appuyer la reprise du secteur du tourisme, accélérer la restructuration et la privatisation des entreprises publiques et instaurer des mécanismes de financement plus adaptés aux PME qui forment l'essentiel du tissu économique en Tunisie.

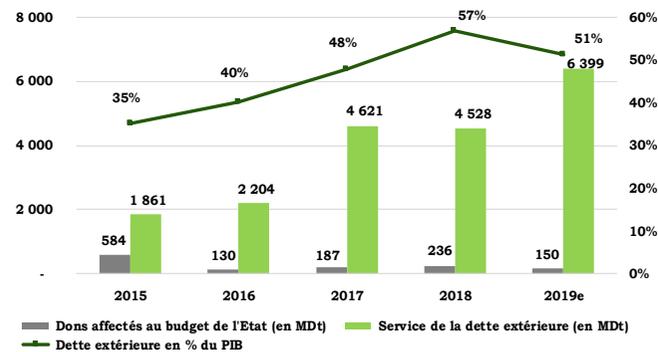
Le récent tournant de la BCT vers une politique monétaire plus proactive et l'accélération du rythme des réformes du cadre de l'activité bancaire témoignent de la détermination de l'institut d'émission pour assurer une meilleure cohérence au niveau de la politique monétaire (concilier les objectifs de lutte contre l'inflation et



Evolution du volume de refinancement global de la BCT en milliards de dinars



Evolution des indicateurs de la dette extérieure



de croissance) et restaurer la confiance dans la stabilité du système bancaire.

IV - Un « surcoût réglementaire à « payer » sur le court et moyen termes pour une meilleure résilience sur le long terme

Les dernières années ont connu une accélération des évolutions réglementaires pour le secteur bancaire : renforcement des exigences de fonds propres, montée en charge des normes de liquidité et mise en place d'un mécanisme d'assurance-dépôt. Ces évolutions s'inscrivent dans une démarche de convergence du cadre prudentiel tunisien vers les standards de Bâle III.

En plus du défi de la transition réglementaire vers les normes de Bâle III, le secteur a été confronté, depuis 2018 à la décision de la BCT d'encadrer l'activité de placement en titres souverains.

1) Le renforcement des exigences en fonds propres

La solvabilité devrait être une préoccupation majeure pour les banques dans les prochaines années. Trois nouvelles mesures vont être déployées dans les années à venir :

i) Le resserrement de la limite d'exposition aux parties liées :

La BCT va ramener la limite d'exposition des banques aux parties liées de 75%, à fin 2017, à 25% à partir de 2018. Nous estimons que le secteur pourra sensiblement réduire l'impact de cette mesure en renforçant les garanties sur les créances ou en activant le mécanisme des pools bancaires.

ii) L'instauration d'une exigence supplémentaire de fonds propres :

Contrairement aux années passées qui ont connu un relèvement progressif du seuil de solvabilité (ratio de solvabilité globale porté à 9% en 2013 et à 10% en 2014), la BCT a entrepris, depuis 2017, d'élargir l'éventail des risques couverts par les fonds propres réglementaires. Après la prise en compte du risque opérationnel (en 2017), la BCT a imposé une dotation supplémentaire pour couvrir le risque du marché*.

- L'intégration de cette nouvelle composante du risque dans les exigences de fonds propres chaque année aura un impact faible sur le ratio de solvabilité du secteur (une surcharge oscillant entre 0,1% et 0,6% au niveau du ratio de solvabilité global). Ce coût additionnel pourrait être largement couvert par la croissance organique des bénéfiques.

iii) Le plafonnement de la participation d'une banque dans une entreprise « non financière » à 20% :

Les banques détiennent des participations anciennes dans des sociétés immobilières, touristiques ou agricoles ou encore dans des SSII. La nouvelle Loi Bancaire de 2016 oblige les banques à limiter leurs participations directes ou indirectes dans ces entités non financières à 20% (à partir de 2019). L'institution de cette nouvelle limite les amènera à réduire leurs participations ou à se désengager complètement du capital de ces sociétés.

- Nous restons confiants dans la capacité du secteur à gérer ces nouvelles contraintes

réglementaires. Nous pensons que les injections de fonds propres opérées depuis 2014 (recapitalisation du secteur public et de l'UIB), l'amélioration de la sélection des risques, les efforts de nettoyage des bilans (efforts de couverture entrepris par les banques et les exigences supplémentaires de provisionnement imposées par la BCT depuis 2012) et la croissance soutenue des bénéfiques sur la période 2014-2018 (+17% en moyenne) ont permis de renforcer significativement l'assise financière du secteur.

- Soulignons cependant que le durcissement des normes de solvabilité amènerait les banques à renforcer davantage leurs capitaux permanents. Plusieurs banques poursuivront l'émission d'emprunts obligataires subordonnés, d'autres procéderont à des levées de fonds propres. A cet effet, nous rappelons qu'excepté la BIAT*** et la BNA, aucune autre banque n'a exprimé, au jour d'aujourd'hui, un besoin en fonds propres.

2) La montée en charge des normes de liquidité

- Parallèlement au relèvement progressif du plancher du ratio de liquidité à court terme (de 80% en 2017 à 90% en 2018 et à 100% à partir de 2019), la BCT a introduit un nouveau ratio de transformation crédits/dépôts. Ces deux mesures devaient inciter les banques à :

i) Réduire les voiles sur les crédits en devenant plus sélectifs sur la qualité du risque et en privilégiant les crédits les plus « refinançables »,

ii) Redoubler d'efforts en matière de conquête de clientèle et de mobilisation des ressources (dépôts clientèle et lignes de crédit extérieures).

- Après avoir institué le ratio de transformation, la Banque Centrale s'oriente vers l'adoption d'un ratio de liquidité à long terme (NSFR). Ce ratio inspiré du dispositif bâlois vise à réduire le risque de transformation à moyen et long termes, et ce grâce à des ressources suffisamment stables. À l'image du LCR, la mise en place de ce ratio sera précédée par des études d'impact. Elle se fera d'une manière progressive et avec le concours de l'Association des Banques.

« Avec le démarrage de la restructuration des banques publiques, les recapitalisations opérées depuis 2014 et la croissance vigoureuse des bénéfiques sur les dernières années, les banques ont commencé à se préparer au durcissement des normes de solvabilité »

3) Une activité de placement en bons du Trésor plus encadrée

- Depuis 2014, nous voyons que les banques sont très présentes sur les adjudications d'Etat, c'est-à-dire qu'elles financent de plus en plus le Trésor. C'est une activité profitable sur tous les plans : la marge est confortable et le risque est 'nul' car souverain. En outre, ils servent de support de refinancement pour la BCT. Cet appétit pour les titres souverains devrait se réduire dans les prochaines années pour les raisons suivantes :

* Notamment le risque de taux, le risque de change et le risque sur les titres de propriété.

** Autres que les entreprises exerçant dans le domaine des services bancaires et des services d'intermédiation en bourse, les compagnies d'assurance, de recouvrement de créances et les SICARs.

*** La BIAT a annoncé dans l'AGO du 26 avril 2019 sa volonté d'opérer une levée de fonds propres dans les deux prochaines années pour renflouer sa solvabilité.

i) L'obligation de définir la politique de placement en bons du Trésor : Sous les directives de la BCT, les banques de la place devront clarifier leur orientation de placement en bons du Trésor. Elles devront identifier les titres à détenir sur le court terme (titres logés dans le portefeuille commercial) et ceux à détenir à l'échéance (titres d'investissement).

ii) Le passage à la valorisation selon la méthode « Mark to Market » : A partir de 2018, la BCT a imposé aux banques de valoriser leurs portefeuilles de bons du Trésor selon la méthode « Mark to Market ». Limitée aux titres logés dans le portefeuille commercial, cette mesure donnerait lieu à la constatation d'éventuelles moins-values qui nécessiteront des provisions. Le poids de ces dernières devra se faire ressentir sur les comptes à moyen terme.

iii) L'institution d'une nouvelle répartition pour les contreparties du refinancement : Depuis octobre 2018, les banques ne pourront pas dépasser une proportion de 40% en bons du Trésor du collatéral présenté en garantie à la BCT en contrepartie du refinancement. Les bons d'Etat affichent, de ce fait une moindre éligibilité au refinancement.

▪ L'ensemble des mesures précitées produit à notre sens trois conséquences majeures :

1) les banques sont contraintes à mener des opérations de reclassement des portefeuilles (distinguer entre les titres de placement ou de transaction de ceux à détenir à l'échéance),

2) la génération de revenus du portefeuille va se

réduire puisque les opérations de « *Trading* » deviennent réservées aux titres de placement (portefeuille commercial) et les revenus des titres d'investissement deviennent limités aux produits d'intérêt,

3) la fonction de réserve de liquidité des bons d'Etat sera restreinte au profit des crédits, notamment d'investissement qui sont devenus plus éligibles au refinancement,

4) les banques continueront à investir dans les bons du Trésor en tant qu'actif liquide de premier rang- quoique moins éligible au refinancement-entrant dans la détermination du LCR*.

« Malgré leur encadrement par la BCT, les bons du Trésor resteront une classe d'actifs stratégique pour les banques en raison de leur double fonction de réserve de liquidité et de relais de rentabilité »

3) La création d'un fonds de garantie des dépôts bancaires

▪ Pour s'aligner aux standards internationaux, la nouvelle Loi Bancaire, promulguée en 2016, a prévu l'instauration d'un fonds de garantie des dépôts bancaires. Ce fonds codétenu par l'Etat et la BCT va contribuer à renforcer la sécurité financière et sera chargé de la protection des déposants en cas d'indisponibilité de leurs dépôts (une limite d'indemnisation de 60 000Dt par déposant).

▪ Cette mesure qui est appliquée à partir de 2018 consistera en une cotisation annuelle égale à 0,3% de l'encours des dépôts de l'année précédente. L'objectif du fonds est d'atteindre un niveau de ressources couvrant au moins 3% du

total encours dépôts du secteur.

▪ Selon nos estimations, le poids des dotations au fonds de garantie devrait se situer entre 10% et 12% de la masse bénéficiaire du secteur sur la période 2019-2020.

▪ Certes, les nouvelles mesures prudentielles imposeront de nouvelles contraintes pour les banques dans un contexte économique et monétaire tendu. Toutefois, nous pensons que l'adhésion du système bancaire au dispositif de Bâle III recèle de nombreux avantages pour le secteur : 1) elle incite les banques à s'autoévaluer, à autogérer leurs risques et à s'autoréguler, 2) elle renforce leur résilience face aux chocs externes, 3) elle réduit leur dépendance aux filets de sécurité publics (il s'agit notamment de la fonction du prêteur en dernier ressort de la BCT exercée à travers les mécanismes du refinancement) 4) elle augmente la compétitivité des banques tunisiennes et accroît leur visibilité auprès des investisseurs étrangers. Nous pensons que la résilience manifestée par les banques face aux aléas de la conjoncture post-révolution nous conforte dans la capacité du secteur à s'accommoder avec les nouveautés réglementaires.

« La résilience manifestée par les banques face aux aléas de la conjoncture post-révolution nous conforte dans la capacité du secteur à s'accommoder avec les nouveautés réglementaires »

* Le LCR ou Liquidity Coverage Ratio est le taux de couverture des sorties nettes de trésorerie par l'encours des actifs liquides de haute qualité sur un horizon de 30 jours dans une situation de tension de liquidité. La norme minimale instaurée a été 60% depuis le 1^{er} janvier 2015, 70% depuis le 1^{er} janvier 2016, 80% depuis le 1^{er} janvier 2017, 90% depuis le 1^{er} janvier 2018 et 100% depuis le 1^{er} janvier 2019.

Synthèse des principales mesures réglementaires sur les dernières années

Mesures	Impacts sur le court et moyen termes	Impacts sur le long terme
<p>Renforcement des exigences en fonds propres</p> <p>i) Prise en compte du risque du marché dans la détermination des fonds propres réglementaires (à partir de 2018),</p> <p>ii) Resserrement de la limite d'exposition aux parties liées de 75% à 25% (à partir de 2018),</p> <p>iii) Plafonnement de la participation d'une banque dans une entreprise « non financière » à 20% (à partir de 2019).</p>	<p>- Une focalisation sur l'amélioration de la rentabilité intrinsèque à travers:</p> <p>1) Un relèvement des frais sur les services (les commissions),</p> <p>2) Une optimisation de l'efficacité opérationnelle pour maîtriser les frais généraux,</p> <p>3) Une politique de crédit plus sélective pour réduire le coût du risque et maîtriser la croissance des actifs pondérés par le risque,</p> <p>- Des efforts de mobilisation des ressources permanentes comme la dette subordonnée,</p> <p>- Une réduction de l'exposition aux parties liées et un renforcement des garanties,</p> <p>- Le désengagement partiel ou total du capital des entreprises non financières (des participations anciennes dans des sociétés de promotion immobilières, de développement informatique, touristique ou agricole). Ces opérations seront génératrices de cash et de plus values potentielles.</p>	<p>- Une consolidation de l'assise financière des banques et une meilleure résilience aux chocs externes,</p> <p>- Une amélioration de la gouvernance des risques,</p> <p>- Une meilleure diversification des expositions (parties liées ou non liées),</p> <p>- Une amélioration du profil du risque du secteur bancaire: réduction du coût du financement du secteur et une meilleure attractivité des banques tunisiennes auprès des investisseurs étrangers,</p> <p>- Une meilleure focalisation sur le cœur de métier et sur les services financiers.</p>
<p>Montée en charge des normes de liquidité</p> <p>i) Relèvement du ratio de Liquidité à Court Terme (LCR) de 80% en 2017 à 90% en 2018 et à 100% à partir de 2019,</p> <p>ii) Institution d'un ratio prudentiel de transformation crédits/dépôts (à partir du T4 2018).</p>	<p>- Une politique de collecte plus dynamique qui devrait se faire sentir sur le coût des ressources,</p> <p>- Une intensification des efforts de mobilisation des lignes de financement extérieures,</p> <p>- Une politique du crédit moins agressive et plus sélective qui ciblera en priorité les crédits les moins risqués et les plus éligibles au refinancement,</p> <p>- Les bons du Trésor resteront un support d'investissement attractif en raison de leur entrée dans la détermination du LCR.</p>	<p>- Une moindre dépendance au refinancement de la Banque Centrale,</p> <p>- Une meilleure incitation pour les banques à contribuer aux efforts de captation de l'épargne informelle et à encourager les paiements électroniques (pour réduire les fuites du cash hors du circuit bancaire),</p> <p>- Une recherche de nouveaux modes de financement à long terme plus stables qui impliquera probablement les partenaires étrangers actuels des banques et nécessiteront de nouvelles réformes légales.</p>
<p>Encadrement de l'activité des bons du Trésor</p> <p>i) Obligation pour les banques de définir l'orientation de leur politique de placement dans les bons du Trésor,</p> <p>ii) Passage à la valorisation selon le modèle « Mark- to -Market » à partir de 2018,</p> <p>iii) Introduction d'une nouvelle répartition des contreparties du refinancement.</p>	<p>- Des efforts de reclassement des bons du Trésor en portefeuille d'investissement qui réduiront sensiblement les gains sur les opérations de "Trading" et impacteront par ricochet la croissance du PNB (les revenus de placement seront réduits aux produits d'intérêt),</p> <p>- Une moindre éligibilité des bons d'Etat au refinancement de la BCT qui freinerait l'appétit des banques pour cette classe d'actifs.</p>	<p>- Une réorientation des banques vers le financement des investissements productifs,</p> <p>- Une montée en régime de la marge d'intérêt et des commissions dans le PNB pour compenser la décélération des revenus du portefeuille,</p> <p>- Une meilleure diversification des produits et une recherche de nouveaux gisements de croissance.</p>
<p>Mise en place du Fonds de garantie des dépôts bancaires</p>	<p>- Mise en place d'un mécanisme d'assurance-dépôt avec une cotisation égale à 0,3% de l'encours des dépôts de mais qui sera de plus en plus digérée avec la croissance du PNB.</p> <p>- Une surcharge qui grèvera la rentabilité des banques à partir de 2018</p>	<p>- Un alignement aux pratiques internationales qui renforcera la confiance dans la sûreté du secteur bancaire tant au niveau national qu'international.</p>

V - Analyse des résultats du secteur bancaire au 31 décembre 2018

▪ L'année 2018 a finalement tenu ses promesses pour le secteur bancaire. Certes, les chiffres du 31 décembre 2018 sont globalement moins bons que ceux de l'année d'avant mais nos banques ont tant bien que mal résisté à un contexte ambiant pour le moins difficile: une croissance molle avec une hausse des risques d'impayés, un assèchement des liquidités qui coïncide avec une politique monétaire restrictive, une réglementation prudentielle mouvante et de plus en plus contraignante.

▪ Les réalisations des banques au terme de l'exercice précédent portent la marque d'une résistance salutaire à bien des égards:

- **Une résistance au niveau de la collecte:** La croissance a été au rendez-vous (proche de 10%) malgré le ralentissement prononcé des dépôts à vue. Les banques ont mis les bouchées doubles sur les dépôts d'épargne et à terme pour renflouer leurs ressources mais à un coût plus élevé.

- **Une résistance au niveau des crédits:** La production de crédits a été globalement satisfaisante (croissance des engagements de 9%). La prudence des banques privées a été contrebalancée par le dynamisme des banques publiques. Par ailleurs, la bonne tenue des crédits aux entreprises a neutralisé le ralentissement des crédits aux particuliers plus sensibles à la hausse des taux.

▪ Dopé par le secteur public, le ratio de transformation global (Crédits/[Dépôts + emprunt & ressources spéciales]) a poursuivi son trend haussier, et ce malgré le relâchement des octrois de crédits.

- **Une résistance au niveau du PNB:** Les revenus du secteur ont été bien orientés avec une croissance à deux chiffres de 18%. L'effet prix de la hausse des taux a permis d'alimenter la croissance de la marge d'intérêt malgré un effet volume moins favorable que par le passé.

▪ La bonne performance « en volume » de la marge d'intérêt ne devrait pas occulter le tassement des *spreads* d'intérêt en raison du renchérissement du coût des ressources et de la rigidité des taux excessifs*.

▪ Conformément aux attentes, les commissions et les opérations de changes ont été dynamiques, permettant de compenser en partie le relâchement des revenus de placement.

- **Une résistance au niveau de la qualité du portefeuille:** La hausse du coût du risque a été globalement maîtrisée et concentrée sur quelques risques comme **Carthage Cement**** et **Zitouna Télécom*****. Héritage des mauvaises pratiques de l'ancien régime de Ben Ali, les deux sociétés affichent un risque diffus dans tout le secteur.

- **Une résistance au niveau de la productivité:** La croissance vigoureuse du PNB et les efforts de maîtrise des coûts ont permis de juguler l'inflation et d'absorber la surcharge du fonds de

garantie des dépôts bancaires.

- **Une résistance au niveau de la rentabilité:** Hormis **Wifack International Bank**, reconvertie en banque islamique en 2015 et passant encore par une phase de transition (démarrage effectif de l'activité en avril 2017), toutes les banques ont publié des résultats dans le vert.

▪ Au niveau individuel, la croissance de la masse bénéficiaire du secteur s'est établie à 13%, contre 35% en moyenne sur la période 2015-2017.

▪ L'activité des filiales des banques a été globalement porteuse. Elle ont réalisé un surplus de bénéfices de 35MDt par rapport à leur sociétés mères, portant le résultat net part du groupe à 1,2 milliard de dinars, soit un bond de 20% par rapport à 2017, contre une progression moyenne de 35% sur l'intervalle 2015 - 2017.

- **Une résistance au niveau de la solvabilité:** Malgré la prise en compte du risque du marché dans les exigences de fonds propres, l'absence d'injections de fonds propres en 2018 et le faible nombre de levées de dette mezzanine (4 émissions totalisant 215MDt), le secteur bancaire a enregistré une amélioration de sa solvabilité.

▪ Outre la croissance organique des bénéfices, la solvabilité des banques a bénéficié du ralentissement des octrois de crédit (décélération de l'évolution des actifs pondérés par le risque).

« Malgré le ralentissement général des indicateurs d'activité, l'année 2018 s'est avérée concluante pour le secteur bancaire »

* Les taux excessifs sont les taux effectifs moyens du semestre précédent majorés d'une prime de 20%. Ils sont fixés chaque semestre par arrêté du ministre des Finances. Un projet de loi sur la révision des modalités de fixation des taux excessifs (segmentation par catégorie de bénéficiaires et augmentation de la marge à 33%) a été proposé à l'ARP en mai 2018 mais il est resté en suspens.

** Carthage Cement est la plus grande cimenterie en Tunisie. Elle a été créée en 2008 mais elle n'a effectivement démarré son exploitation qu'en 2013. Cette cimenterie confisquée par l'Etat après la Révolution cumule les déficits depuis plusieurs années et son processus de privatisation est aujourd'hui incertain. Elle affiche un niveau d'engagements supérieur à 400MDt partagé entre la majorité des banques.

*** Société Holding confisquée par l'Etat auprès de Sakhr EL MATERI et qui détient la participation Ooredoo.

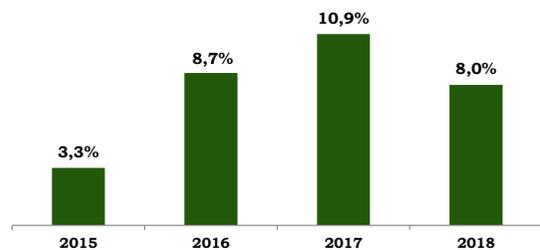
Les réalisations du secteur public ont défié les appréhensions. Les banques étatiques confirment de décollage de leur activité d'exploitation avec une croissance du PNB et du résultat net supérieure à leur consœurs privées. Leurs performances continuent à se rapprocher des standards du secteur privé mais il leur reste encore du chemin à parcourir et des bénéfices à sacrifier pour améliorer leur qualité du portefeuille.

1) Les dépôts

L'année 2018 a marqué par un ralentissement de la collecte pour le secteur bancaire. L'encours des dépôts a affiché une croissance de 8% à 61 milliards de dinars; un rythme inférieur aux années passées (une progression annuelle moyenne de 10% sur la période 2015 - 2017).

Toutes les catégories des ressources ont affiché une décélération de la collecte, mais ce sont les dépôts à terme et les dépôts d'épargne qui ont le plus résisté (une évolution respective de 10% à 20 milliards de dinars et de 9% à 18,5 milliards de dinars).

Evolution annuelle des dépôts (en %)



Sources: Etats financiers du secteur coté.

Face à une liquidité plus tendue et plus réglementée (relèvement du LCR de 80% à 90% en 2018 et introduction du nouveau ratio de

transformation crédits/dépôts), les banques ont été amenées à cibler cette catégorie de ressources plus chères que les dépôts à vue.

Répartition des dépôts du secteur coté (2018)



Sources: Etats financiers du secteur coté.

Chiffres en MDt	Encours des dépôts au 31/12/2018	Variation par rapport à 2017	Part de marché
BIAT	11 513	+8,8%	18,8%
BNA	7 800	+2,2%	12,8%
Attijari Bank	6 761	+12,6%	11,1%
BH	6 551	+10,3%	10,7%
STB	6 357	+6,6%	10,4%
Amen Bank	5 517	+7,4%	9,0%
UIB	4 689	+13,7%	7,7%
ATB	4 655	-0,7%	7,6%
BT	3 745	+8,6%	6,1%
UBCI	2 626	+7,2%	4,3%
BTE	642	+19,5%	1,1%
WIB	285	+171,9%	0,5%
Total	61 141	8,0%	

Sources: Etats financiers du secteur coté.

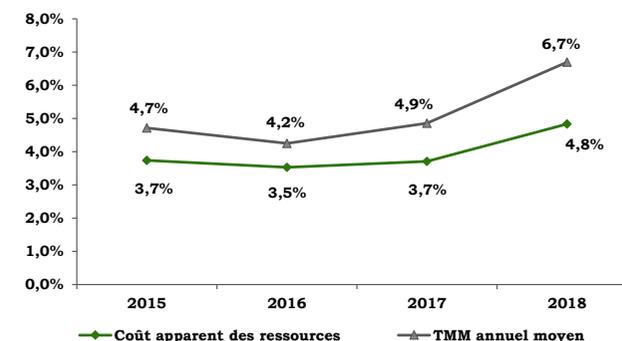
Les banques privées ont fait preuve d'un meilleur dynamisme que leur consœurs publiques (une progression respective de l'encours des dépôts pour les banques privées et le secteur public de 9% à 40 milliards de dinars et de 6% à 21 milliards de dinars). En concentrant 65% de la collecte globale du

secteur, les banques privées confirment leur place incontournable dans le paysage bancaire tunisien.

L'assèchement des liquidités est également perceptible au niveau des emprunts & ressources spéciales (emprunts obligataires, emprunts subordonnés et lignes de financement extérieures) dont la croissance a décéléré (+7% à 5,2 milliards de dinars) par rapport à la période 2015 - 2017 (une hausse moyenne de 11%).

La montée des taux a exercé une pression à la hausse sur le coût des ressources du secteur malgré le maintien du taux minimum de rémunération de l'épargne à 5%. Selon nos estimations, le coût moyen apparent des ressources s'est apprécié de 112 points de base à 4,8%. Cette évolution nous semble maîtrisée comparativement à l'accroissement du TMM (une augmentation moyenne de 184 points de base).

Evolution du coût des ressources du secteur coté Vs TMM



Sources: Etats financiers du secteur coté et estimations de Tunisie Valeurs.

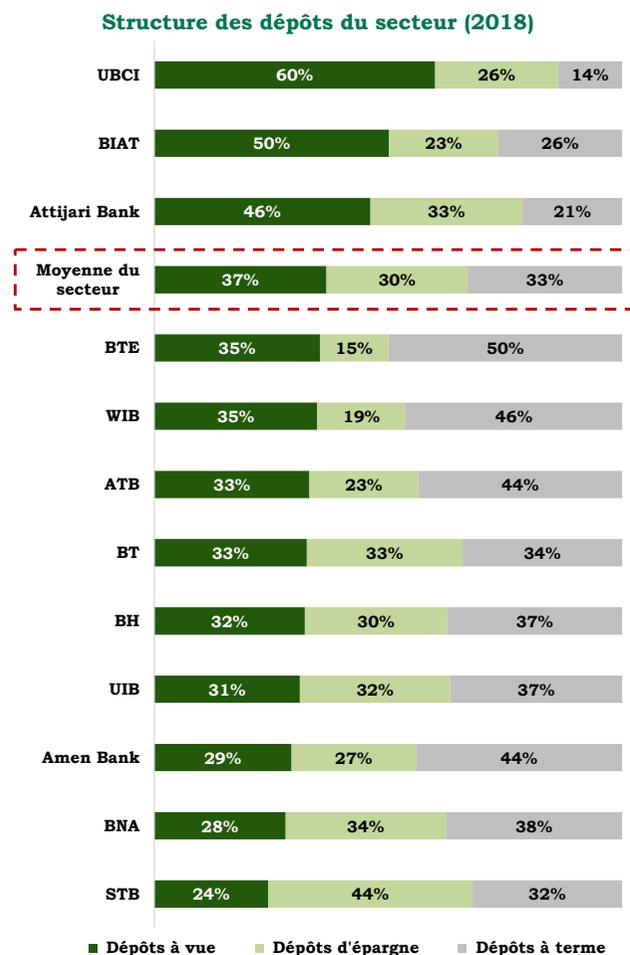
« Les banques privées ont fait preuve d'un meilleur dynamisme au niveau de la captation des ressources. Avec une contribution de 65% dans la collecte, le secteur privé confirme sa place incontournable dans le paysage bancaire tunisien »

La meilleure performance du secteur est revenue à **Wifack International Bank** (+172% à 285MDt). Les ressources de la banque ont été renflouées par les dépôts à terme (un encours des comptes Istithmar multiplié par six à 132MDt) et les dépôts d'épargne (des avoirs Tawfir doublant à 54MDt). La structure des dépôts de **Wifack** a complètement changé comparativement à la même période de l'année dernière avec la montée en force des comptes à terme. Ces derniers représentent désormais 46% de la collecte de la banque (contre une part de 20% une année plus tôt) ce qui pénalise le coût des ressources (un coût des ressources de 5,5% supérieur à la moyenne du secteur). A l'occasion de son émission de Sukuk Ijara actuellement en cours sur le marché, **Wifack** a publié un business plan ambitieux tablant sur une extension du réseau commercial d'une douzaine d'agences par année et sur une croissance moyenne des dépôts de 43% sur la période 2019-2022, soit une part de marché cible de 1,2% d'ici 2022.

La **BTE** a enregistré une croissance appréciable de son encours de dépôts (+19,5% à 642MDt). Les efforts de collecte de la banque sur l'année ont essentiellement porté sur les dépôts à vue (+21% à 227MDt) et les dépôts d'épargne (+46% à 94MDt). La part des dépôts à terme a légèrement reculé (-3 points de taux) mais reste prépondérante dans l'ensemble des dépôts (50%, soit le niveau le plus élevé du secteur). Cette spécificité est préjudiciable au coût des ressources (un coût des ressources apparent de 5,7%, parmi les plus élevés du secteur). Notons, par ailleurs que ce dernier a progressé de 165 points base sur l'année pour la **BTE**, contre une augmentation sectorielle de 112 points de

base. Avec un réseau commercial de petite taille (27 agences), la **BTE** demeure classée en bas du tableau avec une part de marché de 1,1%.

« Grâce à sa stratégie de collecte centrée sur le segment des particuliers, l'UIB parvient à maîtriser son coût des ressources et ce malgré une proportion des dépôts à vue inférieure à la moyenne sectorielle »



Sources: Indicateurs d'activité et états financiers du secteur coté.

2018 a été un bon cru pour l'**UIB**. La filiale du **Groupe Société Générale** a cumulé une progression de son encours de dépôts de 13,7% à 4,7 milliards de dinars. Le positionnement solide de la banque sur le segment des particuliers (une part de marché de 15% dans un segment qui draine plus de 70% des ressources de la banque) lui a permis de concilier les objectifs de croissance et de maîtrise du coût des ressources (un coût des ressources facial moyen de 4,3% en 2018), et ce malgré une part des dépôts à vue bien inférieure aux *Blue Chips* du secteur (une contribution de 31% pour l'**UIB** contre 50% pour la **BIAT** et 46% pour **Attijari Bank**). Notons que la stratégie de montée en gamme a valu à la banque de cibler une frange de clientèle pourvoyeuse de ressources ce qui a contribué à renflouer sa trésorerie (+45% de croissance pour les dépôts collectés sur le segment de la haute clientèle en 2018).

Grâce à sa force commerciale, **Attijari Bank** continue à surperformer le secteur. La filiale du **Groupe Attijariwafa Bank** a enregistré une croissance salubre de son encours de dépôts de 12,6% à 6,8 milliards de dinars. Cette performance est d'autant plus louable qu'elle a été substantiellement alimentée par les dépôts à vue (+16% à 3,1 milliards de dinars). Avec le réseau commercial le plus étendu en Tunisie (207 agences), une proportion de dépôts à vue parmi les plus élevées du secteur (46%) et une part de marché de 11%, **Attijari** confirme son statut de challenger de la **BIAT** et prouve sa capacité à résister à un resserrement durable de la liquidité.

- La **BH** a enregistré une collecte soutenue pour la troisième année consécutive (+10,3% à 6,6 milliards de dinars), dépassant ainsi son objectif de collecte annuel (un objectif 384MDt portant l'encours des dépôts à 6,3 milliards de dinars au terme de l'année 2018). Cette bonne performance ne devrait pas occulter le fait qu'elle a été dopée par les dépôts à terme (+22% à 2,4 milliards de dinars). Cette orientation a porté le coût des ressources de la banque à un niveau supérieur à la moyenne sectorielle (5,3%). Dans les prochaines années, la **BH** compte poursuivre sa politique de proximité avec l'ouverture de 7 agences par an (pour atteindre 171 agences d'ici 2022) et cibler davantage le segment des particuliers. Grâce à son leadership sur le crédit logement, la **BH** dispose d'un important gisement de dépôts d'épargne.

- La **BIAT** conforte son leadership en réalisant une progression de 8,8% de son encours de dépôts. En dépassant la barre symbolique de 11 milliards de dinars, la banque creuse davantage l'écart avec son principal concurrent la **BNA** (une part de marché de 19% pour la **BIAT** et de 13% pour la **BNA**). La position dominante de la **BIAT** lui a de tout temps permis de se constituer un matelas confortable de ressources « bon marché » (50% des ressources proviennent des dépôts à vue) et de conserver un coût des ressources inégalé sur le marché (un coût des ressources de 3,3%, le plus faible du secteur). Aujourd'hui, la banque concentre le quart des dépôts à vue du secteur coté. Signalons enfin que la baisse du LCR à la fin de l'année 2018 (46,2% contre un minimum de 90% et un niveau de 94,2% à fin 2017) nous semble peu alarmante et rattrapable dans les prochains mois.

- La politique commerciale plus réactive a tenu ses promesses pour la **BT**. Malgré une liquidité sous pression, la banque a maintenu un rythme de croissance légèrement inférieur à l'année dernière (+8,6%), bouclant 2018 avec un encours de dépôts de 3,7 milliards de dinars. A l'image de ses consœurs, la banque a focalisé ses efforts sur les ressources onéreuses (+13% à 1,2 milliards de dinars au niveau des dépôts d'épargne et +10% à 1,3 milliard de dinars au niveau des dépôts à terme). Notons que la **BT** affiche une structure des dépôts parmi les plus diversifiées du secteur.

Coût des ressources moyen apparent	2017	2018	Var 2018 - 2017 (en points de base)
BIAT	2,4%	3,3%	+88
UBCI	3,1%	3,7%	+59
Attijari Bank	3,1%	3,9%	+85
UIB	3,4%	4,3%	+89
ATB	3,6%	4,6%	+91
BT	3,7%	4,7%	+98
STB	3,7%	4,7%	+99
BH	4,0%	5,3%	+130
BNA	4,1%	5,4%	+124
WIB	5,1%	5,5%	+35
BTE	4,0%	5,7%	+165
Amen Bank	4,6%	5,8%	+114
Moyenne du secteur	3,7%	4,8%	+112

Sources: Etats financiers du secteur coté et estimations de Tunisie Valeurs.

« La **BIAT** détient 26% de l'encours de dépôts à vue global du secteur coté »

- L'année 2018 a marqué une reprise de la collecte pour **Amen Bank** (hausse des dépôts de +7,4% à 5,5 milliards de dinars), après trois années de croissance en berne sur fonds de rééquilibrage du bilan. Il semblerait que le

contexte actuel a de nouveau orienté la banque vers les dépôts chers (+15% à 2,4 milliards de dinars au niveau des dépôts à terme). Cette catégorie de ressources a regagné du terrain (+3 points de taux à 44% du total dépôts), après avoir affiché un trend baissier depuis 2014.

- Fidèle à sa stratégie de croissance maîtrisée, l'**UBCI** a réalisé une croissance de son encours de dépôts dans la continuité de 2017 (+7,2% à 2,6 milliards de dinars). La dominance des dépôts à vue dans la collecte reste la force majeure de l'**UBCI**: une proportion de ressources non rémunérées de 60% la plus élevée à l'échelle du secteur. Cette caractéristique permet à la filiale du **Groupe BNP Paribas** de juguler la hausse des taux et de se mettre à l'abri de toute surenchère tarifaire. En atteste la hausse maîtrisée du coût des ressources sur l'année (un coût moyen apparent des ressources en hausse de 59 points de base contre une augmentation moyenne de 114 points de base pour la concurrence cotées).

« L'assèchement des liquidités et l'instauration du nouveau ratio de transformation crédits/ dépôts ont de nouveau orienté Amen Bank vers les dépôts à terme »

- L'année 2018 a marqué une rupture de croissance au niveau de la collecte pour l'**ATB** (un repli des dépôts de 0,7% à 4,7 milliards de dinars). Une évolution vraisemblablement motivée par la volonté de se désengager des ressources onéreuses (les dépôts à terme ont enregistré une baisse de 3% à 2 milliards de dinars).

2) Les crédits

▪ A l'image de la collecte, l'activité du crédit a connu une baisse de régime, comparativement aux trois dernières années. Le volume des engagements du secteur a progressé de 8,7% à 65 milliards de dinars. Le resserrement de la politique monétaire, les tensions sur la liquidité et le plafonnement du ratio de transformation ont freiné la croissance du crédit.

▪ Rappelons que d'après la BCT (voir note de conjoncture publiée en février 2019), les crédits à l'économie ont subi un relâchement en 2018 qui a plus affecté les financements aux particuliers (+5,3% en 2018 contre +10,9% en 2017) que les crédits aux entreprises (+10,2% en 2018 contre +14,6% en 2017).

▪ En réalité, ce sont les banques publiques qui ont tiré vers le haut la production du secteur (+13% à 26 milliards de dinars). Le secteur privé a fait preuve de sagesse, privilégiant la prudence aux volumes (+6% à 39 milliards de dinars).

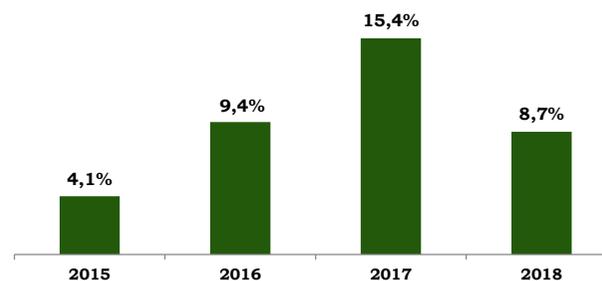
▪ Malgré le ralentissement des octrois de crédits, le ratio de transformation global du secteur (crédits/ [dépôts + emprunts et ressources spéciales])* a continué son trend haussier (+0,8 points de taux à 98,6%). Alors que les banques privées ont entrepris de baisser leurs ratios de transformation (un repli moyen de 1,7 points de taux à 92%), le secteur public a accusé une augmentation de ce ratio (+5,8 points de pourcentage à 111%).

Répartition des crédits du secteur coté (2018)



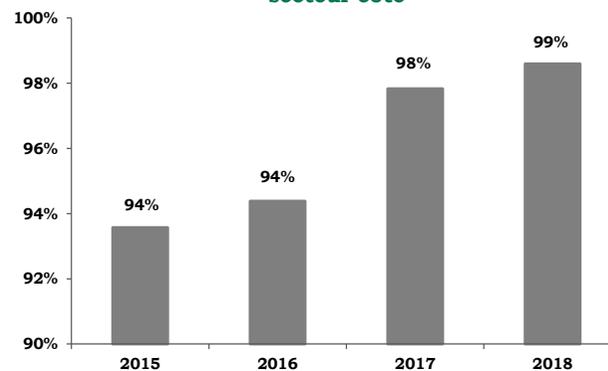
Sources: Etats financiers du secteur coté.

Evolution annuelle de l'encours de crédits (en%)



Sources: Etats financiers du secteur coté.

Evolution du ratio de transformation global* du secteur coté



Sources: Etats financiers du secteur coté.

▪ A l'instar des dépôts, **Wifack International Bank** a affiché le plus fort dynamisme (augmentation des crédits de 60% à 402MDt). L'activité du crédit confirme sa montée en régime pour la deuxième année consécutive grâce à la reprise de l'activité Ijara et l'accélération du produit Mourabaha. Avec un encours de 129MDt en 2018, cette nouvelle activité concentre 32% du portefeuille de créances de **Wifack** contre 9% une année plus tôt. Malgré la régression du ratio de transformation global de 18 points de taux sur l'année à 121%, la banque continue à afficher le ratio le plus élevé du secteur. La non-atteinte de l'activité de collecte de son rythme de croisière et l'absence de lignes de financement extérieures qui soutiennent les ressources spéciales de la banque sont les principaux facteurs qui expliquent cette contreperformance. Dans les prochaines années, l'unique banque islamique de la cote devrait presser le pas et mettre en place une politique de financement plus active qui ciblera la consolidation de la part de l'Ijara et le développement de la Mourabaha pour atteindre un portefeuille plus équilibré. Le business plan dévoilé en marge de l'émission récente des Sukuk prévoit une croissance annuelle moyenne sur la période 2019-2022 du volume des engagements de 37% pour atteindre 1,4 milliard de dinars à l'horizon 2020.

« Le ratio de transformation de Wifack devrait continuer à se diluer dans les prochaines années avec la montée en puissance de l'activité de collecte »

* Le ratio de transformation global (Crédits/ [Dépôts + emprunt et ressources spéciales]) est utilisé comme benchmark pour suivre l'évolution du ratio de transformation réglementaire dont la définition est plus stricte. En effet, ce dernier tient compte des agrégats bruts. Il intègre les crédits en devises dans le numérateur. En revanche, il exclut les dépôts en devises et les autres sommes dues à la clientèle des dépôts. Par ailleurs, il déduit les émissions obligataires et les emprunts sur le marché monétaire des ressources spéciales.

La **BH** poursuit sa politique dynamique du crédit. Les engagements de la banque étatique ont affiché une progression prononcée de 18% surperformant, ainsi, ses budgets de 2018 (un dépassement de 10%). Avec un total engagements supérieur à 9 milliards de dinars et une part de marché de 13,9% à fin 2018, la **BH** réduit de plus en plus son écart avec le n°2 du secteur, la **BNA***. La force commerciale de la **BH** lui a valu une meilleure diversification de son portefeuille de crédits. La banque continue à rompre avec sa vocation historique de « banque immobilière » (la part des financements immobiliers, revenant de 35%, en 2013, à 15%, en 2018) et cible de plus en plus le secteur des services. La part du secteur du tourisme a, également, régressé: de 7% en 2013 à 4% en 2018. Au vu des difficultés du secteur immobilier, la stratégie future de la **BH** devrait se focaliser sur l'accompagnement des promoteurs immobiliers existants pour maîtriser les flux additionnels de financement. Par ailleurs, la banque poursuivra ses efforts de relance des financements aux particuliers dans le secteur du logement. Une relance qui devrait davantage s'appuyer sur les crédits adossées au Plan d'Épargne Logement et les mesures de facilitation prévues par l'Etat (Loi de Finances donnant les avantages du 1^{er} logement).

Confortée par sa bonne performance sur la collecte, la **STB** a enregistré une croissance vigoureuse de ses crédits pour la deuxième année d'affilée (+16,7% à 7,1 milliards de dinars). Ce rythme de croissance lui a permis de se maintenir à la 4^{ème} place dans le palmarès des crédits (avec une part de marché de 10,2%) mais au prix d'un

* Au premier trimestre 2019, la BH est parvenue à détrôner la BNA au deuxième rang du palmarès des crédits.

Chiffres en MDt	Encours des crédits au 31/12/2018	Variation par rapport à 2017	Part de marché
BIAT	10 677	+13,7%	16,3%
BNA	9 259	+5,8%	14,2%
BH	9 119	+18,4%	13,9%
STB	7 133	+16,7%	10,9%
Amen Bank	5 929	-2,4%	9,1%
Attijari Bank	5 440	+4,5%	8,3%
UIB	5 334	+8,0%	8,2%
BT	4 465	+7,4%	6,8%
ATB	4 155	+1,7%	6,4%
UBCI	2 754	+0,0%	4,2%
BTE	733	+1,6%	1,1%
WIB	402	+59,6%	0,6%
Total	65 402	8,7%	

Sources: Etats financiers du secteur coté.

« L'ascension commerciale de la BH s'est accompagnée d'une meilleure diversification sectorielle »

Ratio de transformation global	31/12/2017	31/12/2018	Var 2018-2017
WIB	139%	121%	▼
BH	109%	115%	▲
BNA	107%	110%	▲
STB	98%	107%	▲
BT	110%	107%	▼
UIB	108%	105%	▼
BTE	110%	100%	▼
Amen Bank	99%	93%	▼
UBCI	100%	93%	▼
BIAT	87%	91%	▲
ATB	83%	85%	▲
Attijari Bank	84%	78%	▼
Secteur bancaire coté	98%	99%	▲
Dont Secteur public	105%	111%	▲
Dont Secteur privé	94%	92%	▼

Sources: Etats financiers du secteur coté.

ratio de transformation plus élevé (une augmentation de 10 points de taux à 107%). La banque commence à récolter les fruits de son plan de relance commerciale (une ouverture de 20 agences depuis 2015). Elle jouit d'un positionnement fort sur les dépôts d'épargne (une proportion de 44% dans les dépôts totaux, soit la part la plus élevée à l'échelle du secteur) qui permet d'autofinancer les octrois de crédits. Cependant, le lourd héritage des créances classées (une enveloppe de 2,2 milliards de dinars) et la reprise encore fragile du secteur du tourisme qui concentre 40% du portefeuille de créances classées constitue un frein pour une croissance soutenue sur le moyen terme.

La banque n°1 du secteur, la **BIAT** a maintenu le cap sur la croissance (hausse des engagements de 13,7% à 9,4 milliards de milliards de dinars). La bonne orientation des crédits a peu altéré la liquidité de la banque. Avec un ratio de transformation global de 91%, la **BIAT** dispose d'une bonne marge de manœuvre pour continuer sa quête des parts de marché. La banque a maintenu au fil des années une diversification saine de son portefeuille de crédits. L'encours des engagements affiche, aujourd'hui, une physionomie assez intéressante: une faible présence sur le secteur touristique (une proportion de 4%) et une bonne exposition au segment des particuliers (28% du total des crédits). Le financement des particuliers demeure, en effet, un axe prioritaire dans la stratégie « banque de détail » de la **BIAT**.

▪ Face au tarissement des liquidités, les *challengers* du milieu du tableau **UIB** et **BT** ont préféré réduire leur voilure. La croissance des engagements ressort ainsi modérée sur l'année (+8% à 5,3 milliards de dinars pour l'**UIB** et +7,4% à 4,5 milliards de dinars pour la **BT**). Alors que la **BT** a dévoilé uniquement les projections de 2019 (une croissance de 7% à 4,8 milliards de dinars), l'**UIB** a publié un nouveau business plan durant la dernière communication financière (du mois d'avril dernier), tablant sur une hausse moyenne des engagements de 10% sur la période 2019-2022 pour atteindre 7,8 milliards de dinars d'ici 2022.

▪ Le relâchement de la croissance est également perceptible au niveau de la **BNA** (une hausse de 5,8% à 9,3 milliards de dinars, contre une envolée de 19% en 2017). Malgré la réduction de la cadence, le ratio de transformation global apparent a augmenté de 2 points de taux à 110%. Notons que selon le document de référence « BNA 2019 » publié en avril dernier, le ratio de transformation réglementaire à fin 2018 devrait se situer à 144%, soit un dépassement de 24 points de taux par rapport au maximum autorisé. Si la **BNA** continue à jouer le rôle de relais des fonds publics orientés vers le financement de l'agriculture (des ressources budgétaires de 229MDt parmi les plus élevés du secteur bancaire), elle affiche aujourd'hui une meilleure diversification sectorielle: une réduction de l'exposition aux secteurs de l'agriculture (4%), du BTP (6%), de la promotion immobilière (8%) et du tourisme (2%). Parallèlement, la banque publique a renforcé sa présence dans le segment des crédits à la consommation, segment à faible risque et qui concentre, aujourd'hui, 17% de

l'encours de crédits de la banque contre 1% quatre ans plus tôt. L'injection de fonds propres actuellement en cours (une levée de 171MDt), permettrait de renflouer la trésorerie de la **BNA** et de revigorer sa croissance. La politique de crédits annoncée sur la période 2019-2022 sera axée sur l'élargissement de la base des clients pour une meilleure diversification sectorielle et une croissance plus soutenue. Le BP dévoilé en marge de l'opération de recapitalisation table sur une croissance moyenne des crédits de 6% sur la période prévisionnelle.

▪ A un rythme moins soutenu que la collecte, **Attijari Bank** a affiché une croissance modérée de son encours de crédits. Les engagements de la banque ont crû de 4,5% à 5,4 milliards de dinars. Cette évolution a permis d'améliorer la liquidité de la banque et de lui ménager le recours au refinancement. En témoigne le niveau du ratio de transformation global qui a régressé de 6 points de taux à 78%, soit le niveau le plus faible du secteur coté.

« La récente injection de fonds propres permettrait de renflouer la trésorerie de la BNA et de soutenir la croissance des crédits »

▪ La reprise de l'année dernière au niveau des crédits n'a pas duré longtemps pour **Amen Bank**. L'encours des engagements s'est plié de 2,4% à 6 milliards de dinars. Notons que la banque affiche à fin 2018 un dépassement de 10% au niveau de son ratio de transformation réglementaire (un ratio de 130%). L'exposition de la banque aux secteurs du tourisme et de la promotion immobilière a été réduite sur l'année mais elle demeure relativement élevée (7,8% pour le tourisme en 2018 contre 8,5% en 2017 et 12% pour le secteur de la promotion immobilière

contre 13,8% en 2017).

3) Le Produit Net Bancaire

▪ 2018 a été bonne pour le secteur bancaire sur le front du PNB. Les banques ont réalisé un chiffre d'affaires de 4,4 milliards de dinars, réitérant ainsi leur performance de 2017 (une croissance de 18%).

▪ Les revenus du secteur ont profité d'une activité bien orientée pour quasiment toutes les banques de la cote.

▪ A y regarder de plus près, les banques ont profité de la convergence de plusieurs facteurs favorables:

- Les effets bénéfiques de la hausse des taux sur la marge d'intérêt; principal catalyseur de croissance pour les banques en 2018,

- Une tarification dynamique qui assure une récurrence au niveau des commissions,

- Une résistance au niveau des revenus du portefeuille malgré l'encadrement de l'activité des bons du Trésor et le changement de la politique de refinancement de la BCT.

▪ Les performances des banques publiques défient les appréhensions. Elles ont bien tiré leur épingle du jeu, plus que leurs pairs privés (une croissance de 22% à 1,5 milliard de dinars pour le secteur public contre une augmentation de 16% pour les banques privées à 2,8 milliards de dinars). La **BNA**, la **STB** et la **BH** ont profité de leur exposition favorable à la marge d'intérêt et ont été plus agressives sur les commissions, sur l'activité du portefeuille et sur les opérations de change.

i) L'envolée de la marge d'intérêt

La marge d'intérêt a affiché une progression solide de 24% à 2,2 milliards de dinars, hissant ainsi sa contribution dans le PNB de 2 points de taux à 51%.

Le relâchement de la production des crédits a été neutralisé par l'effet prix nettement favorable de la hausse des taux. En effet, le relèvement du taux directeur par la BCT à deux reprises (de 75pb en mars et de 100pb en juin 2018) a stimulé la montée du TMM (+201pb entre décembre 2017 et décembre 2018). L'impact a été immédiat sur la marge d'intérêt, épine dorsale des revenus du secteur (51% en moyenne du PNB sectoriel).

La bonne tenue de la marge d'intérêt ne devrait pas occulter le resserrement des *Spreads* à l'échelle du secteur. En effet, les intérêts encourus ont augmenté à une vitesse supérieure aux produits d'intérêt (une hausse respective de 45% et de 36%). Nous estimons le spread moyen du secteur à 3,74% en 2018 contre 3,35% au terme de 2017.

Le secteur public bien plus exposé à l'activité du crédit classique (une proportion de 54% dans le PNB pour les banques publiques contre 50% pour le secteur privé) a plus capté les effets de la hausse des taux. Sa marge d'intérêt s'est bonifiée de 26% à 0,8 milliard de dinars contre un accroissement de 24% à 1,4 milliard de dinars pour le secteur privé.

ii) Une tarification dynamique

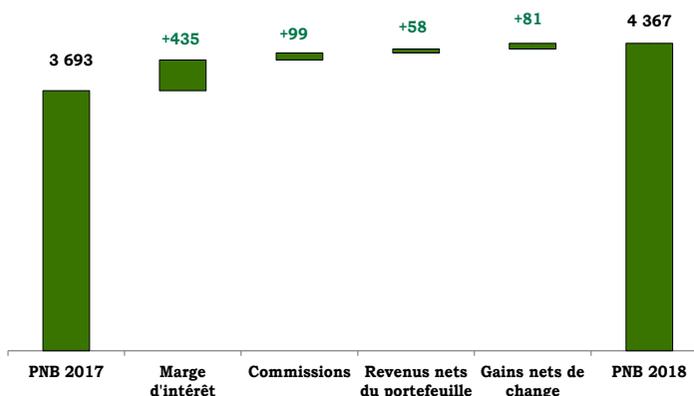
Les commissions ont maintenu leur trend de croissance historique (+12% en glissement annuel au 31 décembre 2018 contre +13% en moyenne

Répartition du PNB du secteur coté (2018)



Sources: Etats financiers du secteur coté.

Décomposition de la hausse du PNB du secteur (2018)



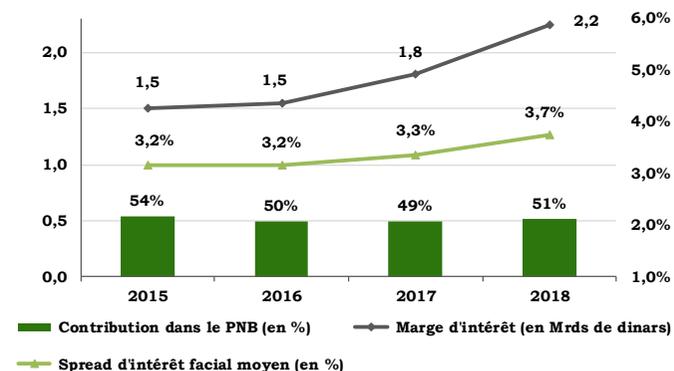
Sources: Etats financiers du secteur coté.

sur la période 2014-2017). Ces dernières ont profité de la croissance des crédits et d'un relèvement des tarifs. La contribution de cette source récurrente de revenus a quasiment stagné à 22% sur l'année.

Pour déjouer l'inflation, les banques n'ont pas lésiné sur les efforts pour relever leurs tarifs, sur les dernières années. En témoigne l'évolution de l'Indice des Prix des Services Bancaires qui fait état d'une accélération de la croissance des

commissions facturées par les banques sur les quatre dernières années 2014 - 2017 (+17% en moyenne, contre une hausse moyenne de 4% sur la période 2011 - 2014).

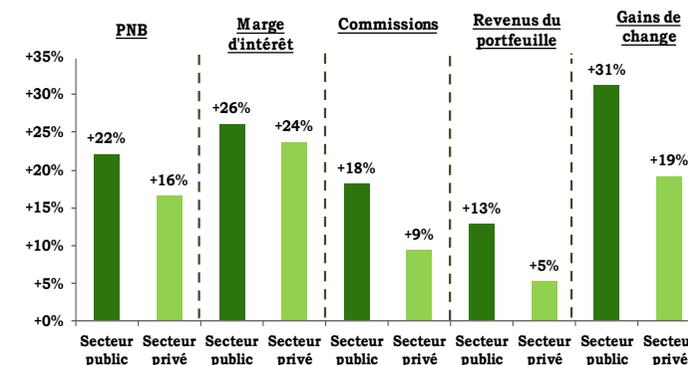
Evolution des indicateurs de la marge d'intérêt



Sources: Etats financiers du secteur coté.

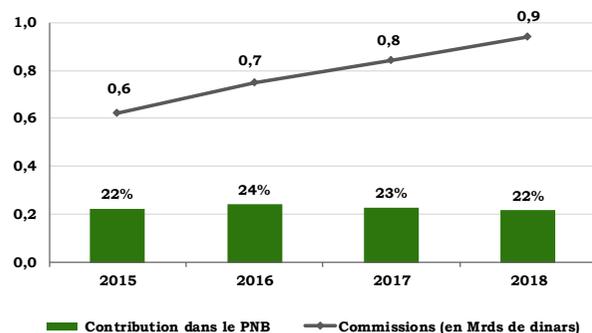
« Les banques publiques confirment le décollage de leur activité avec une croissance des revenus supérieure à leur consœurs privées »

Performances comparées du secteur public Vs secteur privé



Sources: Etats financiers du secteur coté.

Evolution des commissions



Sources: Etats financiers du secteur coté.

iii) Une résistance au niveau des revenus de placement

Les produits de placement ont enregistré une croissance de 9% à 0,7 milliard de dinars, maintenant ainsi leur contribution dans le PNB aux alentours de 17%.

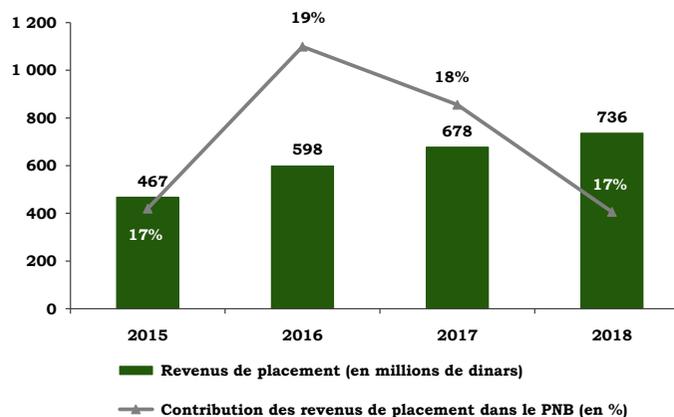
Le rythme d'évolution des produits de placement est nettement inférieur à celui constaté sur les dernières années (une croissance moyenne de 20% sur la période 2015 - 2017). Ce ralentissement est dû aux reclassements des bons d'Etat du portefeuille commercial en portefeuille d'investissement, et ce pour déjouer les effets du passage à la comptabilisation selon le modèle « Mark To Market » (valorisation des BTA selon la nouvelle courbe des taux établie en 2017 et passage de provisions en cas de constatation de moins values latentes). Ces opérations limitent les revenus de placement aux produits d'intérêt et retreignent les gains du « Trading ».

Malgré le changement de stance de la politique de refinancement de la BCT opéré depuis septembre 2018 (avec la modification des

contreparties du refinancement), les bons du Trésor ont conservé leur fonction de relais de rentabilité et de matelas de refinancement pour les banques tunisiennes. Le stock global des bons d'Etat a quasiment stagné à 9 milliards de dinars, soit une part de 10% dans le total actif du secteur coté.

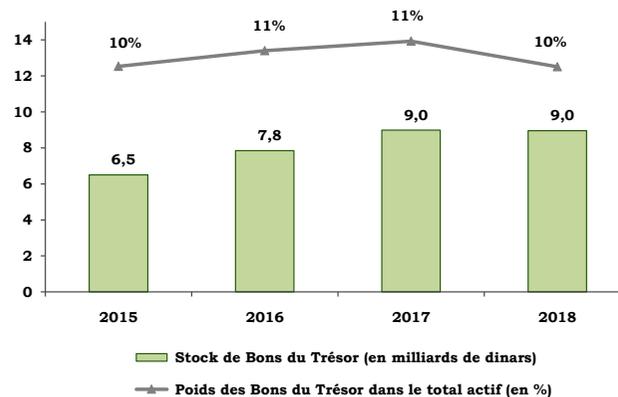
« Le Bons du Trésor continuent à être un placement de choix pour les banques »

Evolution des revenus du portefeuille



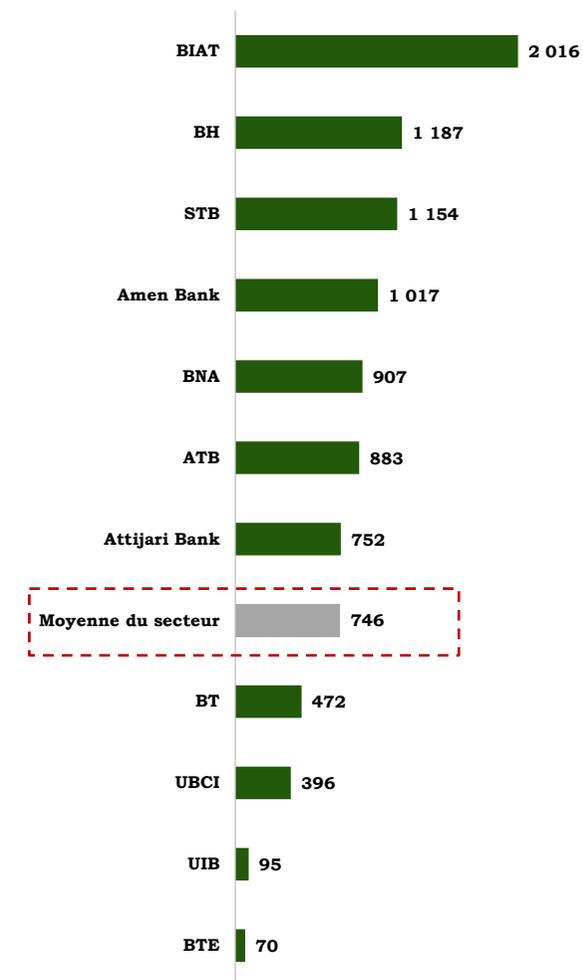
Sources: Etats financiers du secteur coté et estimations de Tunisie Valeurs.

Evolution de l'encours de bons du Trésor



Sources: Etats financiers du secteur coté et estimations de Tunisie Valeurs.

Stock de bons de Trésor par banque en 2018* en MDT



* Ne tenant pas compte de Wifack International Bank en raison de l'absence de Sukuk souverains.

Sources: Etats financiers du secteur coté et estimations de Tunisie Valeurs.

▪ Les banques publiques ont été plus actives sur les bons du Trésor (une croissance de l'encours de 2,8% à 3,2 milliards de dinars contre un recul de 3,3% à 5,6 milliards de dinars). Le secteur public détient, en effet, 36% de l'encours total de titres souverain de l'industrie bancaire.

▪ Notons qu'au terme de 2018, les titres souverains sont majoritairement logés dans le portefeuille d'investissement (à hauteur de 90%).

iv) Une activité de change toujours juteuse

▪ Profitant de la volatilité du taux de change du dinars, les opérations de change ont continué à alimenter la croissance du PNB du secteur.

▪ Les salles de marché et guichets de change manuel ont généré une croissance des gains nets de change de 22% à 448MDt. Ce rythme de croissance - quoiqu'en ralentissement par rapport aux trois dernières années (une hausse moyenne de 43% sur la période 2015 - 2017) - est salubre au regard de l'érosion des réserves en devises du pays et des restrictions à l'importation imposées de temps à autre par la BCT.

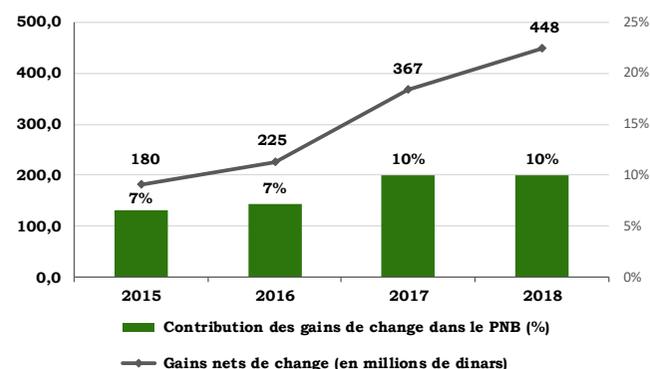
▪ 4^{ème} centre de profit pour les banques, l'activité de change est appelée à croître dans les prochaines années en raison de sa nature de plus en plus rémunératrice (fluctuations du taux de change du dinar) et faiblement consommatrice de coefficient d'exploitation.

« Les gains de change ont pris une place importante dans le PNB du secteur sur les dernières années en raison du contexte de change volatil »

Chiffres en MDt	Marge d'intérêt	Var 2018 - 2017	Commissions	Var 2018 - 2017	Revenus nets du portefeuille	Var 2018 - 2017	Gains nets de change	Var 2018 - 2017	PNB	Var 2018 - 2017	Part de marché
BIAT	462	+28,7%	183	+10,4%	108	+5,5%	82	+9,7%	835	+19,0%	19,1%
BNA	332	+27,0%	107	+27,4%	93	+19,2%	21	+4,0%	554	+24,6%	12,7%
STB	255	+33,8%	86	+11,5%	95	+10,8%	37	+28,0%	473	+23,7%	10,8%
BH	217	+17,0%	91	+14,6%	95	+8,8%	53	+49,1%	456	+17,6%	10,4%
Attijari Bank	201	+25,2%	106	+6,2%	59	+4,0%	70	+56,8%	436	+20,6%	10,0%
Amen Bank	135	+1,4%	90	+10,7%	103	+0,9%	47	+7,1%	375	+4,1%	8,6%
UIB	211	+32,1%	106	+15,2%	10	+1,0%	37	+25,0%	363	+25,0%	8,3%
BT	184	+26,4%	56	+5,9%	56	+40,3%	31	+4,1%	328	+22,0%	7,5%
ATB	94	+15,6%	53	+8,7%	76	+9,0%	23	+2,5%	246	+4,3%	5,6%
UBCI	119	+24,8%	44	-5,6%	29	+16,6%	36	+8,5%	228	+14,0%	5,2%
BTE	17	-13,6%	15	+7,6%	11	+66,1%	5	+38,2%	48	+9,2%	1,1%
WIB	13	-0,2%	5	+356,3%	1	+11,0%	6	-	25	+60,5%	0,6%
Secteur bancaire coté	2 241	+24,1%	942	+11,8%	736	+8,6%	448	+22,1%	4 367	+18,3%	

Sources: Etats financiers du secteur coté.

Evolution des gains nets de change

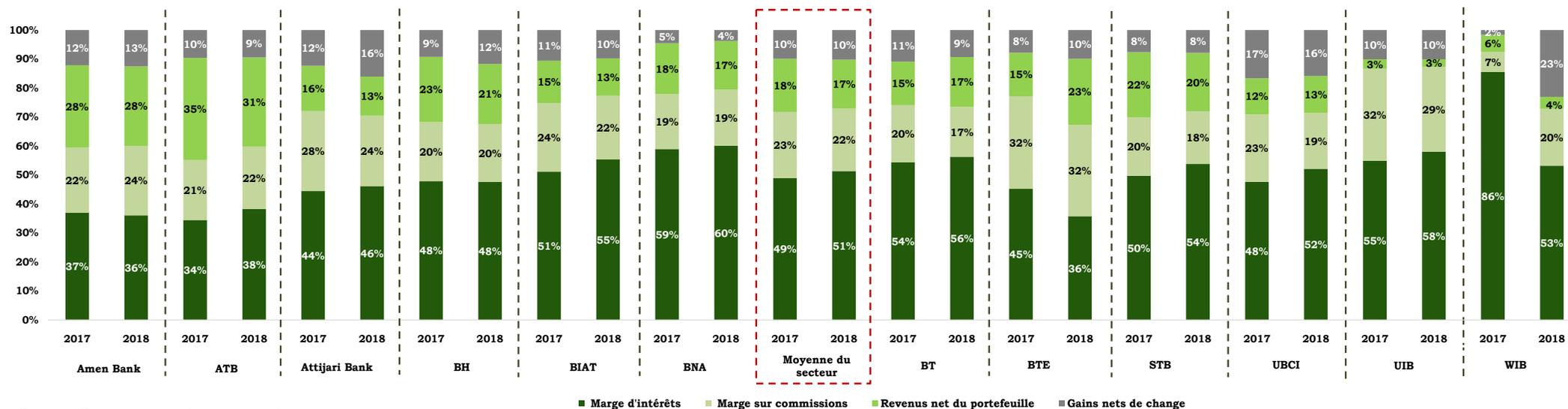


Sources: Etats financiers du secteur coté.

▪ **Wifack International Bank** a été le plus grand gagnant sur l'année. Les revenus de la banque ont renoué avec la croissance (+60% à 25MDt) après une année 2017 difficile en raison de la baisse voulue de l'activité (conversion des anciens contrats de leasing conventionnels en contrats

islamiques). Cette performance a été alimentée par les commissions et les revenus du portefeuille qui ont été respectivement multipliés par 5 fois et 6 fois à 5MDt et à 7MDt. La coïncidence de l'ancrage commercial de la banque avec le contexte actuel de resserrement des liquidités a induit un effritement du *spread* d'intérêt (-53 points de base selon nos estimations) et une stagnation de la marge d'intérêt à 13,4MDt. La baisse de la contribution de l'activité du crédit dans les revenus (revenant de 86% en 2017 à 53% en 2018) signale le début de remodelage du PNB en faveur des autres activités. Avec la poursuite de l'ascension commerciale et la diversification des activités, l'ex-leaseur ambitionne de réaliser une croissance moyenne de son PNB de 46% sur les quatre prochains exercices pour dépasser 100MDt en 2022.

Evolution de la structure du PNB



Sources: Etats financiers du secteur coté.

▪ **L'UIB** a enregistré une performance honorable. La filiale du Groupe **Société Générale** a réalisé un bond de son PNB de 25% à 363MDt, battant ainsi ses prévisions pour l'année (un dépassement de 13%). Cette performance est essentiellement redevable à la marge d'intérêt (+32% à 211MDt) et aux commissions (+15% à 106MDt). Soulignons que **L'UIB** jouit d'une des plus fortes expositions aux commissions et à la marge d'intérêt à l'échelle du secteur (29% du PNB contre 21% pour la concurrence cotée au niveau des commissions et 58% pour **L'UIB** contre 51% pour ses pairs au niveau de la marge d'intérêt). Autre fait à l'honneur pour **L'UIB** en 2018, c'est la progression remarquable des gains de change (+25% à 37MDt) qui représentent désormais 10% des revenus. L'activité soutenue de la banque sur les opérations de change lui a valu d'être primée à plusieurs reprises « meilleure banque de financement du commerce international en Tunisie » et « meilleur dépositaire

en Tunisie » par le magazine spécialisé **Global Finance**. Durant sa dernière réunion d'analystes (d'avril 2019), la banque a avancé ses projections de revenus sur la période 2019-2022: une hausse moyenne de 14%. Un rythme de croissance qui tient compte du resserrement des marges et du rééquilibrage de son modèle d'affaires vers les entreprises.

▪ Le bilan de 2018 a été satisfaisant pour la **BNA**. La banque étatique a affiché une accélération de sa croissance avec un PNB en hausse de 25% à 554MDt. Sans grande surprise, la **BNA** a tiré profit de la hausse des taux au niveau de sa marge d'intérêt. Cette dernière a progressé de 27% à 332MDt, hissant sa contribution à 60% du PNB ce qui représente l'exposition la plus élevée à l'activité du crédit classique à l'échelle du secteur. La réactivité de la banque est également perceptible au niveau de la marge sur commissions qui a bondi de 27% à 107MDt, profitant sans doute d'un relèvement des tarifs.

La bonne surprise venue du côté des revenus du portefeuille qui se sont hissés de 19% à 93MDt. Conformément à son plan de relance, la banque a continué sa politique active d'investissement dans les bons du Trésor. Le portefeuille global des titres d'Etat a crû de 11% à 0,9 milliard de dinars à fin 2018, soit 8% du total bilan de la banque. En confortant l'équilibre de sa structure financière et en élargissant son offre de produits, la banque espère optimiser sa marge d'intérêt et augmenter la part des commissions dans le PNB (27% d'ici 2022 contre 19% en 2018) dans les prochaines années. Les dernières prévisions dévoilées par le management visent une croissance annuelle moyenne du PNB de 8% sur la période 2019-2022 pour dépasser 700MDt à partir de 2021.

« L'exposition de la BNA à la marge d'intérêt est la plus élevée à l'échelle du secteur. Cette caractéristique lui a permis de capter la hausse des taux sur les dernières années

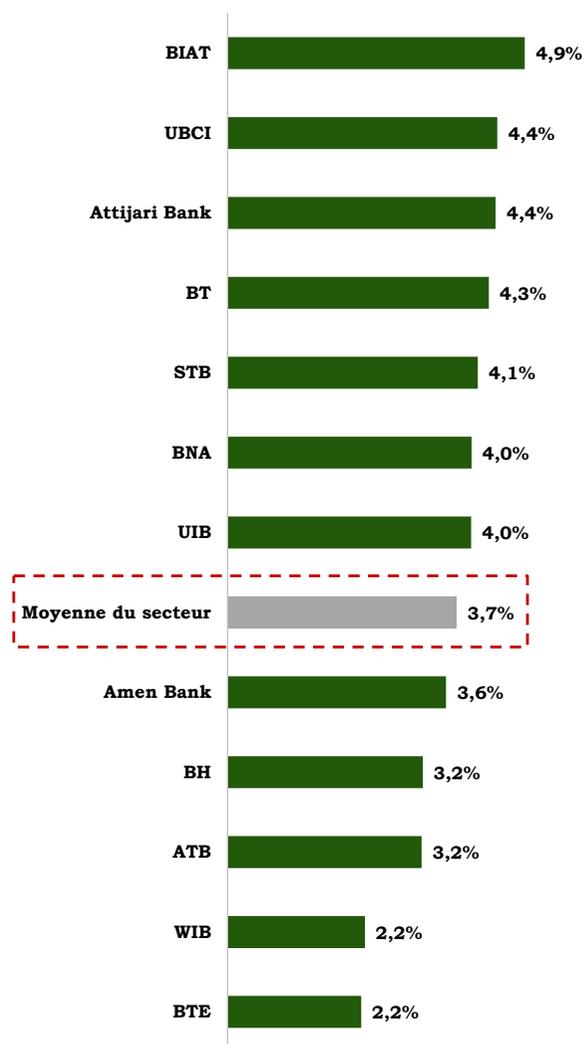
La **STB** a atteint un nouveau cap de revenus en 2018. Avec une augmentation de 24% à 473MDt, la banque publique a intégré le Top 3 du PNB du secteur, détrônant ainsi la **BH**. Cette évolution est attribuable à la progression prononcée de la marge d'intérêt (+34% à 255MDt), la plus rapide du secteur et à l'amélioration des autres revenus qui ont notamment profité d'une enveloppe généreuse de gains de change (+28% à 37MDt). A noter que la composition actuelle du portefeuille de titres souverains (28% sont logés dans le portefeuille commercial) dénote de la volonté de la banque à poursuivre sa cession des bons du Trésor dans les prochaines années afin de doper son PNB.

Beau parcours pour la **BT** qui a vu ses revenus croître de 22% à 328MDt. Outre sa bonne exposition au crédit (une hausse de la marge d'intérêt de 26% à 184MDt, soit 56% du PNB) et sa résistance au niveau des commissions (des commissions en hausse de 6% à 56MDt), la banque a affiché une progression notable des produits de placement (+40% à 56MDt). Les revenus du portefeuille deviennent ainsi la deuxième source de revenus pour la banque avec une contribution de 17%, devançant de peu les commissions. Notons que le management de la banque table sur une croissance du PNB de 15% sur l'année pleine 2019.

2018 a été un bon cru pour **Attijari Bank**. La filiale du **Groupe Attijariwafa Bank** a réalisé une croissance du PNB de 21% à 436MDt. Cette performance a été essentiellement boostée par la marge d'intérêt (une augmentation de 25%), qui a dépassé la barre de 200MDt. La banque a affiché une baisse de son stock de Bons de Trésor (-11% à 752MDt), ce qui explique la hausse

modérée des produits de placement (+4% à 59MDt). Une évolution qui a été contrebalancée par la dynamique des gains nets de change (+57% à 70MDt). Notons qu'avec un spread d'intérêt confortable (un spread estimé à 4,4% contre une moyenne sectorielle de 3,7%) et une structure du PNB des plus favorables à la hausse des taux (46% des revenus proviennent de la marge

Spread d'intérêt apparent moyen par banque (2018)



Sources: Etats financiers du secteur coté et estimations de Tunisie Valeurs.

d'intérêt), la banque est en bonne posture pour continuer à profiter du contexte actuellement haussier des taux.

« Grâce à un spread d'intérêt confortable et à une structure du PNB des plus favorables à la hausse des taux, Attijari est bien outillée pour continuer à profiter du contexte actuel de hausse des taux »

La **BIAT** continue à battre des records. Le leader du secteur a affiché une progression solide de son PNB de 19% à 835MDt. La banque a puisé sa croissance dans la marge d'intérêt (+29% à 462MDt) et dans une moindre mesure dans les commissions (+10% à 183MDt). Ce qui nous interpelle le plus dans l'analyse des revenus de la banque est le ralentissement important des « autres revenus » (+7% à 190MDt contre une envolée moyenne de 22% sur la période 2015-2017). La nouvelle politique de liquidité adoptée par la banque depuis 2017 (97% des bons d'Etat sont logés dans le portefeuille d'investissement) explique notamment cette tendance.

4) La productivité

Dans un environnement commercial et réglementaire contraignant, l'optimisation des charges d'exploitation constitue un facteur clé de performance.

Le coefficient d'exploitation agrégé du secteur s'est stabilisé à 47%. Tandis que le ratio commissions/masse salariale global s'est accru de 2,7 points de taux à 70,8%.

Les banques tunisiennes sont désormais tenues de verser une contribution annuelle de 0.3% de leurs dépôts dans le fonds de garantie des dépôts bancaires; une cotisation imputée au niveau des autres charges d'exploitation.

- Impactant pour la première fois les comptes de 2018, cette dotation biaise la comparabilité avec l'exercice précédent. D'une valeur globale de 157MDt, cette cotisation a coûté aux banques 3,6 points de taux, en moyenne au niveau de leur coefficient d'exploitation. En effet, n'eût été cette contribution, le coefficient d'exploitation agrégé du secteur aurait été de 43,4%, soit une baisse de 2 points de taux par rapport à 2017.

- La productivité du secteur a opposé la meilleure résistance au contexte social tendu, à l'inflation des coûts et à la surcharge du fonds de garantie des dépôts bancaire. Et pour cause: une croissance vigoureuse du PNB supérieure à celle des frais généraux, une modération de la politique expansionniste du réseau et une meilleure productivité des agences, une réduction couplée à une meilleure allocation des effectifs.

1) Une croissance des revenus supérieure à celle des frais généraux

- Les banques n'ont pas lésiné sur les efforts pour maîtriser les frais généraux. Retraitée de la cotisation au fonds de garantie des dépôts bancaires, la croissance des frais généraux ressort à 9%, soit un rythme bien inférieur à celui du PNB (+18%).

2) Un ralentissement de l'expansion du réseau et une meilleure productivité par agence

- Le réseau commercial s'est accru de 10 agences seulement en 2018, contre des ouvertures moyenne de 54 agences par an sur la période 2015-2017.

« Le secteur a opposé la meilleure résistance à l'environnement inflationniste, au contexte social tendu et à la surcharge du fonds de garantie des dépôts bancaires »

Facteurs expliquant la résistance au niveau de la productivité du secteur



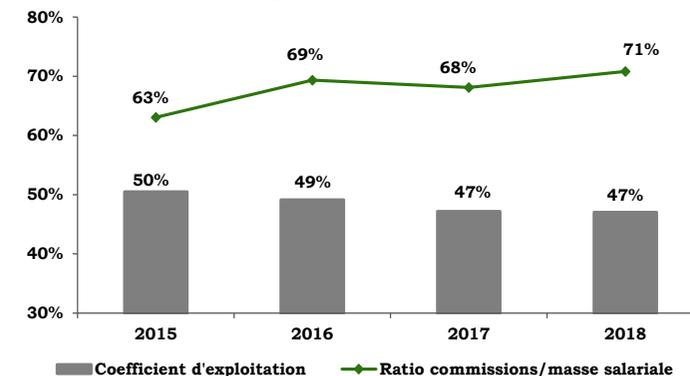
3) Une baisse couplée à une réallocation des effectifs

- L'effectif global du secteur* a poursuivi sa tendance baissière entamée en 2015, profitant de la mise en place de programmes de licenciement et de plans de départs à la retraite notamment au niveau du secteur public. Nous estimons cette baisse à 4%* entre 2015 et 2018. A fin 2018, l'effectif global du secteur s'est établi à 16 353* employés, dont 37% travaillent pour le compte du secteur public.

- Par ailleurs, l'effectif total par agence s'est réduit de 11% entre 2015 et 2018 à 10,2 employés témoignant d'une meilleure allocation des ressources humaines.

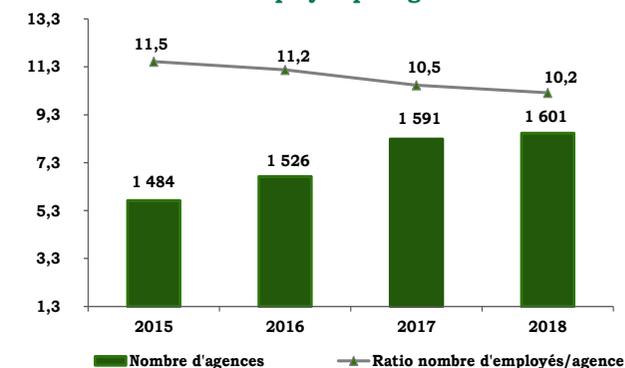
- Cette réallocation des effectifs a été bénéfique à la capacité de génération du PNB des agences.

Evolution de la productivité du secteur coté



Sources: Etats financiers du secteur coté et estimations de Tunisie Valeurs.

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



Sources: Etats financiers du secteur coté et estimations de Tunisie Valeurs.

En effet, le PNB par agence s'est amélioré de 46% sur le même intervalle pour s'établir à 2,7MDt.

- En 2018, le secteur public se compare favorablement par rapport au secteur privé au niveau du coefficient d'exploitation et du ratio PNB par agence mais le secteur privé continue à le devancer au niveau du taux de couverture des salaires par les commissions et du ratio du nombre d'employés par agence (voir tableau productivité du secteur public Vs secteur privé dans la page suivante).

* Ne tenant pas compte de BTE dont l'effectif au 31/12/2018 n'est pas communiqué

▪ Toutes les banques de la cote ont enregistré une amélioration de leur coefficient d'exploitation hormis l'**ATB** (+9,6 points de taux) **Amen Bank** (+5,4 points de pourcentage) et l'**UBCI** (+0,5% point de pourcentage). La croissance des revenus de ces dernières a été insuffisante pour éponger la progression de leurs frais généraux.

▪ **BT** (un coefficient d'exploitation de 32%), **Amen Bank** (un coefficient d'exploitation de 39%) et **BH** (un coefficient d'exploitation de 41%) restent à la pointe du secteur en terme de productivité. Les trois banques continuent à faire preuve de rigueur, malgré une politique de rémunération très attractive pour la **BT** (adoption d'une politique d'intéressement des salariés), une croissance au ralenti pour l'**Amen Bank** (une augmentation du PNB de 4% à 375MDt en 2018) et les coûts de la relance commerciale et de l'expansion du réseau sur les dernières années

Productivité du secteur public Vs secteur privé en 2018

	Secteur public	Secteur privé
Coefficient d'exploitation	45,5%	47,3%
Salaires/commissions	61,1%	76,4%
PNB/agence (en MDt)	3,2	2,6
Nombre d'employés/agence	12,9	9,3

Sources: Etats financiers du secteur coté et estimations de Tunisie Valeurs.

pour la **BH** (ouverture de 23 agences depuis 2015). Sur le moyen terme, cette dernière devrait continuer à améliorer sa productivité grâce à l'implémentation du nouveau ERP global bancaire sur une période de 3 ans jusqu'à 2021 et à la refonte du système d'information.

▪ Les majors privées du secteur, la **BIAT** (un coefficient d'exploitation de 46%), l'**UIB** (un coefficient d'exploitation de 47%) et **Attijari Bank**

(un coefficient d'exploitation de 47%) affichent une bonne capacité à poursuivre leur dynamisme commercial sans pénaliser leur productivité. Les efforts de restructuration engagés depuis 2015 ont permis à ces banques de digérer le dérapage des charges d'exploitation après la Révolution (une croissance moyenne des frais généraux de 10% sur la période 2011-2018 pour chacune des banques). A noter que grâce à leur forte capacité génératrice de commissions, ces trois banques affichent des ratios de couverture de la masse salariale par les commissions appréciables, supérieurs à 80%.

▪ Les deux banques publiques **STB** (un coefficient d'exploitation de 46%) et **BNA** (un coefficient d'exploitation de 48%) affichent également des performances en amélioration. Les programmes de restructuration des ressources humaines engagés, dans le cadre de leur plan de transformation leur ont valu de rompre progressivement avec leur image de banques contreproductives. A l'instar de la **BH**, nous nous attendons à une poursuite du redressement de la productivité des deux banques sur le moyen terme avec l'implémentation des nouveaux ERP et la digitalisation des *process*. Signalons que le coût de l'ERP de la **BNA** est estimé à 50MDt et que sa mise en place sera finalisée en 2022.

▪ A l'autre extrémité du spectre, nous retrouvons les banques les moins productives de la place, **Wifack International Bank**, **BTE**, **ATB** et **UBCI**. Alors que le coefficient d'exploitation élevé est une nouvelle donne pour **Wifack** du fait des investissements importants du démarrage, la sous-productivité est une carence de longue date pour la **BTE**, l'**ATB** et l'**UBCI**.

Indicateurs de productivité	Coefficient d'exploitation			Dotation au fonds de garantie des dépôts (2018)		Ratio commissions/masse salariale			Nombre d'agences (2018)	Effectif* (2018)
	2017	2018	Variation	En MDt	Impact sur le coefficient d'exploitation	2017	2018	Variation		
Amen Bank	33,9%	39,2%	▲	12,9	3,4%	88%	88%	≈	164	1 220
ATB	57,0%	66,6%	▲	13,3	5,4%	60%	57%	▼	132	1 399
Attijari Bank	47,5%	46,9%	▼	15,6	3,6%	83%	81%	▼	207	1 730
BH	42,8%	41,5%	▼	14,7	3,2%	64%	72%	▲	140	1 753
BIAT	47,4%	46,0%	▼	31,5	3,8%	76%	83%	▲	204	2 037
BNA	49,7%	48,0%	▼	23,1	4,2%	47%	55%	▲	183	2 404
BT	34,1%	31,7%	▼	8,5	2,6%	80%	82%	▲	126	1 052
BTE	73,2%	72,0%	▼	1,6	3,3%	63%	63%	▼	28	N.C
STB	49,9%	46,4%	▼	18,5	3,9%	54%	60%	▲	143	1 855
UBCI	62,7%	63,2%	▲	6,2	2,7%	55%	46%	▼	103	1 158
UIB	46,6%	46,5%	≈	10,9	3,0%	94%	91%	▼	144	1 445
WIB	110,4%	106,4%	▼	0,3	1,2%	11%	34%	▲	27	300
Secteur bancaire coté	47,1%	47,0%	≈	157,1	3,6%	68%	71%	▲	1 601	16 353
Secteur public	47,6%	45,5%	▼	56,3	3,8%	54,0%	61,1%	▲	466	6 012
Secteur privé	47,8%	47,3%	▼	99,2	3,5%	76,4%	76,4%	▲	1 107	10 341

*Ne tenant pas compte de la BTE dont l'effectif au 31/12/2018 n'est pas communiqué.

Sources: Etats financiers du secteur coté et estimations de Tunisie Valeurs.

- La productivité sera un chantier prioritaire pour le nouveau management de l'**ATB** et les futurs repreneurs de l'**UBCI** et la **BTE**. Soulignons enfin que l'**UBCI** et l'**ATB** accusent le ratio Effectif/agence le plus élevé au niveau du secteur privé (11,2 pour l'**UBCI** et 10,6 pour l'**ATB** contre une moyenne de 9,3 pour le secteur privé).

5) La qualité du portefeuille

- L'assainissement majeur opéré en 2013 et la politique de risque plus prudente dictée par la Banque Centrale ont porté leurs fruits au niveau de la qualité d'actifs du secteur.

- Malgré un climat des affaires morne et la hausse des risques d'impayés générée par la montée des taux, les banques ont réussi à contenir la hausse de leur stock de créances classées à 4% (à 10 milliards de dinars). La politique de croissance plus sélective et orientée vers les particuliers a dilué le taux de créances classées du secteur, le ramenant en deçà de 12% selon nos estimations (une baisse de 0,7 point de taux par rapport à 2017).

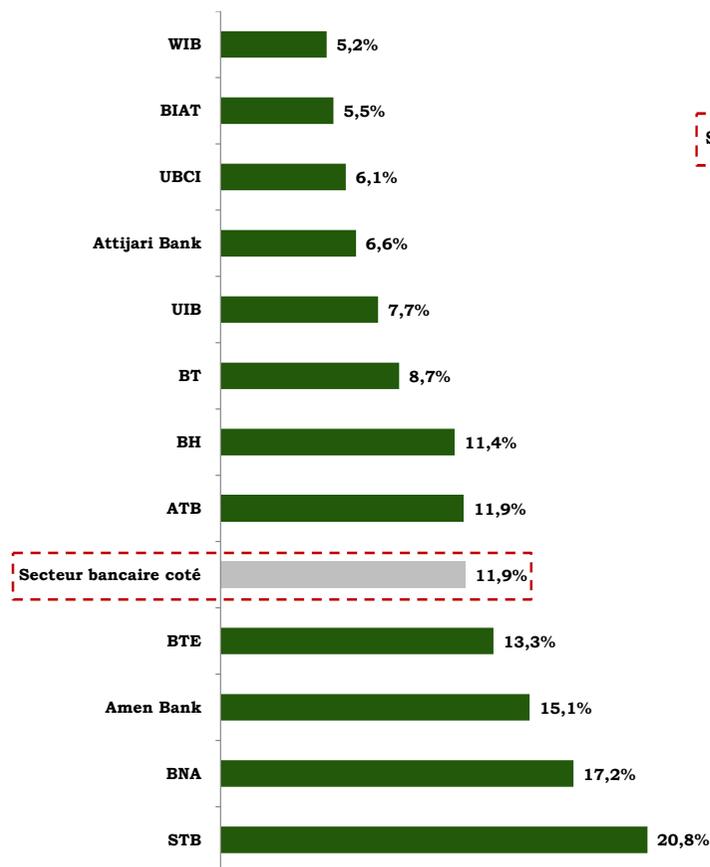
- Si les banques ont affiché une résistance au niveau de leur taux de créances classées, le constat est moins brillant au niveau du taux de couverture. En dépit de la constatation d'une enveloppe de provisions sur les créances de 726MDt sur l'année, soit 17% du PNB et une progression de 25% par rapport à 2017, le taux de couverture agrégé du secteur a reculé de 0,3 point de taux à 68,3%.

- L'évolution de la qualité du portefeuille à l'échelle sectorielle masque d'énormes disparités entre les banques.

- Attijari Bank** et l'**UBCI** restent les références du secteur en matière de qualité du portefeuille avec des taux de créances classées inférieurs à 7% et des taux de couverture au dessus de 80% (voir graphiques ci-après). Elles confirment leur capacité à concilier l'objectif de croissance et de qualité des actifs.

- Les autres majors du secteur privé comme la **BIAT** et la **BT** ont beau maintenir des taux de créances classées inférieurs à 10% (8,7% pour la **BT** et 5,5% pour la **BIAT**) mais ont subi une dégradation de leur taux de couverture en raison

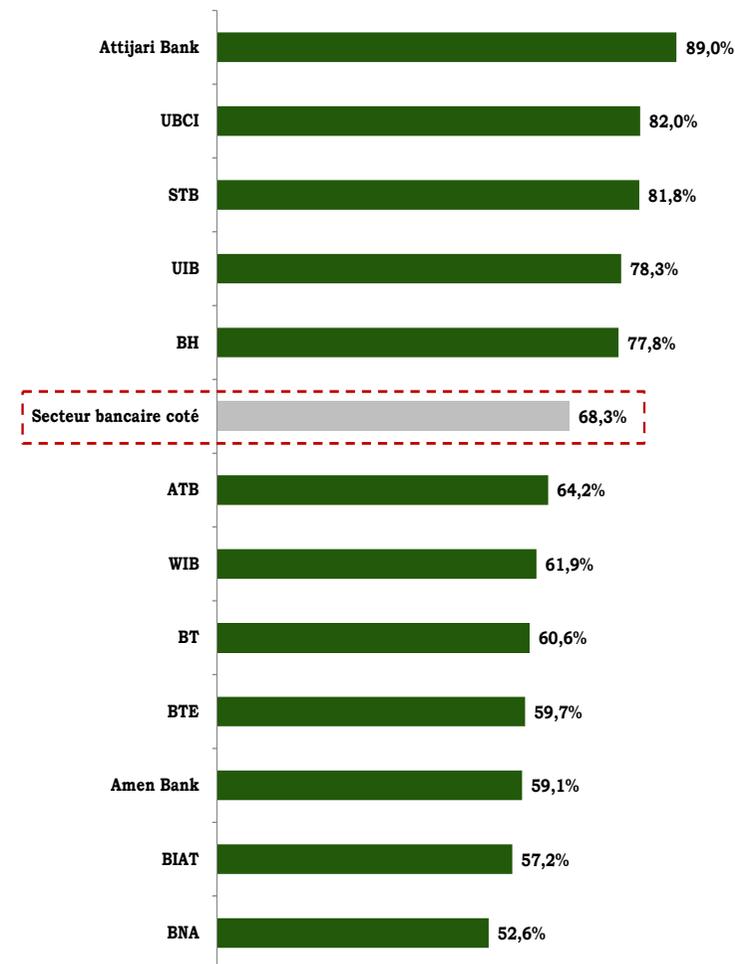
Taux de créances classées par banque en 2018



Sources: Rapports d'activité des banques.

de la classification de deux sociétés d'importance systémique sur le marché, il s'agit de **Carthage Cement** et de **Zitouna Télécom** (un taux de couverture de 57% pour la **BIAT** et de 61% pour la **BT**).

Taux de couverture par banque en 2018



Sources: Rapports d'activité des banques.

« Le secteur s'est bien défendu au niveau de la qualité du portefeuille grâce à une politique de crédits plus sélective qui a bien tiré les leçons du passé »

- La bonne discipline en matière de sélection des risque de l'**UIB** et son positionnement sur le secteur des particuliers lui a permis de jouir d'une qualité des actifs appréciable (un taux de créances classées de 7,7% couvertes à hauteur de 78,3%).

- Les banques publiques continuent à tirer profit des efforts de nettoyage du bilan et de la nouvelle politique de crédits plus prudente qui a été instaurée conformément à leur plans de transformation. Cette amélioration de la qualité du portefeuille s'est manifestée à travers une baisse du taux de créances classées de 2,2 points de taux à 16,3% en moyenne pour les banques publiques et à une augmentation du taux de couverture de 0,4 points de pourcentage à 70,1%. Le portefeuille de crédits des banques publiques est désormais mieux provisionné que leurs pairs privés (voir tableau ci-contre).

- Sans grande surprise, la **BH** continue à se démarquer de ses consœurs publiques au niveau de la qualité du portefeuille. Avec un taux de créances classées de 11,4% couvertes à hauteur de 77,8%, la banque confirme son rapprochement des *Blue chips* du secteur privé. Grâce à la reprise relative du tourisme et la nouvelle politique de crédits, la **STB** et la **BNA** devraient progressivement tourner la page des mauvaises créances du passé. Notons que le dernier document de référence publié par la **BNA** prévoit un taux de créances classées de 11,7% et un taux de couverture de 62,5% à l'horizon 2022.

- Les efforts de la STB, de la BNA et de la BH seront soutenus par le démarrage tant attendu du traitement transactionnel des créances classées.** Cette pratique qui était réservée aux

Qualité d'actifs du secteur public Vs secteur privé en 2018

	Secteur public	Secteur privé
Taux de créances classées moyens	16,3%	8,7%
Taux de couverture moyens	70,1%	66,2%

Sources: Etats financiers du secteur coté et estimations de Tunisie Valeurs

banques privées est devenue possible grâce à la loi sur la consolidation des structures financières des banques publiques votée en mai 2018. Elle permettrait aux trois banques d'éviter la lenteur et la complexité des procédures judiciaires et leur ouvre la voie du règlement à l'amiable. Les banques publiques peuvent ainsi apurer plus efficacement leur stock de créances classées (un encours de 5,7 milliards de dinars soit 56% du stock de créances classées du secteur) et opérer des reprises sur provisions. Les retombées de cette loi devraient être perceptibles dans les comptes de ces banques à moyen terme.

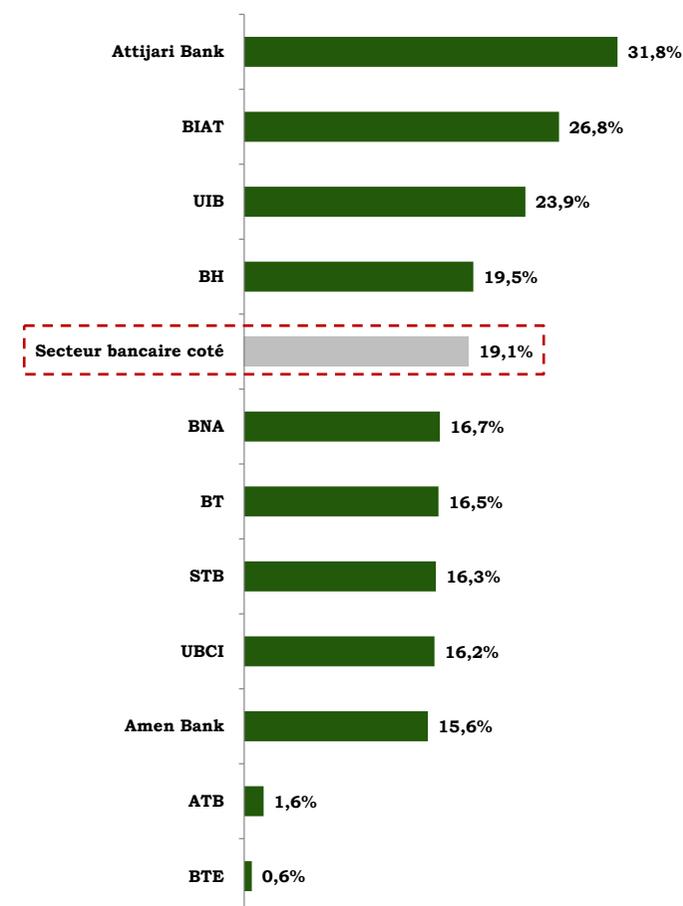
- Amen Bank** et l'**ATB** restent à la traîne du secteur. Elles ont subi une dégradation de leur qualité du portefeuille ces dernières années en raison d'une exposition élevée au tourisme et au secteur de la promotion immobilière pour **Amen Bank** et d'une faible croissance du portefeuille de crédits pour l'**ATB**; une croissance insuffisante (+7% au niveau des engagements bruts en 2018) pour diluer la hausse du stock de créances classées (+16% à 0,6 milliard de dinars en 2018).

6) La rentabilité

- Le secteur bancaire a affiché une amélioration soutenue de la rentabilité profitant de résultats dans le vert pour quasiment toutes les banques de la cote (hormis **Wifack International Bank**).

- Grâce au contexte haussier des taux, à la résistance au niveau de la productivité et de la qualité du portefeuille, le secteur bancaire a atteint un nouveau cap de rentabilité. La masse bénéficiaire du secteur a enregistré une croissance 13%, dépassant 1,2 milliard de dinars*. Au niveau consolidé, les bénéfices nets part du groupe agrégés ont affiché une reprise de 20% à 1,2 milliards de dinars*.

Rentabilité financière (ROE) par banque** en 2018



* Retraité des éléments exceptionnels comme les plus ou moins sur cession d'éléments d'actifs et la contribution fiscale exceptionnelle.

** Hormis Wifack International Bank dont le ROE est négatif.

Sources: Etats financiers du secteur coté.

Cette reprise a permis de maintenir la rentabilité financière (ROE) du secteur à 18,2%, un niveau appréciable eu égard à la taille des fonds propres des banques.

Conformément aux attentes, **Attijari Bank**, la **BIAT** et l'**UIB**, les trois banques privées les plus réactives de la place forment le trio gagnant du secteur en 2018 en terme de rentabilité financière. Ces banques ont toujours tiré partie d'une stratégie gagnante: une collecte « bon marché », une sélectivité accrue en matière de crédits, une culture du risque bien ancrée et des filiales performantes avec des synergies entre les métiers. Quatre facteurs qui leur ont valu d'afficher une croissance appréciable en terme de résultat net part du groupe: +13% à 159MDt* pour **Attijari Bank**, +23% à 271MDt* pour la **BIAT** et +24% à 115MDt* pour l'**UIB**. Force est de constater que la croissance bénéficiaire au niveau de la **BIAT** s'est faite au prix d'efforts de couverture moindres que l'année passée. Si on considère le même taux de couverture que 2017 (64% au lieu de 57%), les bénéfices nets* auraient été de 216MDt (une baisse de 4% par rapport à 2017), selon nos estimations.

La **BH** continue la trajectoire ascendante de ses résultats avec une hausse record de ses bénéfices: +31% à 153MDt*. La banque publique affiche, ainsi, un dépassement de 19% par rapport au business plan du dernier document de référence (« BH 2018 » de décembre 2018). Le ROE enregistré par la banque en 2018 (19,5%) surperforme, également aussi bien la moyenne du secteur public (un ROE moyen de 16,5%) que celle du secteur privé (un ROE moyen de 19,1%).

* Retraité des éléments exceptionnels comme les plus ou moins values sur cession des éléments d'actifs et la contribution conjoncturelle au budget de l'Etat

Chiffres en MDt	Résultat individuel*			Résultat net part du groupe*		
	2017	2018	Variation	2017	2018	Variation
Amen Bank	113,9	127,3	+11,8%	112,0	132,3	+18,2%
ATB	30,0	6,6	-78,2%	31,9	8,9	-72,0%
Attijari Bank	136,5	151,1	+10,7%	140,4	158,6	+12,9%
BH	122,9	144,5	+17,6%	117,1	153,2	+30,8%
BIAT	224,0	264,5	+18,1%	219,6	270,8	+23,3%
BNA	107,2	153,4	+43,1%	103,7	143,9	+38,9%
BT	138,6	115,0	-17,0%	137,1	120,2	-12,3%
BTE	1,0	1,0	+1,5%	1,1	0,9	-14,1%
STB	64,7	83,8	+29,5%	37,9	90,8	+139,7%
UBCI	43,5	49,7	+14,2%	42,8	53,2	+24,4%
UIB	96,2	117,6	+22,2%	92,8	115,1	+24,0%
WIB	- 2,3	- 3,4	-	- 1,7	- 2,3	-
Secteur bancaire coté	1 076,1	1 211,0	+12,5%	1 034,6	1 245,7	+20,4%
Secteur public	294,8	381,7	+29,5%	258,7	388,0	+50,0%
Secteur privé	780,3	828,3	+6,1%	774,9	856,8	+10,6%

Sources: Etats financiers du secteur coté.

La bonne surprise est venue du côté de la **BNA**, la **STB** et l'**UBCI** qui ont atteint un nouveau cap de rentabilité grâce à la solide progression de l'activité intrinsèque (pour la **STB** et l'**UBCI**) et aux cessions sur le portefeuille de participations (pour la **BNA**).

N'eût été les plus values réalisées sur le portefeuille **SFBT** (une enveloppe de 33MDt), le ROE de la **BNA** aurait été de 14,4%. Sur les quatre prochaines années, après une première année 2019 ponctuée par la poursuite de la cession des actifs stratégiques (une plus value escomptée de 17,4MDt en 2019) et par les corrections comptables des contreparties de la régularisation des dotations de l'Etat (un impact négatif de 81MDt suite à l'augmentation de capital de l'année en cours),

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

le management s'attend à une normalisation des bénéfices. Les résultats individuels se maintiendront dans un palier supérieur à 200MDt d'ici 2020 (un résultat net de 267MDt est attendu en 2022, soit une progression annuelle moyenne de 16% sur la période 2019 - 2022).

Après plusieurs années de vaches maigres, la **STB** a affiché un cru 2019 exceptionnel (un résultat net individuel en hausse de à 30% 84MDt*). Au niveau consolidé, la banque a profité de l'amélioration de la rentabilité des filiales et du retrait de Banque Franco-Tunisienne du périmètre de consolidation, et ce en raison de la nomination d'un délégué de résolution.

L'exercice se boucle avec un résultat net part du groupe de 91MDt* contre 38MDt en 2017. Avec un ROE de 16,3% la rentabilité des fonds propres de la banque s'aligne à la concurrence publique.

▪ Grâce à la croissance soutenue du PNB (+14% à 228MDt) et à la baisse de l'enveloppe des dotations aux amortissements (-45% à 5,7MDt), le résultat net de l'**UBCI** s'est apprécié de 14%* à 50MDt, soit un dépassement estimé de 55% par rapport aux projections du plan stratégique 2017-2020. Les performances consolidées ont été tout aussi satisfaisantes. Le résultat net part du groupe* s'est envolé de 24% à 53MDt; un niveau historiquement élevé pour la filiale du **Groupe BNP Paribas** qui lui vaut d'afficher une bonne rentabilité des fonds propres (16,2%).

▪ La **BT** et l'**ATB** ont connu des mauvaises surprises en 2018. Succombant à la hausse du coût du risque, leurs bénéfices ont respectivement reculé de 12%* à 120MDt et de 72%* à 8,9MDt. Par conséquent, leur ROE s'établissent à un niveau inférieur à la moyenne sectorielle pour la **BT** (16,5%) et très faible pour l'**ATB** (1,6%).

7) La solvabilité

▪ Le secteur bancaire a affiché une résistance globale au niveau de sa solvabilité malgré la prise en compte du risque du marché dans les ratios réglementaires** en 2018, l'absence d'augmentations de capital sur l'année et le faible nombre des levées de dettes mezzanine (quatre émissions pour 215MDt).

▪ Toutes les banques de la cote ont affiché un ratio de solvabilité global conforme à la limite réglementaire de 10%.

▪ En réalité, les banques tunisiennes ont capitalisé sur la croissance organique de leurs bénéfices pour auto-renforcer leur assise financière. Par ailleurs, la réduction de voilure au niveau des crédits a été avantageuse à la solvabilité du secteur dans la mesure où elle a permis de contenir l'évolution des actifs pondérés par le risque. En témoigne la stagnation générale du ratio du levier financier (fonds propres/actifs totaux y compris les actifs hors bilan), (voir tableau ci-après).

« En 2018, les banques tunisiennes ont affiché une résistance au niveau de leurs ratios de solvabilité malgré l'absence d'augmentations de capital »

Ratio de solvabilité global (Tier 2)	2017	2018	Variation
WIB	37,6%	29,5%	▼
BNA	12,4%	14,7%	▲
Amen Bank	14,2%	14,6%	▲
BT	14,2%	13,9%	▼
Attijari Bank	11,7%	12,2%	▲
UIB	11,1%	11,3%	▲
STB	11,5%	10,7%	▼
BH	10,9%	10,7%	▼
UBCI	10,3%	10,4%	▲
ATB	10,9%	10,2%	▼
BIAT	10,8%	10,2%	▼
BTE	12,3%	NC	-

Sources: Rapports d'activité des banques

Chiffres individuels en MDt	Fonds propres avant affectation			Lever financier (Fonds propres/ total des actifs y compris les actifs hors bilan)		
	2017	2018	Variation	2017	2018	Variation
Amen Bank	819,0	905,3	+10,5%	6,7%	7,1%	▲
ATB	585,2	546,5	-6,6%	8,4%	7,6%	▼
Attijari Bank	538,1	635,5	+18,1%	5,3%	5,8%	▲
BH	759,0	867,3	+14,3%	7,5%	7,1%	▼
BIAT	1 040,2	1 223,1	+17,6%	5,9%	5,9%	≈
BNA	976,0	1 152,1	+18,0%	7,0%	7,6%	▲
BT	800,8	839,3	+4,8%	11,1%	10,2%	▼
BTE	130,0	131,1	+0,8%	7,8%	7,3%	▼
STB	802,9	870,2	+8,4%	7,5%	6,9%	▼
UBCI	326,2	354,0	+8,5%	5,6%	5,5%	▼
UIB	441,0	530,5	+20,3%	6,7%	7,0%	▲
WIB	170,0	182,2	+7,2%	38,0%	25,0%	▼
Secteur bancaire coté	7 388,4	8 237,0	+11,5%	7,1%	7,1%	≈
Secteur public	2 537,9	2 889,6	+13,9%	7,3%	7,2%	▼
Secteur privé	4 720,5	5 216,4	+10,5%	7,0%	7,0%	≈

Sources: Etats financiers du secteur bancaire coté et estimations de Tunisie Valeurs

* Retraité des éléments exceptionnels comme les plus ou moins values sur cession des éléments d'actifs et la contribution conjoncturelle au budget de l'Etat.

** Prise en compte du risque de marché dans les exigences de fonds propres de base (ratio Tier 1) et complémentaires (ratio Tier 2) au sens de la circulaire de la BCT n°18-06 de juin 2018.

▪ Si on compare le ratio du levier du secteur par rapport à la norme de Bâle III (un minimum de 3%), on s'aperçoit que nos banques exploitent moins leurs fonds propres pour produire des crédits par rapport à leurs consœurs européennes.

▪ La capacité de résistance du secteur est également illustrée par l'évolution de l'enveloppe des dividendes distribués qui s'est bonifiée de 10% à 349MDt, en 2018.

▪ La **BNA** s'est offert la plus forte augmentation du ratio de solvabilité global à l'échelle du secteur (+2,3 points de taux). Le programme de cession d'actifs a permis de générer des plus values juteuses de 319MDt sur la période 2015 - 2018 qui ont renfloué les fonds propres. Avec des fonds propres portés à 1,2 milliard de dinars, la **BNA** est la deuxième plus importante banque du secteur après la **BIAT**. Après avoir été soumise à une opération de full audit en 2013 et préféré l'option de la cession d'actifs à la recapitalisation, la banque est en cours de réalisation d'une augmentation de capital. Cette opération permettra de consolider les capacités financières de la banque (une injection de fonds propres de 171MDt) et de solutionner la question des dotations de l'Etat (augmentation de capital de 168MDt par voie de conversion des dotations de l'Etat en capital). Grâce à la consolidation de la solvabilité, la banque envisage de renouer avec la distribution des dividendes à partir de 2019 (un dividende de 0,500Dt en 2019 qui sera relevé à 1,100Dt à partir de 2020, soit un payout moyen de 28% sur la période 2019-2022).

▪ La politique de risque prudente de la **BT** et la stratégie de rééquilibrage du bilan de l'**Amen**

Chiffres en MDt	Dividendes			Payout en %		
	2017	2018	Variation	2017	2018	Variation
Amen Bank	33,1	35,7	+8,0%	29%	30%	▲
ATB	23,0	7,0	-69,6%	76%	96%	▲
Attijari Bank	47,7	89,6	+87,9%	37%	62%	▲
BH	28,6	28,6	+0,0%	0%	0%	-
BIAT	72,3	85,0	+17,6%	34%	33%	▼
BNA	-	-	-	0%	0%	-
BT	72,0	56,3	-21,9%	53%	51%	▼
BTE	-	-	-	0%	0%	-
STB	-	-	-	0%	0%	-
UBCI	20,0	24,0	+20,0%	49%	50%	-
UIB	21,2	22,8	+7,7%	23%	20%	-
WIB	-	-	-	0%	0%	-
Secteur bancaire coté	317,8	349,0	+9,8%	0,3%	0,3%	≈
Secteur public	28,6	28,6	+0,0%	0,0%	0,0%	≈
Secteur privé	289,2	320,4	+10,8%	38,4%	40,3%	▲

Sources: Rapports d'activité des banques.

Bank ont valu aux deux banques de maintenir des niveaux de solvabilité qui se démarquent de la concurrence (13,9% pour la **BT** et 14,6% pour **Amen Bank**). Ajoutés les ratios de leviers confortables (10,2% pour la **BT** et 7,1% pour **Amen Bank**), les deux banques privées disposent d'une marge de manœuvre pour remettre le pied sur l'accélérateur dans les prochaines années.

▪ Les niveaux de solvabilité globale appréciables d'**Attijari Bank** (12,2%) et de l'**UIB** (11,3%) leur ont permis d'augmenter le montant des dividendes distribués en 2018 (+88% pour **Attijari Bank** et +8% pour l'**UIB**).

▪ Malgré la baisse du ratio de solvabilité (revenant à 10,2% en 2018 contre 10,8% en 2017), la **BIAT** a relevé de 18% le montant de ses dividendes. Pour restaurer sa solvabilité et faire face au resserrement de la limite d'exposition aux parties

liées (un taux de 40% à fin 2018, en dépassement de 15% par rapport à l'exigence de la BCT) et à la prise en compte du risque de marché, la banque compte opérer une levée de fonds propres. Initialement annoncée en 2018, l'opération va être reportée d'une à deux années selon les besoins de la banque, et ce conformément à ce qui a été dit par le management durant l'AGO d'avril dernier.

« Hormis la BNA et la BIAT, aucune banque n'a exprimé sur les dernières années un besoin en fonds propres »

VI - Perspectives d'avenir & prévisions 2019-2020

▪ Dans les deux prochains exercices, le secteur bancaire devrait évoluer dans un environnement difficile marqué par un resserrement des liquidités, une politique monétaire plus réactive, une réglementation bancaire plus contraignante notamment sur les exigences de fonds propres et sur les normes de liquidité et par une supervision prudentielle plus rapprochée. **Des facteurs qui soutiennent le scénario de la convergence vers une nouvelle normalité; celle d'un ralentissement sans rupture de croissance.**

▪ Nous pensons que le ralentissement du cœur de métier devrait inciter les banques à chercher de nouveaux gisements de rentabilité à travers: **1)** une politique de tarification plus dynamique pour booster les commissions, **2)** une optimisation des frais généraux, **3)** une sélectivité accrue en matière de risques (risque de crédit et risque de taux).

▪ Le relèvement du taux directeur de la BCT de 100 pb intervenu en ce début d'année aura à notre avis trois effets distincts sur les banques:

i) un effet à court terme bénéfique sur la marge d'intérêt qui proviendrait substantiellement des crédits neufs (c'est-à-dire des crédits accordés sur les dernières années),

ii) un effet répulsif sur la demande des nouveaux emprunteurs induite par le renchérissement du crédit,

iii) et une pression à la hausse sur le coût de la collecte, érodant à terme la marge d'intérêt.

Chiffres en MDt	Produit Net Bancaire					Résultat net individuel*					Résultat net part du groupe*				
	2018	2019e	Var 2019e-2018	2020p	Var 2020p-2019e	2018	2019e	Var 2019e-2018	2020p	Var 2020p-2019e	2018	2019e	Var 2019e-2018	2020p	Var 2020p-2019e
Amen Bank	374,7	387,8	+3%	399,5	+3%	127,3	123,4	-3%	123,0	+0%	132,3	121,5	-8%	121,3	+0%
ATB	246,4	248,3	+1%	260,7	+5%	6,6	-7,9	-	-8,0	+0%	8,9	-5,4	-	-5,3	-3%
Attijari Bank	436,4	488,9	+12%	532,9	+9%	151,1	156,4	+3%	171,2	+9%	158,6	164,3	+4%	179,6	+9%
BH	455,7	532,3	+17%	590,9	+11%	144,5	170,5	+18%	187,4	+10%	153,2	178,6	+17%	195,0	+9%
BIAT	834,5	984,3	+18%	1092,6	+11%	264,5	289,1	+9%	335,3	+16%	270,8	295,7	+9%	342,4	+16%
BNA	553,8	646,5	+17%	711,1	+10%	153,4	206,7	+35%	234,0	+13%	143,9	197,8	+37%	225,7	14%
BT	327,6	390,0	+19%	440,7	+13%	115,0	127,9	+11%	145,3	+14%	120,2	133,4	+11%	151,1	+13%
BTE (ADP)	48,4	54,3	+12%	57,5	+6%	1,0	2,3	+132%	2,4	+4%	0,9	2,2	+144%	2,3	+4%
STB	473,4	549,1	+16%	587,6	+7%	83,8	87,7	+5%	92,5	+5%	90,8	95,2	+5%	100,4	+5%
UBCI	228,4	262,5	+15%	286,1	+9%	49,7	53,7	+8%	57,0	+6%	53,2	57,4	+8%	60,5	+5%
UIB	362,7	432,8	+19%	488,0	+13%	117,6	131,8	+12%	151,0	+15%	115,1	129,5	+12%	148,8	+15%
Wifack International Bank	25,1	36,1	+43%	52,3	+45%	-3,4	-1,5	-	6,6	-	-2,3	-0,4	-	7,8	-
Secteur bancaire coté	4 367,2	5 012,8	+15%	5 499,8	+10%	1 211,0	1 340,0	11%	1 497,8	+12%	1 245,7	1 369,9	10%	1 529,7	+12%

* Ne tenant pas compte des éléments exceptionnels comme les plus ou moins values sur cession d'actifs et la contribution conjoncturelle au budget de l'Etat.

Sources: Etats financiers et prévisions de Tunisie Valeurs

▪ Nous prévoyons ainsi une poursuite de l'amélioration de la marge d'intérêt en 2019 qui devrait ralentir dans les années suivantes, au fur et à mesure de l'ajustement à la hausse du coût des ressources et de la décélération des octrois des nouveaux crédits.

▪ A la lumière des résultats au 31/12/2018, nous tablons sur la période 2019 - 2020 sur :

1) Un ralentissement de la collecte : Face à la morosité économique et à la tendance restrictive des facteurs de la liquidité bancaire (importante circulation fiduciaire, érosion des réserves de devises et besoins accrus de financement du Trésor), le secteur bancaire devrait connaître une décélération de la collecte.

▪ Nous anticipons une croissance moyenne de l'encours des dépôts du secteur de 6,6% sur la période à venir (contre +9,2% sur l'intervalle 2015

- 2018).

« En 2019, le PNB du secteur sera soutenu par l'effet prix de la hausse des taux sur la marge d'intérêt »

▪ Pour contourner la morosité des dépôts et restaurer leur ratio de transformation, les banques seront amenées à solliciter davantage les lignes de financement extérieures. Les banques publiques pourront profiter de cette situation. Autrefois boudées par les institutions financières internationales pour leur profil de risque élevé, les banques publiques affichent désormais des fondamentaux plus robustes et une meilleure attractivité pour collecter les lignes de crédit extérieures. Notons à cet effet que selon le Gouverneur de la BCT, l'année 2019 s'annonce bonne en matière de lignes de financement extérieure.

2) Un relâchement des octrois de crédits :

Le resserrement de la politique monétaire et la montée en charge des exigences de liquidité (relèvement du LCR et encadrement du risque de transformation par le nouveau ratio crédits/dépôts) devraient astreindre les banques à décélérer leur production et à être plus sélectives.

- En termes chiffrés, l'encours des engagements du secteur devrait croître à un rythme moyen de 6,5% dans les deux prochaines années (contre +11% en moyenne sur la période 2015-2018).

- Le gap entre l'offre et la demande de crédit est appelé à se creuser, en raison d'une demande de crédits substantiellement alimentée par l'inflation importée. Une contrainte qui conduit à une moindre sensibilité à la hausse des taux pour les entreprises.

3) Une décélération du PNB :

Comme en 2018, le PNB serait portée par l'effet prix de la hausse des taux sur la marge d'intérêt. À partir de cette année, les revenus du secteur devraient connaître un essoufflement de la croissance en raison d'une politique de placement en bons du Trésor plus encadrée et du ralentissement de la production.

- Nous prévoyons, ainsi une croissance moyenne du PNB de 12% sur la période 2019 - 2020 contre une hausse moyenne de 16% sur l'intervalle 2015 -2018.

- En général, l'évolution du PNB resterait tributaire du contexte de taux. Les indicateurs d'inflation seront très suivis par le marché. L'évolution des prix guidera le *stance* de la politique monétaire et les évolutions du taux directeur.

4) Une normalisation de la croissance des bénéficiaires :

- La remontée du taux directeur aurait un effet de levier sur la rentabilité des banques en 2019. Cependant, à partir de cette année, nous pensons que les bénéficiaires devraient se ressentir des effets du ralentissement de l'activité intrinsèque et de la dotation au fonds de garantie des dépôts bancaires. Nous estimons l'impact de cette dotation à 10% en moyenne des bénéficiaires nets part du groupe sur la période 2019- 2020.

- En envisageant un scénario « pessimiste* » qui ramène le coût du risque à ses niveaux de 2013 et qui tient compte d'un plein effet du ralentissement à partir de 2020, nous projetons une croissance moyenne de la masse bénéficiaire part du groupe du secteur de 11% sur la période 2019 - 2020 contre une moyenne de 30% sur l'intervalle 2015 - 2018.

- Nous soulignons également que la taxe de 1% sur les revenus du secteur bancaire aura un coût financier insignifiant (un impact inférieur à 100MDt). Une charge exceptionnelle peu conséquente sur la rentabilité récurrente des banques et grevant de peu leur fonds propres.

« Les indicateurs d'inflation seront très suivis par le marché dans les prochains mois. Elle conditionnera la politique de la BCT en matière du taux directeur »

- Reste une seule inconnue, c'est l'adoption future des normes **IFRS** prévue en 2021. Une mesure qui affectera notamment le mode d'évaluation des actifs et des fonds propres du secteur. Nous avons peu de visibilité sur les effets d'une telle mesure. Une chose est sûre, l'adoption

des normes de comptabilité internationale donnera plus de visibilité aux banques tunisiennes par rapport aux investisseurs internationaux et leur permettra de s'aligner aux meilleures pratiques des publications financières.

VII - Système de Scoring

- Etant donnée les fondamentaux et les profils de risque différents, nous utilisons la méthode de notation multicritères : Méthode de Scoring dans notre benchmarking bancaire. Cette approche repose sur plusieurs critères fondamentaux, inhérents à l'activité bancaire:

1) La dynamique commerciale

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

- Ce faisant, la dynamique commerciale est mesurée par :

- La part de marché « dépôts » à fin décembre 2018,

- La croissance moyenne des crédits neufs : de l'encours des crédits sur la période 2015 - 2018,

- Le ratio de transformation global crédits / (dépôts + ressources spéciales) à fin décembre 2018.

« Nous avons peu de visibilité sur l'impact des normes IFRS sur les comptes des banques. Mais l'adoption des normes internationales sera bénéfique à long terme pour le secteur »

2) L'arbitrage entre l'activité du crédit et l'activité de placement en bons d'Etat (2018)

▪ L'orientation de la BCT vers la restructuration de la politique des collatéraux vise à canaliser les ressources du refinancement vers l'investissement. Les banques qui arbitrent en faveur de l'activité du crédit classique seront mieux disposées à s'adapter au nouveau tournant de la BCT.

3) Le Produit Net Bancaire (2018)

▪ Nous préférons les banques qui affichent la physionomie du PNB et la structure de la collecte les plus favorables à la hausse des taux. Cet indicateur est apprécié 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 ».

4) La productivité (2018)

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

5) La qualité du portefeuille (2018)

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

6) La rentabilité des fonds propres (estimations de 2019)

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

7) La solvabilité (2018)

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

8) Le ratio du levier (2018)

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

▪ Le numérateur du ratio est constitué par les fonds propres nets. Son dénominateur est le total des actifs y compris les expositions hors bilan.

9) Les ratios de valorisation boursière (estimés pour 2019)

▪ 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, les dotations de l'Etat de la **STB** (117MDt) et ne tiennent pas compte des plus ou moins-values éventuelles sur la cession des participations pour se conformer à

la limite de 20% sur le capital des entreprises non financières.

10) La liquidité boursière (sur la période 2018-2019)

▪ Elle est jaugée par le taux de rotation moyen des titres sur la période 2018 - 2019 (rapport entre le nombre de titres échangés et le nombre de titres composant le capital social).

Résultats du système de Scoring (1)

Chiffres au 31 décembre 2018 (sauf indication contraire)	Dynamique commerciale								Arbitrage Activité du crédit/Activité du placement (Encours de crédits / Bons d'Etat)		Produit Net Bancaire							
	Part de marché dépôts		Croissance moyenne des crédits sur la période 2015-2018		Croissance moyenne des dépôts sur la période 2015-2018		Ratio de transformation global estimé		Valeur	Rang	Exposition à la marge d'intérêt		Coût des ressources		Spread d'intérêt		Part des dépôts à vue dans le total des dépôts	
	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang			Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang
1) Attijari Bank	11%	3	12%	3	12%	4	78%	1	7	7	46%	9	3,9%	3	4,4%	3	46%	3
2) BIAT	19%	1	17%	2	12%	2	91%	3	5	11	55%	4	3,3%	1	4,9%	1	50%	2
3) UIB	8%	7	13%	5	11%	5	105%	7	56	2	58%	2	4,3%	4	4,0%	7	31%	9
4) BH	11%	5	20%	1	12%	3	115%	11	8	6	48%	8	5,3%	8	3,2%	9	32%	8
6) BT	6%	9	9%	7	10%	7	107%	8	9	5	56%	3	4,7%	6	4,3%	4	33%	7
5) UBCI	4%	10	5%	10	10%	6	93%	4	7	8	52%	7	3,7%	2	4,4%	2	60%	1
7) BNA	13%	2	11%	6	8%	8	110%	10	10	4	60%	1	5,4%	9	4,0%	6	28%	11
9) STB	10%	4	10%	8	6%	9	107%	9	6	9	54%	5	4,7%	7	4,1%	5	24%	12
8) WIB	0%	12	17%	4	>100%	1	121%	12	> 100	1	53%	6	5,5%	10	2,2%	11	35%	5
10) AMEN BANK	9%	6	0%	12	2%	12	93%	5	6	10	36%	11	5,8%	12	3,6%	8	29%	10
11) BTE	1%	11	4%	11	4%	11	100%	6	10	3	36%	12	5,7%	11	2,2%	12	35%	4
12) ATB	8%	8	8%	9	6%	10	85%	2	5	12	38%	10	4,6%	5	3,2%	10	33%	6
Moyenne sectorielle	-	-	11%	-	9%	-	99%	-	7	-	51%	-	4,8%	-	3,7%	-	37%	-

Sources: Etats financiers du secteur bancaire coté et estimations de Tunisie Valeurs.

Résultats du système de Scoring (2)

Chiffres au 31 décembre 2018 (sauf indication contraire)	Productivité				Qualité du portefeuille				ROE net part du groupe 2019e		Ratio de solvabilité (Tier 2)		Ratio du levier		Ratios de valorisation ⁽¹⁾						Liquidité boursière: Taux de rotation sur la période 2018-2019		Score final
	Coefficient d'exploitation		Ratio commissions /masse salariale		Taux de créances classées		Taux de couverture								P/B ajusté 2019e*		P/E 2019e*		Yield 2019e*				
	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	47%	7	81%	5	6,6%	4	89,0%	1	30%	1	12,2%	5	6%	6	1,8	11	8,7	7	6,2%	1	7%	5	171
2) BIAT	46%	4	83%	3	5,5%	2	57,2%	11	26%	2	10,2%	11	6%	9	1,4	10	6,3	6	4,5%	5	8%	4	166
3) UIB	47%	6	91%	1	7,7%	5	78,3%	4	24%	3	11,3%	6	7%	10	1,1	8	5,8	4	3,0%	8	9%	3	154
4) BH	41%	3	72%	6	11,4%	7	77,8%	5	22%	4	10,7%	8	7%	12	0,5	3	3,2	2	5,0%	3	6%	6	142
6) BT	32%	1	82%	4	8,7%	6	60,6%	8	18%	5	13,9%	4	10%	2	2,0	12	12,5	9	4,1%	6	4%	8	139
5) UBCI	63%	9	46%	11	6,1%	3	82,0%	2	15%	7	10,4%	9	6%	4	1,2	9	8,9	8	4,7%	4	1%	12	132
7) BNA	48%	8	55%	10	17,2%	11	52,6%	12	10%	9	14,7%	2	8%	8	0,6	4	2,5	1	3,7%	7	24%	1	130
9) STB	46%	5	60%	8	20,8%	12	81,8%	3	15%	6	10,7%	7	7%	11	0,5	2	5,7	3	0,0%	9	6%	7	115
8) WIB	106%	12	34%	12	5,2%	1	61,9%	7	neg ⁽²⁾	11	29,5%	1	25%	1	1,0	7	n.s ⁽³⁾	12	0,0%	9	4%	9	112
10) AMEN BANK	39%	2	88%	2	15,1%	10	59,1%	10	14%	8	14,6%	3	7%	5	0,8	5	5,9	5	5,0%	2	3%	10	112
11) BTE	72%	11	63%	7	13,3%	9	59,7%	9	2%	10	0,0%	12	7%	3	0,3	1	17,1	10	0,0%	9	12%	2	92
12) ATB	67%	10	57%	9	11,9%	8	64,2%	6	neg ⁽²⁾	12	10,2%	10	8%	7	0,9	6	n.s ⁽³⁾	11	1,5%	8	3%	11	89
Moyenne sectorielle	47%	-	71%	-	11,9%	-	68,3%	-	19%	-	-	-	7%	-	1,1	-	6,2	-	4,1%	-	6%	-	130

⁽¹⁾ Données boursières arrêtées au 30/06/2019.

⁽²⁾ ROE négatif.

⁽³⁾ P/E non significatif car le résultat net est déficitaire.

Sources: Etats financiers du secteur bancaire coté et estimations de Tunisie Valeurs.

IX- Valorisation et recommandations de Tunisie Valeurs

▪ Les résultats du *Scoring* confirment notre préférence pour les *Blue Chips* bancaires. Les pressions vendeuses subies sur les derniers mois ont ramené les valorisations à des niveaux globalement intéressants: 6,2x les bénéfices attendus en 2019 et 1,0x* les fonds propres estimés de 2019. D'un point de vue fondamental, mais technique aussi, ces ratios nous amènent à conclure qu'un rattrapage boursier est légitime dans les prochains mois.

▪ Les banques les plus liquides, celles qui affichent les coûts des ressources les plus faibles, une structure diversifiée des revenus et une bonne discipline prudentielle devraient afficher la meilleure résistance au contexte actuel.

▪ **Attijari Bank**, la **BIAT** constitueront ainsi le cœur de notre sélection de valeurs bancaires. Indépendamment de l'issue de l'affaire de la Douane pour **Attijari Bank** et de la possibilité de réalisation d'une augmentation de capital pour la **BIAT**, la position dominante de ces deux banques, leur structure de dépôts avantageuse et leur bonne qualité du portefeuille leur permettent d'afficher un profil de croissance structurellement supérieur à la concurrence.

▪ Nous passons à l'achat sur la **BH**. La réactivité commerciale continue à payer malgré un contexte monétaire tendu et une réglementation bancaire plus contraignante. La valorisation boursière est alléchante pour une banque qui avance à pas sûrs dans son processus de restructuration, qui surperforme ses prévisions et dont les fondamentaux sont plus que jamais proches des

Analyse comparative de la valorisation du secteur bancaire avant et après la « panique » de septembre 2018

Valeur	Capitalisation en MDt (au 30/06/2019)	Multiples boursiers au 31/08/2018		Multiples boursiers au 30/06/2019		Performances		Rendement en dividendes 2019e	Recommandation
		P/E 2019e*	P/B 2019e*	P/E 2019e*	P/B 2019e*	YTD	Depuis août 2018		
Attijari Bank	1 434	13,0	2,9	8,7	2,0	-9%	-43%	6,2%	Acheter
BIAT	1 870	10,5	2,1	6,3	1,3	-4%	-48%	4,5%	Acheter
UIB	711	11,0	1,9	5,8	1,1	-4%	-57%	3,0%	Acheter
BH	570	7,5	1,0	3,2	0,5	-2%	-43%	5,0%	Acheter
BT	1 665	10,7	2,1	12,5	1,9	-4%	-11%	4,1%	Acheter
UBCI	509	11,4	1,6	8,9	1,3	+16%	-18%	4,7%	Conserver (+)
BNA	487	5,7	0,5	2,5	0,4	+0%	-50%	3,7%	Conserver (+)
STB	541	> 100	1,8	5,7	0,6	-5%	-46%	0,0%	Conserver
WIB	200	n.s **	1,3	n.s**	1,1	-7%	-3%	0,0%	Conserver
Amen Bank	712	6,5	0,8	5,9	0,7	+2%	-15%	5,0%	Conserver
BTE	8	n.s **	0,4	17,1	0,3	-25%	-33%	0,0%	Neutre
ATB	458	5,4	0,6	n.s**	0,8	+27%	+14%	1,5%	Conserver
Secteur	9 166	10,0	1,4	6,2	1,0	-2%	-24%	4,1%	

* Ne tenant pas compte des plus values potentielles sur la cession totale ou partielle des participations dans les entreprises non financières pour se conformer à la limite de 20% selon la nouvelle Loi Bancaire de 2016.

** Non significatif car les résultats estimés sont déficitaires.

Sources: Etats financiers des banques cotées et estimations de Tunisie Valeurs.

standards privés du secteur. Un seul bémol mérite cependant d'être signalé. Les investisseurs devront faire preuve d'attentisme sur l'identité de la nouvelle équipe managériale qui prendra les rênes de la banque sur la période à venir. Elle devra aussi s'atteler à poursuivre et à consolider les efforts entrepris par la banque jusque là.

▪ L'**UIB** et la **BT** restent également à l'achat dans une optique de diversification sectorielle.

La gestion rigoureuse de ces deux banques (maîtrise des frais généraux et une politique du crédit prudente) et leur forte capacité génératrice de commissions sont des avantages comparatifs de taille dans le contexte actuel.

« Le changement managérial au niveau de la BH sera très suivi par le marché »

▪ La **BNA**, l'**UBCI** et **Amen Bank** demeurent des valeurs sous surveillance. L'augmentation du capital de la **BNA** est une bonne nouvelle dans l'absolu. Les résultats de cette opération enverront un signal fort sur l'appétit du marché pour la banque. Cependant nous restons dans l'expectative d'une meilleure qualité du portefeuille. Nous restons également, dans l'attente d'une croissance plus vigoureuse pour l'**UBCI**.

▪ Nous suivrons de plus près la **STB**, la **WIB**, l'**Amen Bank** et l'**ATB**. Les valorisations sont tentantes, mais nous ne recommandons pour autant un positionnement sur ces valeurs. Nous recommandons de conserver les quatre titres dans l'attente d'une confirmation du trend de croissance pour la **STB**, d'une concrétisation des promesses de renouer avec les bénéfices pour la **WIB**, d'une croissance plus saine pour l'**Amen Bank** et du retour vers le palier historique des résultats pour l'**ATB**.

▪ Malgré sa valorisation décotée (0,3x les fonds propres estimés de 2019), nous restons « Neutres » sur la **BTE** en attendant d'y voir au plus clair sur l'avancement du processus de privatisation.

Valeur	Capitalisation	Multiples boursiers au 30/08/2018		Multiples boursiers au 30/06/2019		Performances	Rendement en dividendes 2019e	Recommandation
		P/E 2019e*	P/B 2019e*	P/E 2019e*	P/B 2019e*			
Attijari Bank	1 434	13,0	2,9	8,7	2,0		6,2%	<p>♦ Attijari Bank: Promesses tenues</p> <ul style="list-style-type: none"> - A l'image de ses consœurs cotées, Attijari Bank a été malmenée par le mouvement de panique qui a secoué le secteur bancaire depuis septembre dernier. Si la banque a perdu son statut de 2^{ème} capitalisation du secteur, elle jouit d'une liquidité élevée et d'une bonne qualité du portefeuille. Deux atouts qui lui confèrent une bonne marge de manœuvre pour résister à la conjoncture. - Outre la dégradation de la perception du secteur suite au durcissement de la réglementation prudentielle, l'affaire de l'enquête douanière annoncée au début d'année a jeté une ombre sur le titre en bourse. Nous ignorons au jour d'aujourd'hui les surcoûts exacts de cette affaire. Une chose est sûre, ses rebondissements tiendront le marché en haleine dans les prochains mois. Acheter.
BIAT	1 870	10,5	2,1	6,3	1,3		4,5%	<p>♦ BIAT: Un leader à portée de main</p> <ul style="list-style-type: none"> - Le leader du secteur a cédé à une virulente pression vendeuse injustifiée sur le plan fondamental. La décre de titre a été accentuée par les cessions faites sur le marché par le groupe HACHICHA (5% du capital) pour renflouer ses filiales. - L'activité intrinsèque continue à surperformer le secteur et prouve sa capacité de résilience face à une conjoncture difficile. Cependant, la croissance des résultats s'est faite au prix d'un moindre effort de couverture. Le taux de couverture s'est davantage dégradé par rapport à l'année dernière, baissant en deçà de 60%. - Une valorisation alléchante qui intègre le déficit de couverture mais elle sous-estime aussi les atouts de la banque en termes de position de dominance sur le marché et de marge de manœuvre sur le coût des ressources et sur le ratio de transformation. Une augmentation de capital en vue qui permettrait à la BIAT de repartir sur des bases plus solides d'un point de vue réglementaire. Acheter.
UIB	711	11,0	1,9	5,8	1,1		3,0%	<p>♦ UIB: Quand croissance rime avec rigueur</p> <ul style="list-style-type: none"> - L'UIB a figuré parmi les banques les plus affectées par la correction post - août 2019 du secteur bancaire. La banque se distingue par rapport à ses pairs de taille comparables par sa réactivité commerciale et sa forte capacité génératrice de commissions. Faiblement présente sur les bons d'Etat, la banque a capitalisé sur son leadership sur le segment des particuliers pour collecter des ressources « bon marché » et sur son activité de change dynamique pour alimenter sa croissance. - La stratégie de développement et les prévisions dévoilées lors de la dernière réunion d'analystes par le management nous conforte dans la capacité de la banque à maîtriser son risque sans pénaliser sa capacité bénéficiaire. Grâce à sa discipline prudentielle et à son adossement à un partenaire financier et technique d'envergure internationale, le Groupe Société Générale, l'UIB est bien outillée pour réussir la transition réglementaire vers « Bâle III ». Acheter.

Valeur	Capitalisation	Multiples boursiers au 30/08/2018		Multiples boursiers au 30/06/2019		Performances	Rendement en dividendes 2019e	Recommandation
		P/E 2019e*	P/B 2019e*	P/E 2019e*	P/B 2019e*			
BH	570	7,5	1,0	3,2	0,5		5,0%	<p>♦ BH: Un important potentiel de revalorisation par le marché</p> <ul style="list-style-type: none"> - Le leader des crédits logement s'est bien défendu depuis le début de l'année. - Très avancée dans son programme de restructuration, la BH a réussi le pari de la relance commerciale. La banque a atteint de nouveaux paliers de rentabilité et se rapproche à pas sûrs des standards du secteur privé. Un dépassement régulier des objectifs et de leviers de rentabilité sous exploités : montée en force des commissions, meilleure diversification de la collecte et des crédits. Deux carences méritent, cependant d'être soulevées: un ratio de transformation tendu et une exposition élevée au secteur de la promotion immobilière. - Le changement managérial au niveau de la banque devrait tenir le marché en haleine dans les prochains mois. - La décreue boursière et l'injection de fonds propres opérée en 2017 ont libéré un important potentiel de revalorisation pour le titre. Acheter.
BT	1 665	10,7	2,1	12,5	1,9		4,1%	<p>♦ BT: Un accident de parcours en 2018</p> <ul style="list-style-type: none"> - La doyenne du secteur a tant bien que mal résisté au courant vendeur qui a pénalisé les valeurs bancaires (un décrochage de 11% seulement pour la BT depuis août dernier contre une chute de 24%, en moyenne pour le secteur bancaire). Avec une capitalisation de 1,7 milliard de dinars, la banque a regagné, depuis octobre 2018 son position de 2^{ème} capitalisation du secteur. Le fléchissement des résultats en 2018 nous semble un accident de parcours peu inquiétant pour la BT; la banque voulant toujours « surprovisionner » ses risques. Le management de la BT a précisé que les efforts de provisionnement entrepris en 2018 sur le risque Carthage Cement sont suffisantes pour couvrir l'exposition de la banque dans les prochaines années. - Une valorisation qui sous-estime les avantages comparatifs de la banque en terme de productivité et de solvabilité. Acheter.
UBCI	509	11,4	1,6	8,9	1,3		4,7%	<p>♦ UBCI: Le retour à la croissance confirmé</p> <ul style="list-style-type: none"> - L'UBCI s'est accordée la palme des hausses du secteur en 2019. - Plus qu'honorable ainsi peut-on qualifier le bilan de l'exercice 2018 pour l'UBCI. La filiale du groupe BNP Paribas a affiché un bond remarquable de son résultat net à l'instar de 2017. Le contexte haussier des taux et la baisse de l'enveloppe des provisions ont valu à la banque de renflouer sa rentabilité. Mais une carence majeure demeure pour l'UBCI: sa faible productivité. - L'annonce de la volonté du Groupe BNP Paribas de se désengager de l'UBCI est un tournant stratégique majeur pour la banque. A l'heure actuelle, nous ne disposons d'aucune visibilité sur la nature de l'opération (cession à un nouvel entrant ou à un acteur local bien implanté). Une chose est sûre, la réussite de l'opération conditionnera les perspectives d'avenir de la banque. Le futur repreneur disposera d'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 crédits sain qui permet d'assoir une politique commerciale plus dynamique. Conservier (+).

Valeur	Capitalisation	Multiples boursiers au 30/08/2018		Multiples boursiers au 31/06/2019		Performances	Rendement en dividendes 2019e	Recommandation
		P/E 2019e*	P/B 2019e*	P/E 2019e*	P/B 2019e*			
BNA	487	5,7	0,5	2,5	0,4	<p>Correction depuis août 2018: -50% Performance au 30/06/2019: +0,1%</p>	3,7%	<p>♦ BNA: Récolter les fruits du plan de restructuration</p> <ul style="list-style-type: none"> - Malgré le revers boursier subi depuis septembre dernier, la BNA est parvenue à s'offrir la meilleure performance 2018 du secteur. - Le redressement de l'activité intrinsèque et les avancées réalisées dans le programme de cession d'actifs ont permis à la banque d'atteindre un nouveau palier de résultats et de consolider son assise financière. - Sur le papier, la valorisation de la BNA reste faible compte non tenu des plus-values potentielles sur le portefeuille de participations dans les sociétés immobilières et industrielles - plafonnement de la participation dans les sociétés non financières oblige - et de l'augmentation de capital en cours en 2019. Le business plan séduisant publié en marge de la recapitalisation et le retour promis aux dividendes en 2019 donnerait un nouveau souffle au titre en bourse. Mais, la BNA devrait encore faire ses preuves au niveau de la qualité d'actif. Conserver (+).
STB	541	>100	1,8	5,7	0,6	<p>Correction depuis août 2018: -46% Performance au 30/06/2019: -5%</p>	0,0%	<p>♦ STB: Le défi de la croissance relevé malgré tout</p> <ul style="list-style-type: none"> - Après s'être bien défendue en 2018 (une performance de 3%), la STB a connu un parcours boursier difficile depuis le début de l'année. - Le redressement de l'activité d'exploitation et les avancées réalisées dans la relance commerciale ne se démentent pas. Cependant, la STB devrait continuer à pâtir de trois fragilités structurelles : i) une surexposition au secteur du tourisme, ii) une qualité du portefeuille fragile et iii) une situation difficile des filiales (principalement la Banque Franco-Tunisienne et la Tunisian Foreign Bank). Nous restons dans l'attente d'une croissance plus saine. Conserver
WIB	200	n.s**	1,3	n.s**	1,1	<p>Correction depuis août 2018: -3% Performance au 30/06/2019: -7%</p>	0,0%	<p>♦ Wifack International Bank: Une période de transition</p> <ul style="list-style-type: none"> - L'unique banque islamique de la cote peine à décoller en bourse pour la troisième année de suite. Le démarrage tardif de l'activité (vers mi-2017) et la désaffection générale pour le secteur bancaire ont pesé sur la valeur. - Une assise financière solide et un adossement à partenaire stratégique (la banque islamique de développement) ayant un savoir-faire reconnu en finance islamique. - Une banque en pleine phase de lancement avec d'importants efforts d'investissement et des parts de marché à conquérir. Un contexte de liquidité d'autant plus défavorable pour les banques islamiques en raison de l'assèchement des liquidités et de la rareté des financements conformes à la Charia. Nous précisons, à cet effet, que les résultats de l'émission en cours de Sukuk enverront un signal fort sur l'appétit du marché pour les obligations islamiques. - L'investissement dans le titre n'a de sens que si l'on raisonne sur le moyen et long termes pour récolter pleinement les fruits de la relance commerciale: un retour aux bénéfices en 2020. Attendons de voir...mais pour l'heure, le seul attrait que nous voyons dans le titre est son profil « Charia ». Une rareté qui peut intéresser certains investisseurs en quête de ce type de papier. Conserver.

Valeur	Capitalisation	Multiples boursiers au 30/08/2018		Multiples boursiers au 31/06/2019		Performances	Rendement en dividendes 2019e	Recommandation
		P/E 2019e*	P/B 2019e*	P/E 2019e*	P/B 2019e*			
Amen Bank	712	6,5	0,8	5,9	0,7		5,1%	<p>♦ Amen Bank: Une valorisation correcte</p> <ul style="list-style-type: none"> - Amen Bank a connu un parcours boursier mitigé depuis août 2018. La valeur a bien résisté à la vague de correction qu'a connue le secteur bancaire après l'annonce du nouveau ratio de transformation (une progression 19% en 2018 et une performance à peine dans le vert en 2019). - L'année 2018 a été en demi-teinte pour Amen Bank. La banque a beau afficher une structure du PNB équilibrée, un ratio de solvabilité confortable et une productivité appréciable, sa qualité du portefeuille fait encore tache. - Sur le papier, la valorisation est intéressante mais elle intègre deux facteurs de risque latents: 1) un contexte monétaire tendu, renchérissant de nouveau le coût des ressources et 2) une surexposition à au tourisme, un secteur qui connaît une reprise fragile et à la promotion immobilière, filière en berne ses dernières années. Conserver
BTE	8	n.s**	0,4	17,1	0,3		0,0%	<p>♦ BTE: Cap sur la privatisation</p> <ul style="list-style-type: none"> - Un parcours boursier tumultueux en relation avec les publications décevantes de la banque. Hausse du coût du risque, dégradation de la qualité du portefeuille et surtout une croissance timide des revenus sont autant de facteurs qui expliquent une capacité bénéficiaire toujours faible. L'annonce de la relance du processus de privatisation pourrait donner un nouvel élan au titre en bourse. L'amélioration de la productivité et le redressement de la qualité du portefeuille sont les chantiers majeurs auxquels le nouveau repreneur devrait s'atteler pour restaurer la rentabilité. - Une valorisation bradée qui reflète l'attentisme des investisseurs sur la composition du futur tour de table. Neutre.
ATB	458	5,4	0,6	n.s**	0,8		1,5%	<p>♦ ATB: Des réalisations décevantes reflétées dans le cours</p> <ul style="list-style-type: none"> - Une banque qui a connu un réveil boursier après l'annonce du changement managérial. L'ATB est la seule banque de la cote qui affiche une performance boursière positive depuis août 2018. - Rappelons que l'ATB n'a pas profité de l'engouement général, suscité depuis l'été 2017, pour le secteur bancaire malgré une activité de placement en bons d'Etat historiquement dynamique. La volatilité historique des résultats et l'absence d'un arbitrage clair entre l'activité du crédit et l'activité de placement ont longtemps pénalisé le titre en bourse. - L'année 2018 a marqué une rupture de croissance pour l'ATB. La filiale du Groupe Arab Bank a essuyé une importante baisse de sa rentabilité et une dégradation de ses ratios prudentiels. L'atonie du climat des affaires, l'envolée du coût du risque et la pénurie de la liquidité bancaire sont à l'origine de cette contreperformance. - Une valorisation basse qui intègre les mauvaises réalisations de 2018. Conserver.

* Ne tenant pas compte des plus values potentielles sur la cession totale ou partielle des participations dans les entreprises non financières pour se conformer à la limite de 20% selon la nouvelle Loi Bancaire de 2016.

** Non significatif car les résultats estimés sont déficitaires.

Sources: Etats financiers des banques cotées et estimations de Tunisie Valeurs.

X– Matrice SWOT

▪ A la lumière de notre analyse de l'évolution du secteur bancaire en 2018 et de ses perspectives d'avenir, le tableau suivant résume les points forts et les défis du secteur selon la méthodologie SWOT.

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> ◆ Un business model résilient grâce à une activité à trois manettes : activité du crédit, activité du portefeuille et services générateurs de commissions, ◆ Une résistance salubre aux aléas de la période post-révolution et une capacité de rebond prouvée par le passé, ◆ Des avancées notables dans l'optimisation de la productivité malgré la montée des revendications sociales et l'inflation des coûts, ◆ Une sélectivité accrue en matière de risques et des efforts soutenus dans l'assainissement des portefeuilles, ◆ Une assise financière consolidée grâce aux injections de fonds propres opérées depuis 2014 et à la croissance organique des bénéfices, ◆ Une amélioration sensible des pratiques de bonne gouvernance et un taux d'encadrement élevé, permettant de s'accommoder avec les changements stratégiques et les retournements de conjoncture, ◆ Un secteur influent qui joue un rôle clé dans l'économie, ◆ Une position incontournable en bourse (liquidité boursière élevée et une proportion de 40% dans le Tunindex) et une capacité bénéficiaire récurrente. 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ Une sous-capitalisation du secteur, un niveau élevé des créances improductives et un taux de provisionnement qui reste faible notamment pour les banques publiques, ◆ Un retard au niveau de l'application des règles de bonne gouvernance par rapport aux normes internationales et dans la conformité aux standards bâlois, ◆ Un niveau de liquidité faible des actifs principalement au niveau des banques publiques, ◆ Une forte atomisation du secteur avec un nombre élevé d'opérateurs sur un marché exigu, une forte intensité concurrentielle et l'absence de mouvement de consolidation, favorisant l'émergence de champions nationaux et une meilleure ouverture sur l'international, ◆ Une faible intégration des métiers de la banque de détail avec le métier de l'assurance et les services financiers connexes (gestion d'actifs, gestion de patrimoine et banque d'affaires), ◆ Une concentration des réseaux bancaires dans le Grand Tunis et les villes côtières et sous bancarisation dans les régions intérieures, privant les banques de nouveaux gisements de ressources, ◆ Une insuffisance de l'offre de produits destinée aux PME qui forment l'essentiel du tissu économique du pays.
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> ◆ Une activité à agrément avec d'importantes barrières à l'entrée à la fois réglementaires et opérationnelles, ◆ Une convergence graduelle vers les normes de Bâle III dont les bienfaits dépassent nettement les surcoûts immédiats : une croissance plus pérenne, une capacité de résilience renforcée et une visibilité accrue auprès des investisseurs étrangers, ◆ Un potentiel inexploité pour le secteur en matière de bancassurance et de services financiers connexes, ◆ Une nouvelle dynamique de croissance devrait s'amorcer avec le rétablissement du climat des affaires. 	<ul style="list-style-type: none"> ◆ Une conjoncture économique difficile (croissance faible, investissement en berne, chômage et inflation élevés et glissement du dinar) : une raréfaction des bonnes signatures et une hausse du coût du risque, ◆ Un assèchement structurel de la liquidité bancaire (persistance du cash, érosion des réserves en devises et effet d'éviction de la dette publique) et une rigidité des taux excessifs qui érodent les marges des banques, ◆ Une politique monétaire restrictive, une réglementation prudentielle plus contraignante et une surveillance prudentielle plus rapprochée : des surcoûts réglementaires, ◆ Un cadre réglementaire rigide, limitant l'activité à des produits basiques et restreignant la marge différenciation entre les banques.