

Points Clés

♦ Une collecte dynamique, en 2021, impulsée par la politique monétaire non conventionnelle de la Banque Centrale et ce, malgré la morosité ambiante et le contexte pandémique. Au même volet de l'activité d'intermédiation, nous notons un ralentissement notable et quasi général de l'activité du crédit en raison de la combinaison de plusieurs facteurs endogènes et exogènes aux banques.

♦ Une accélération remarquable de la croissance du PNB, en 2021, dopée principalement par les commissions et par les autres revenus. La bonne orientation des commissions trouve son origine dans la récupération du manque à gagner en termes de commissions en raison de la levée des mesures de tarification instituées par la Banque Centrale, en 2020, pour soulager les entreprises et les ménages des répercussions de la crise de la Covid-19. La forte progression des autres revenus est principalement attribuable à la forte activité d'émission de bons du Trésor par l'Etat et par l'amorce de la normalisation de l'activité du commerce extérieur, permettant aux salles de marché de renouer avec les gains de change.

♦ Une dégradation quasi générale de la productivité du secteur, malgré la bonne tenue du PNB et ce, en raison de l'élargissement prononcé des frais du personnel et de la hausse concomitante des charges générales d'exploitation. L'élargissement de la masse salariale des banques est essentiellement imputable à l'application de l'accord de la place signé en Juillet 2021 prévoyant des augmentations salariales et la révision de l'assiette de calcul de l'indemnité de départ à la retraite de 6 mois à 12 mois. Quant aux charges générales d'exploitation, leur évolution s'explique substantiellement par la hausse des cotisations au fonds de garanties des dépôts bancaires, dopée par la collecte dynamique.

♦ Une résistance au niveau de la qualité du portefeuille favorisée par le moratoire d'échéances décrété par la Banque Centrale en 2020, et qui s'est poursuivi jusqu'en Septembre 2021 pour les entreprises, et une relative accalmie au niveau du coût du risque bénéficiant principalement de la baisse des dotations aux provisions collectives. La régression des provisions a libéré un important potentiel de croissance profitable pour le secteur. La masse bénéficiaire du secteur coté a, ainsi, retrouvé le chemin de la croissance sans pour autant renouer avec ses niveaux d'avant Covid.

♦ Une consolidation globale de la solvabilité, en 2021. Cette évolution a profité des conditions de distribution des dividendes imposées par la Banque Centrale, du niveau appréciable des provisions constituées, de la politique de maîtrise des risques mise en place par le management des banques cotées, de la décélération de la production des crédits et des levées de dette subordonnée réalisées en 2021.

Le secteur bancaire coté en chiffres ⁽¹⁾

- 12 banques cotées
- Une capitalisation boursière de 8 milliards de dinars soit 34,3% de la capitalisation du marché
- 78,3 milliards de dinars de dépôts
- 77,2 milliards de dinars d'encours de crédits
- 5,5 milliards de dinars de PNB
- 1199 millions de dinars de bénéfices nets part du groupe
- Un flottant moyen de 32,9%
- 33,2% des échanges annuels du marché

Ratios boursiers ⁽²⁾

- PER 2022e: 6,2x
- P/B ajusté 2022e ⁽³⁾: 0,8x
- Dividend yield 2022e: 5,5%
- ROE part du groupe 2021: 14,4%
- Performance 2022: +37,3%

⁽¹⁾ Données au 31 Décembre 2021.

⁽²⁾ Données au 30 Septembre 2022.

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

♦ **Un bon millésime qui s'annonce pour 2022: 1) une bonne tenue de la collecte impulsée par le relèvement du Taux de Rémunération de l'Épargne depuis Mai dernier et les efforts soutenus par les banques pour capter des ressources, 2) une accélération au niveau de l'activité de distribution du crédit bénéficiant de la bonne collecte et de l'apaisement des tensions sur la liquidité bancaire et sur le ratio de transformation réglementaire 3) une bonne orientation du PNB boosté essentiellement par le relèvement du taux directeur, par une activité de crédit qui retrouve du poil de la bête et par une activité d'émission d'emprunts d'Etat toujours intense et 4) une croissance soutenue au niveau des bénéficiaires, bénéficiant d'une hausse prononcée du PNB, d'une meilleure « digestion » des frais généraux et d'une accalmie relative au niveau du coût du risque telle que pressentie dans les états financiers de la première moitié de l'année en cours. A l'image de la BT et de la BNA qui ont d'ores et déjà renoué avec les bénéficiaires de 2019, il est fort probable que la majorité des banques cotées retrouveraient, en 2022, leur rentabilité nette d'avant Covid.**

♦ **Un parcours boursier sans faute, depuis le début de l'année, favorisé par la bonne croissance bénéficiaire affichée en 2021, la distribution généreuse de dividendes (malgré les conditions strictes de distribution des dividendes imposées par la BCT) et les anticipations de relèvement des taux bénéfique pour le PNB. L'embellie affichée depuis le début de l'année en cours a valu au secteur de récupérer la totalité du terrain perdu en bourse depuis l'éclatement de la**

crise sanitaire de la Covid-19 en Tunisie le 2 Mars 2020 (+17,5% pour l'indice bancaire depuis le 2 Mars 2020).

♦ **Une valorisation moyenne attractive pour le secteur avec une majorité des banques qui traitent à moins que leurs fonds propres. Ces multiples intègrent, les surcoûts de la crise économique, laissent entrevoir une poursuite du rattrapage boursier d'ici la fin de l'année. Cette crise conjuguée aux chantiers de la transition vers les normes de Bâle III et de la migration vers les normes IFRS est susceptible de creuser davantage les disparités entre les banques, alimentant un mouvement de « *Flight to Quality* ».**

Introduction

▪ Le secteur bancaire tunisien est relativement jeune. Né au lendemain de l'indépendance, c'est au cours des 30 dernières années que se sont opérées ses transformations majeures. Aujourd'hui, le marché compte 29 établissements dont 12 banques cotées. Contrairement aux marchés voisins et occidentalisés, concentrés autour de quelques grandes institutions financières, le secteur bancaire tunisien se différencie par « son atomicité ». Entre les banques publiques, les banques privées universelles, les banques non résidentes, les banques d'affaires,...une meilleure concentration du marché bancaire serait, aujourd'hui, bien plus souhaitable pour la stabilité du système financier. Avec une capitalisation boursière de 10,3 milliards de dinars, le secteur bancaire est la première force de notre marché des actions et son pacemaker, représentant 41,5% de la capitalisation totale. Son état de santé reste un

baromètre essentiel de l'investissement en bourse. Aujourd'hui, 11 ans après la Révolution, l'heure est au bilan, et le secteur prouve d'année en année son étonnante capacité de résilience face à la morosité ambiante et au durcissement du cadre réglementaire.

▪ Décidément, l'année 2021 n'a pas été si mauvaise que ça pour le secteur bancaire. C'est ce qui ressort de l'analyse des états financiers des banques cotées. Ces dernières ont affiché la meilleure résistance face au contexte économique morbide et à la détérioration du climat des affaires, sur fond de crise de la Covid-19.

▪ Le Conseil National de la Comptabilité (CNC) s'est réuni au début du mois de Janvier 2022 sous la présidence de la ministre des Finances, La réunion a porté sur la révision de la norme comptable relative aux immobilisations corporelles, l'amendement de la loi relative au système comptable des entreprises et l'examen de l'état d'avancement du projet d'implémentation des normes IFRS (International Financial Reporting Standards). Sur décision du CNC, les normes IFRS devraient être adoptées pour les exercices comptables ouverts à compter du 1er Janvier 2023, pour les états financiers consolidés des entités à intérêt public (établissements financiers, compagnies d'assurance et de réassurance et sociétés cotées). Pour les banques, nous n'avons pas, au jour d'aujourd'hui, de visibilité sur l'impact financier de l'application des normes IFRS, notamment de la norme IFRS 9. Cette nouvelle norme de comptabilisation des instruments financiers modifie en profondeur les règles actuelles de classement et d'évaluation des actifs financiers, ainsi que le modèle de dépréciation des actifs financiers.

I - Etat des lieux 2021 et perspectives 2022

1) Les dépôts

Malgré le contexte économique morne, l'activité de la collecte a été bien résiliente courant l'année écoulée. Nos banques cotées ont enregistré une croissance de l'encours des dépôts de 8,2% à 78,3 milliards de dinars. Il semble que l'amorce de la reprise économique après la récession de 2020 (une croissance du PIB de 3,1% en 2021 contre une contraction du PIB en 2020 de 8,7%) ait favorisé le retour de la liquidité vers le circuit bancaire.

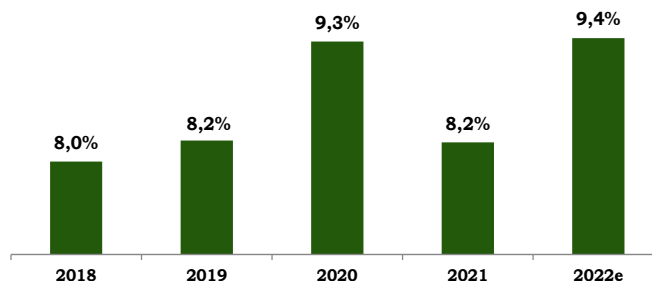
Toutes les catégories de ressources ont affiché des évolutions positives et respectables. Alors que les dépôts à vue ont réalisé une progression de 7,4% à 29,5 milliards de dinars, les dépôts d'épargne et les dépôts à terme ont enregistré des hausses respectives de 9,3% à 24,5 milliards de dinars et de 8,2% à 24,4 milliards de dinars. Malgré la reprise de la collecte des dépôts à terme après la décollecte subie en 2020 (-2,5%), leur contribution dans l'encours des dépôts a été maintenue quasiment stable, en 2021, comparativement à l'année 2020 (-31,1%). Ce qui retrace la stratégie des banques de se désengager progressivement des ressources onéreuses. La reprise affichée au niveau des dépôts à terme est, également, imputable à l'annulation, en 2021, par le Gouvernement du relèvement du taux de retenue à la source définitive de 20% à 35% pratiquée en 2020 sur lesdits dépôts.

Avec la sortie partielle du Groupe BNP Paribas du capital de l'**UBCI** (cession de 39% du capital au Groupe CARTE) et la tunisification du capital

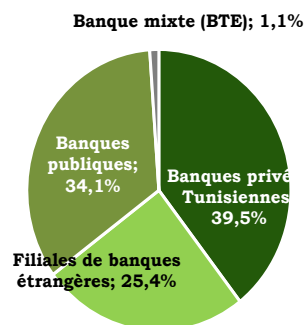
de la banque, la physionomie des dépôts du secteur coté a changé. La part des dépôts détenus par les filiales de banques étrangères a diminué de 30% en 2020 à 25,4% en 2021.

L'invariabilité du taux directeur de la BCT et du taux de rémunération de l'épargne (TRE) à 6,25% et à 5% respectivement, la baisse du TMM moyen annuel de 62pb à 6,2% sur l'année 2021, par rapport à l'année 2020, et la stabilité de la proportion des dépôts à terme à 31,1% ont permis de soulager le coût des ressources du secteur. Selon nos estimations, le coût moyen apparent des ressources du secteur s'est déprécié de 55pb à 4,4%; une baisse qui reste moins prononcée que celle du TMM.

Croissance annuelle des dépôts



Répartition des dépôts du secteur coté en 2021



La meilleure performance de l'année est revenue

à **Wifack International Bank**. L'unique banque islamique de la cote a vu son encours des dépôts s'envoler de 29,2% à seulement 629,5MDt. Wifak Bank ayant vécu la transformation d'une société de leasing en une banque universelle et ayant subi les contraintes financières imposées aux banques islamiques telles que l'impossibilité d'accéder au marché obligataire, au marché financier et à une ligne de financement extérieure, et eu égard au niveau du coût des ressources, au risque de concentration et aux charges financières engendrées par certains dépôts notamment ceux à terme, et à la fiscalité appliquée aux dépôts à termes des clients, Wifak Bank a saisi l'opportunité d'innover en proposant une alternative à ses clients et prospects ; le produit Hissab ITHMAR. Hissab ITHMAR est un compte épargne dédié aux clients souhaitant fructifier leurs avoirs stables dans le temps avec un taux bonifié supérieur au taux de rémunération de l'épargne TRE appliqué sur la place, selon la technique de placement Wakala Bil istithmar Moukaida qui a pour objectif de drainer des ressources et de capter de nouvelles relations.

L'**UBCI** s'est, également, distinguée du côté de la collecte en 2021. Le changement du tour de table réalisé en Mars 2021 semble donner un nouvel élan aux performances commerciales de la nouvelle filiale du Groupe CARTE. La banque a enregistré une croissance à deux chiffres au niveau de son encours des dépôts (+16,7%), dépassant le cap de 3 milliards de dinars. L'UBCI doit cette performance, principalement, à la bonne évolution des dépôts à vue et des dépôts à terme (une croissance respective de 19,8% à 1,8 milliard de dinars et de 26,5% à 473MDt).

Malgré la faible étendue de son réseau commercial (qui compte 103 agences seulement contre une moyenne de 135 agences pour le secteur coté), l'UBCI tire sa force de sa structure des ressources avantageuse dominée par les dépôts faiblement rémunérés (58% des ressources proviennent des dépôts à vue, à fin 2021, soit la part la plus élevée à l'échelle du secteur bancaire). Cet atout lui vaut d'afficher le coût moyen apparent des ressources le plus bas de la place (de 2,8%, selon nos estimations).

La **BTE** semble démarrer une nouvelle politique de collecte plus dynamique en 2021. L'ancienne banque de développement a réalisé un bond de 13,6% au niveau de ses dépôts à 871,5MDt. La décollecte subie sur les dépôts à vue (-4,5% à 293,1MDt) a été contrebalancée par la vigueur des dépôts d'épargne (+16,9% à 161,3MDt) et surtout par la bonne orientation des dépôts à terme (+29,4% à 417,1MDt). Notons que la BTE conserve une part élevée de dépôts à terme dans ses ressources (47,9% à fin 2021, soit la proportion la plus élevée à l'échelle du secteur), ce qui pénalise son coût des ressources. Il sied de rappeler que la banque mixte tuniso-émirati affiche au terme de l'exercice 2021 un coût moyen apparent des ressources de 5,5%, soit le niveau le plus élevé du secteur coté. Avec un réseau commercial peu développé (de 30 agences seulement à fin 2021), et des parts de marché qui stagnent à 1,1%, en termes de dépôts, l'influence de la BTE reste limitée sur le marché.

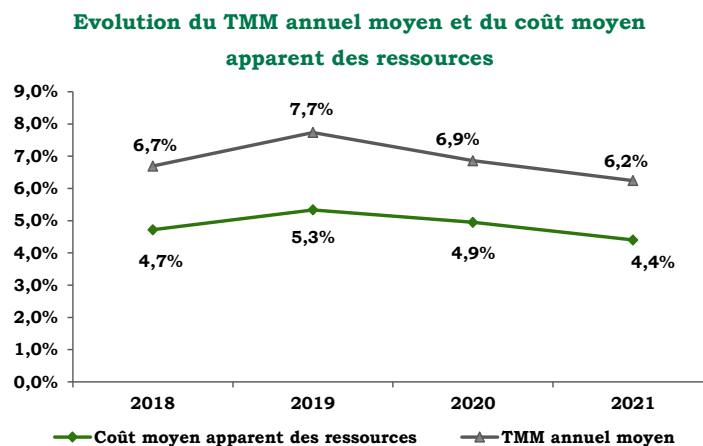
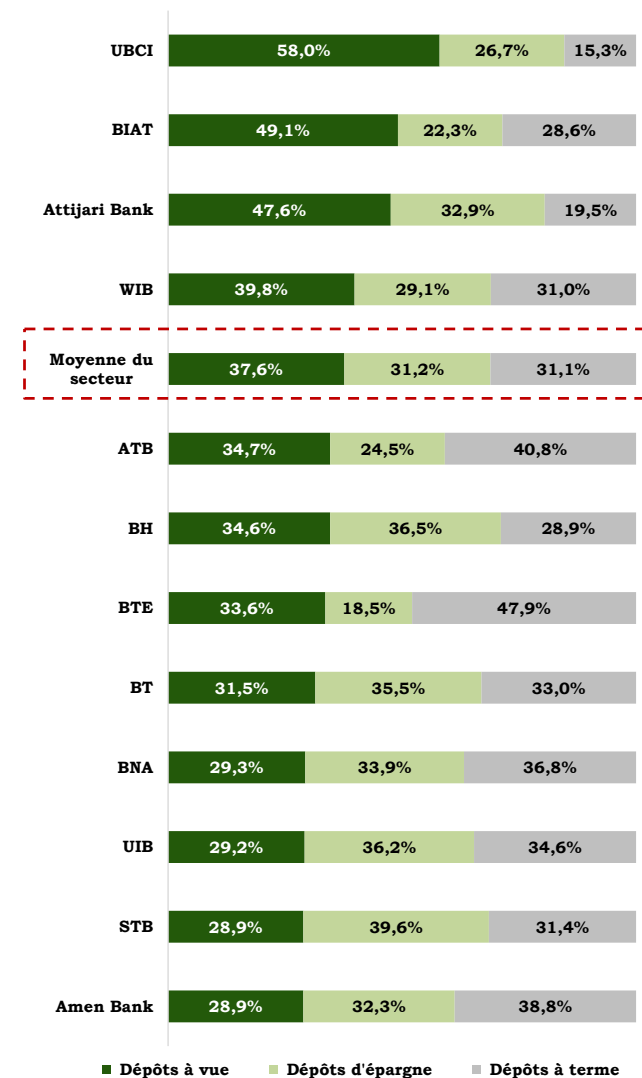
Après la performance « fade » de l'année 2020, la **BNA** a remis le pas sur l'accélérateur, en 2021, terminant l'année avec un encours des dépôts qui effleure les 10 milliards de dinars (+12,3%). Il semble que la volonté de réduire le ratio de

transformation réglementaire « Crédits/Dépôts » a de nouveau orienté la banque vers les dépôts à terme (+23,6% à 3,6 milliards de dinars) après avoir subi une décollecte sur cette catégorie de ressources en 2020 (-15% à 2,9 milliards de dinars). Avec une contribution des dépôts à vue dans l'ensemble des dépôts de 29,3% à fin 2021, parmi les plus faibles à l'échelle du secteur

(contre une moyenne sectorielle de 37,6%), il reste un long chemin à parcourir pour la banque étatique pour s'aligner à la concurrence cotée.

La **BIAT** continue à battre des records en matière de collecte en réalisant une progression de 9,7% de son encours des dépôts.

Structure des dépôts du secteur bancaire coté en 2021



Chiffres en MDt	Encours des dépôts au 31/12/2021	Variation 2020-2021	Part de marché 2021	Encours des dépôts 2022e	Variation 2021-2022e
BIAT	16 220,1	+9,7%	20,7%	18 194,5	+12,2%
BNA	9 858,3	+12,3%	12,6%	10 676,5	+8,3%
STB	9 047,6	+7,2%	11,6%	10 032,0	+10,9%
Attijari Bank	8 545,0	+7,2%	10,9%	9 074,8	+6,2%
BH	7 782,2	+7,6%	9,9%	9 074,1	+16,6%
Amen Bank	6 343,8	+8,2%	8,1%	6 845,0	+7,9%
ATB	5 902,3	-1,1%	7,5%	6 049,9	+2,5%
UIB	5 412,2	+5,4%	6,9%	5 726,1	+5,8%
BT	4 634,1	+7,8%	5,9%	5 046,5	+8,9%
UBCI	3 084,8	+16,7%	3,9%	3 226,7	+4,6%
BTE	871,5	+13,6%	1,1%	984,7	+13,0%
WIB	629,5	+29,2%	0,8%	739,6	+17,5%
Secteur bancaire coté	78 331,4	+8,2%		85 670,5	+9,4%
<i>Dont secteur public*</i>	<i>26 688,1</i>	<i>+9,1%</i>	<i>34,1%</i>	<i>29 782,6</i>	<i>+11,6%</i>
<i>Dont secteur privé*</i>	<i>50 771,8</i>	<i>+7,7%</i>	<i>64,8%</i>	<i>54 903,1</i>	<i>+8,1%</i>

* Hors **BTE** car elle est considérée comme une banque mixte.

En dépassant la barre symbolique de 16 milliards de dinars, la banque creuse davantage l'écart avec son principal concurrent la **BNA** (une part de marché de 20,7% pour la BIAT et de 12,6% pour la BNA à fin 2021). La banque doit cette position de leadership à son réseau d'agences étendu (205 agences) et à sa base de clientèle la plus large du secteur (plus de 960 000 clients à fin 2021). La BIAT jouit d'un matelas confortable de dépôts faiblement rémunérés, 49,1% des ressources provenant des dépôts à vue, à fin 2021. Notons, à cet effet, que la BIAT conserve à l'échelle du secteur une position dominante sur cette catégorie de ressources, en concentrant 27% de l'encours des dépôts à vue du secteur coté, en 2021. La stratégie de collecte mise en place par la banque depuis des années et centrée sur les dépôts à vue a valu à la BIAT d'afficher le deuxième coût des ressources le plus faible du secteur coté après l'**UBCI** (un coût moyen apparent des ressources de 3,2% fin 2021 selon nos estimations, contre une moyenne de 4,7% pour la concurrence cotée).

▪ **Amen Bank** accélère sa croissance au rayon de la collecte. Le bras financier du Groupe Amen a vu son encours des dépôts inscrire une hausse de 8,2% à 6,3 milliards de dinars. La bonne dynamique de la collecte est redevable aux dépôts à terme (+13,9% à 2,5 milliards de dinars) et aux dépôts d'épargne (+9,1% à 2 milliards de dinars). Les dépôts à vue ont, quant à eux, affiché une croissance terne de 0,7% à 1,8 milliard de dinars. Il semble que la levée des mesures fiscales prises par le Gouvernement ciblant les dépôts à terme en 2020 (hausse du taux de retenue à la source

libératoire de 20% à 35% sur lesdits dépôts) a de nouveau orienté la banque vers les dépôts à terme. En dépit de la focalisation sur les dépôts à terme en 2021, Amen Bank a tant bien que mal maîtrisé son coût des ressources sur l'année. Selon nos estimations, ce dernier s'est rétracté de 62pb à 5,1%. Un niveau qui demeure tout de même supérieur à la concurrence cotée (un coût moyen apparent des ressources de 4,3% pour la concurrence cotée).

Coût des ressources moyen apparent	2020	2021	Variation 2020-2021 (en points de base)
UBCI	3,2%	2,8%	- 38
BIAT	3,4%	3,2%	- 15
Attijari Bank	3,8%	3,3%	- 47
UIB	4,6%	4,2%	- 44
BT	4,8%	4,3%	- 48
ATB	5,3%	4,4%	- 89
BH	5,6%	4,4%	- 114
STB	4,8%	4,4%	- 40
WIB	5,3%	4,7%	- 55
Amen Bank	5,7%	5,1%	- 62
BNA	6,0%	5,3%	- 69
BTE	5,7%	5,5%	- 23
Moyenne du secteur	4,9%	4,4%	- 55

▪ Les chiffres du premier semestre de l'année 2022 ont été bien concluants du côté des dépôts: une progression de 3,7% depuis le début de l'année. L'évolution de la collecte s'annonce prometteuse sur l'année pleine. Le relèvement du Taux minimum de Rémunération de l'Épargne opéré depuis le 18 Mai dernier de 100 pb à 6%, la poursuite de la politique monétaire non conventionnelle menée par l'institut d'émission et

les efforts soutenus par les banques pour capter des ressources devraient continuer à stimuler un retour de l'épargne dans le circuit bancaire. Nous tablons sur une croissance de l'encours de dépôts du secteur bancaire coté de 9,4% à 85,7 milliards de dinars, en 2021.

2) Les crédits

▪ En 2021, l'activité du crédit a affiché un essoufflement quasi général qui contraste avec la bonne dynamique de l'activité de la collecte. Nos banques ont vu leur encours des crédits afficher une croissance modérée de 4,7% à 77,2 milliards de dinars. Le ralentissement de la distribution du crédit observé en 2021 trouverait son origine dans deux principaux types de facteurs:

1) Des facteurs exogènes: le climat des affaires peu propice à l'investissement et la poursuite du grippage de la machine économique ont induit une baisse de la demande des crédits et des projets bancables.

2) Des facteurs endogènes: malgré l'assouplissement de la réglementation prudentielle notamment en ce qui concerne le ratio de transformation réglementaire* et ce depuis l'éclatement de la crise sanitaire, les banques poursuivent leur politique volontariste de réduction du ratio de transformation réglementaire donnant plus de priorité à la collecte des dépôts qu'à la distribution des crédits.

« En 2021, l'activité du crédit a affiché un essoufflement quasi général dû à la combinaison de facteurs endogènes et exogènes aux banques »

* La BCT autorise, désormais, les banques à déduire le cumul des tombées des crédits reportés pour les entreprises et les professionnels (circulaire BCT n°2020-21), ainsi que les financements exceptionnels prévus par la circulaire BCT n°2020-12 du numérateur du ratio de transformation réglementaire. Par ailleurs, pour les banques en dépassement de la limite de 120%, l'exigence trimestrielle de réduction du ratio a été ramenée à 1% contre 2% précédemment.

- Avec une collecte soutenue et une croissance des crédits décélérée, le ratio de transformation global** du secteur coté a poursuivi son trend baissier, dans la continuité des dernières années. Ce dernier s'est rétracté de 2,6 points de pourcentage à 91,6%, à fin 2021.

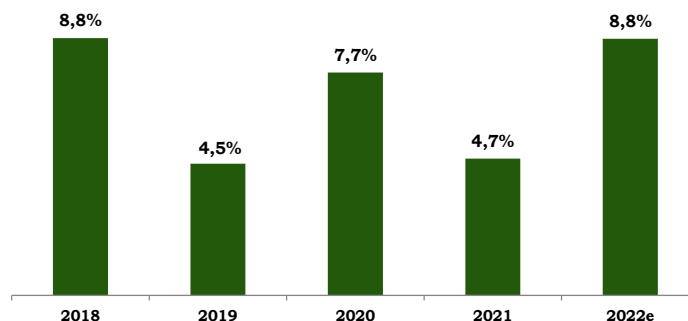
- Toutes les banques de la cote ont enregistré des progressions, relativement modérées, au niveau de leur encours des crédits, hormis la **BH** dont le volume des engagements a légèrement reculé (-0,1%) à 9,8 milliards de dinars. Au vu de la conjoncture difficile et de la raréfaction des bonnes signatures, la banque semble jouer la carte de la prudence pour préserver sa qualité du portefeuille. Rappelons que le leader des crédits logement a accusé, depuis l'exercice 2020, une dégradation ponctuelle de sa qualité d'actifs avec un taux des créances classées passant à 15,9% en 2021 et un taux de couverture de 71,3% (contre un taux de créances classées de 12,5% couvertes à hauteur de 76,5% avant l'éclatement de la crise sanitaire de la Covid-19, en 2019). La crise de la Covid-19 a sans doute orienté la banque étatique vers une plus grande sélectivité en matière de crédits.

- Force est de constater que ce sont les banques publiques qui ont tiré vers le haut la production du secteur (+5% à 32,4 milliards de dinars) en 2021. Le secteur privé a, quant à lui, vu son encours des crédits augmenter de 4,4% à 43,9 milliards de dinars.

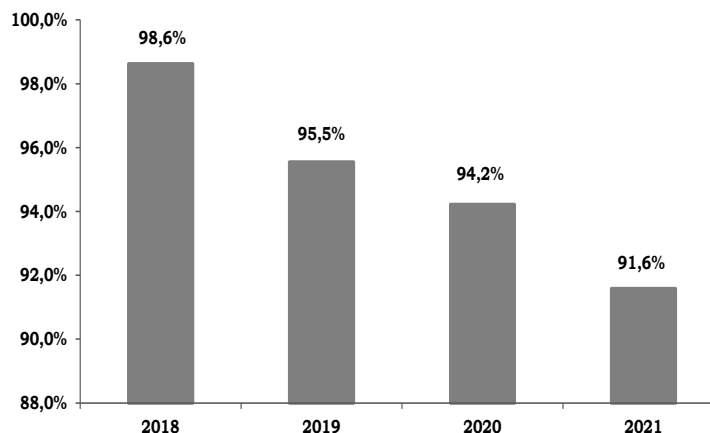
* Hors **BTE** car elle est considérée comme une banque mixte.

** Le ratio de transformation global nous sert de « benchmark » pour suivre l'évolution du ratio de transformation réglementaire. Faute d'informations suffisantes sur la composition des dépôts et des ressources spéciales au 31 Décembre 2021, notre ratio de transformation global inclut les dépôts en devises, les emprunts obligataires et les emprunts sur le marché monétaire. Ce faisant, le ratio de transformation réglementaire devrait être plus élevé pour le secteur coté. Le numérateur du ratio de transformation global est constitué par les crédits et son dénominateur est constitué par les dépôts majorés des ressources spéciales.

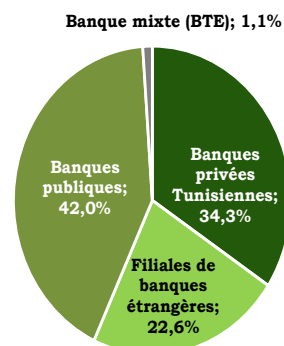
Croissance annuelle des crédits



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



Répartition des crédits du secteur coté en 2021



Chiffres en MDT	Encours des crédits au 31/12/2021	Variation 2020-2021	Part de marché 2021	Encours des crédits 2022e	Variation 2021-2022e
BNA	12 844,8	+7,7%	16,6%	15 118,3	+17,7%
BIAT	12 138,0	+7,0%	15,7%	12 820,8	+5,6%
BH	9 817,9	-0,1%	12,7%	10 475,7	+6,7%
STB	9 731,1	+7,2%	12,6%	11 191,8	+15,0%
Attijari Bank	6 344,7	+6,1%	8,2%	6 541,4	+3,1%
Amen Bank	6 245,7	+4,0%	8,1%	6 676,6	+6,9%
UIB	5 950,0	+2,0%	7,7%	6 140,4	+3,2%
ATB	5 156,0	+0,7%	6,7%	5 176,6	+0,4%
BT	4 925,9	+2,0%	6,4%	5 275,7	+7,1%
UBCI	2 542,6	+3,0%	3,3%	2 829,9	+11,3%
BTE	853,4	+7,2%	1,1%	956,6	+12,1%
WIB	603,6	+25,7%	0,8%	760,5	+26,0%
Secteur bancaire coté	77 153,6	+4,7%		83 964,3	+8,8%
<i>Dont secteur public*</i>	<i>32 393,8</i>	<i>+5,0%</i>	<i>42,0%</i>	<i>36 785,8</i>	<i>+13,6%</i>
<i>Dont secteur privé*</i>	<i>43 906,5</i>	<i>+4,4%</i>	<i>56,9%</i>	<i>46 221,8</i>	<i>+5,3%</i>

- Forte de ses fonds propres solides (des ratio de solvabilité globale et Tier 1 de 19,9% et de 15,9%, au 31 Décembre 2021, soit presque le double de l'exigence réglementaire), la **BNA** poursuit sur sa lancée commerciale. La banque étatique a vu l'encours de ses crédits augmenter de 7,7% à 12,8 milliards de dinars. La croissance des crédits qui est supérieure à la moyenne sectorielle a permis à la banque publique de conforter son statut de premier pourvoyeur de crédits en Tunisie avec une part de marché de 16,6% dans le secteur bancaire coté. Si la BNA continue à faire pression à la baisse sur son ratio de transformation global (un repli de 4,2 points de pourcentage à 122,2%), ce dernier demeure de loin le plus élevé à l'échelle du secteur coté.

« En 2021, ce sont les banques publiques qui ont tiré vers le haut la production du secteur »

Les actifs de la BNA comportent des engagements importants envers les entreprises publiques dont des entreprises en difficultés financières. Le volume des engagements envers les entreprises et organismes publics a totalisé, en 2021, 5,2 milliards de dinars, soit une hausse de 20,7% par rapport à 2020 et l'équivalent de 31,8% du total des engagements de la banque. Parmi les entreprises publiques auxquels est exposée la BNA, nous citons l'Office des Céréales (une exposition de 3,9 milliards de dinars), l'ETAP (des engagements de 70,5MDt), la TRANSTU (des engagements de 94,4MDt), l'Office des Terres Domaniales (une exposition de 162,2MDt), l'Office National de l'Huile (des engagements de 182,5MDt) et la société EL FOULEDH (une exposition de 94,2MDt). Les engagements non couverts par les garanties de l'État concernent essentiellement des entreprises publiques (ETAP, CNRPS, CPG, etc.) dont les engagements sont qualifiés de réguliers et totalisent 562MDt au 31 Décembre 2021.

- Malgré la dégradation de la qualité du portefeuille de la **BTE** et de ses ratios de solvabilité sur les dernières années, la banque a fait preuve de résistance sur le front des crédits. Le volume de ses engagements a cru de 7,2% à 853,4MDt, en 2021. Une évolution sans doute encouragée par la bonne collecte et par la baisse du ratio de transformation réglementaire en deçà du plafond fixé par la BCT de 120%, depuis 2020 (à 115,6%).

- A l'image de la collecte et dans la continuité de 2020, l'activité du crédit s'est bien comportée, en 2021, pour la **STB**. La banque publique a réalisé une augmentation de 7,2% au niveau de son portefeuille des crédits à 9,7 milliards de dinars,

surperformant, ainsi, de 3% le Business Plan de sa dernière sortie obligataire subordonnée (une levée de 100MDt clôturée le 31 Janvier 2022). Ce rythme de croissance lui a valu de se maintenir à la quatrième place dans le palmarès des crédits avec une part de marché de 12,6%. Rappelons que depuis 2020, le bras financier de l'Etat affiche un ratio de transformation réglementaire conforme aux exigences de la BCT (un ratio de 117% en 2020 et de 119,8% en 2021).

Ratios de transformation	Ratio de transformation global			Ratio de transformation réglementaire (2021)
	31/12/2020	31/12/2021	Variation 2020-2021	
BIAT	75,0%	72,7%	▼	85,0%
Attijari Bank	73,8%	73,5%	≈	NC
ATB	79,3%	80,0%	▲	NC
UBCI	87,6%	80,0%	▼	103,0%
BTE	91,6%	85,8%	▼	NC
Amen Bank	87,9%	85,9%	▼	100,1%
WIB	90,8%	87,9%	▼	94,0%
BT	101,2%	97,9%	▼	107,8%
STB	103,1%	102,0%	▼	119,8%
BH	109,6%	103,3%	▼	115,9%
UIB	105,9%	103,6%	▼	113,5%
BNA	126,4%	122,2%	▼	NC
Secteur bancaire coté	94,2%	91,6%	▼	-
<i>Dont secteur public*</i>	<i>113,3%</i>	<i>109,6%</i>	<i>▼</i>	<i>-</i>
<i>Dont secteur privé*</i>	<i>83,9%</i>	<i>81,8%</i>	<i>▼</i>	<i>-</i>

- La **BIAT**, deuxième pourvoyeur de crédits en Tunisie avec une part de marché de 15,7%, a affiché un bond de 7% à 12,1 milliards de dinars au niveau de ses engagements. La bonne collecte et le ralentissement au niveau de la distribution des crédits ont permis de diluer le ratio de transformation réglementaire. Ce dernier est revenu de 94,5%, en 2020, à 85%, en 2021, soit une régression de 9,5 points de pourcentage et une marge flexibilité de 35 points de pourcentage par rapport à la limite réglementaire de 120%. Partant de ce constat, la BIAT pourrait facilement revigorer sa croissance sur les crédits dans les

prochaines années. Selon le plan d'affaires publié en marge de la dernière émission obligataire subordonnée (portant sur une levée de 200MDt et bouclée le 4 Mai dernier), la banque n°1 en Tunisie prévoit de réaliser une croissance annuelle moyenne de son encours des crédits de 8,1% sur la période 2021-2025. Malgré sa dynamique commerciale escomptée sur la période prévisionnelle, la BIAT devrait être en mesure de maintenir un ratio de transformation réglementaire dans les standards les plus élevées du secteur (un ratio de transformation réglementaire passant de 85% en 2021 à 88% en 2025).

- A un rythme moins soutenu que la collecte mais supérieur aux trois dernières années, **Attijari Bank** a affiché une bonne croissance de son encours des crédits. La filiale du Groupe Attijariwafa Bank a réalisé une progression de 6,1% à 6,3 milliards de dinars au niveau de son encours des crédits. La réactivité commerciale de la banque n'a pas altéré sa liquidité. Avec un ratio de transformation global de 73,5% à fin 2021, le deuxième le plus faible de la place après celui de la **BIAT**, et un portefeuille de crédits parmi les plus sains du secteur (un taux de créances classées de 6% couvertes à hauteur de 72,3% par les provisions, à fin 2021), Attijari dispose d'un potentiel de croissance encore inexploité sur les crédits.

« Avec une marge de flexibilité de 35 points de pourcentage au niveau de son ratio de transformation réglementaire, la BIAT pourrait facilement revigorer sa croissance sur les crédits dans les prochaines années »

* Hors **BTE** car elle est considérée comme une banque mixte.

▪ L'activité du crédit a bien résisté sur le premier semestre de 2022, cumulant une hausse du volume des engagements du secteur de 3,5% à 79,9 milliards de dinars. Malgré le climat des affaires atone, nous pensons que la production du secteur devrait continuer à être soutenue d'ici la fin de l'année par : 1) la bonne collecte, 2) l'apaisement des tensions sur le ratio de transformation réglementaire et sur la liquidité bancaire, 3) la base de comparaison favorable de 2021 qui a été marquée par un ralentissement sensible du rythme de la production et 4) les remboursements importants de Bons de Trésor Assimilables depuis le début de l'année assurant une entrée d'argent frais aux banques. Nous estimons que le secteur bancaire coté devrait réaliser une croissance de son encours des crédits de 8,8% à 84 milliards de dinars, sur l'année pleine 2022.

3) Le produit net bancaire

▪ L'année 2021 a été marquée par une accélération notable de la croissance du PNB du secteur coté. Nos banques ont réalisé un bond de 10,8% à 5,5 milliards de dinars, au niveau de leurs revenus nets.

▪ Toutes les banques de la cote ont affiché des évolutions positives de leur PNB ce qui est une performance en soi dans ce contexte pandémique.

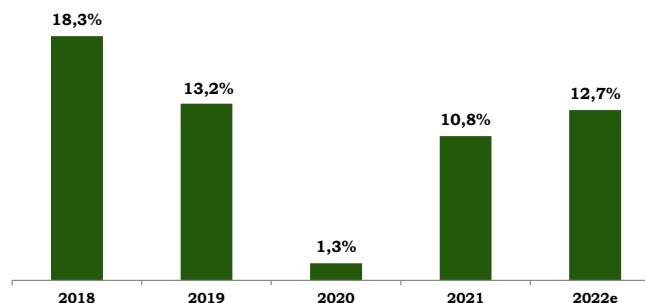
▪ Ce qui nous interpelle le plus dans la lecture des indicateurs d'activité des banques, c'est l'envolée spectaculaire des autres revenus. Ces derniers se sont accrus de 25,7% à 1,5 milliard de dinars. La forte activité d'émission de bons de Trésor par l'Etat, en 2021, la redistribution des dividendes par les filiales de leasing après leur suspension par la BCT, en 2020, et le début de

normalisation de l'activité du commerce extérieur en Tunisie en 2021, permettant aux salles de marché de renouer avec les gains de change expliquent cette tendance.

▪ Un autre constat et non des moindres explique l'accélération de la croissance des PNB au niveau du secteur bancaire en 2021. Il s'agit de la bonne orientation des commissions. Ces dernières se sont engraisées de 13,4% à 1,2 milliard de dinars, profitant de la levée, depuis Juin 2020, des mesures de tarification instituées par la Banque Centrale pour soulager les entreprises et les ménages des répercussions de la crise de la Covid-19**.

▪ En 2021, la vigueur des autres revenus et des commissions contraste avec le manque de

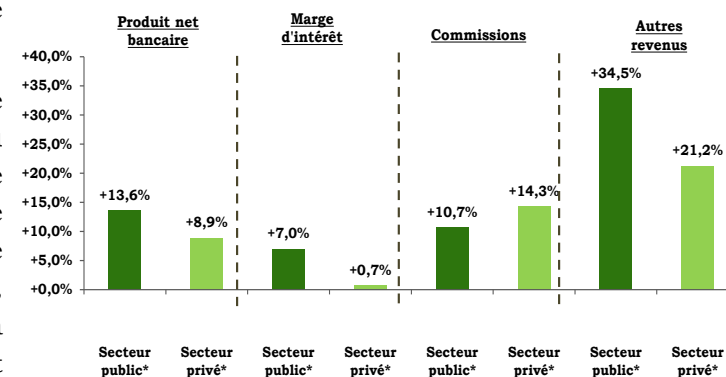
Evolution annuelle du produit net bancaire



dynamisme de la marge d'intérêt. Cette dernière a augmenté de 3,4% seulement à 2,8 milliards de dinars, se ressentant du ralentissement substantiel de l'activité de distribution du crédit et de la baisse du TMM. Il appert, également, que le secteur a subi un léger effritement de son spread de crédit. Selon nos estimations, ce dernier s'est rétracté de 14pb en moyenne à

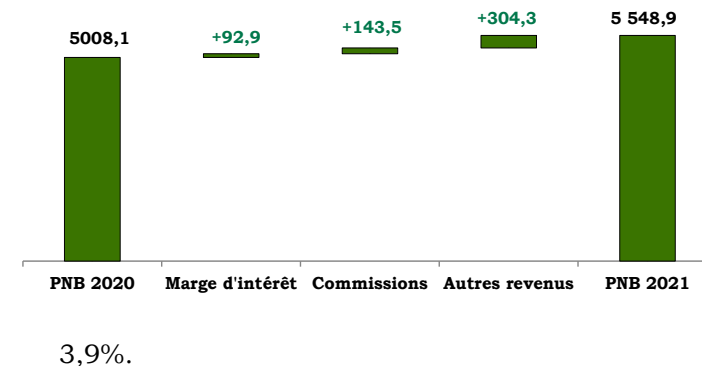
** Les mesures relatives à la tarification et la gratuité de certains services (circulaire BCT n°2020-05 qui a été abrogée par la circulaire BCT n°2020-15).

Performances comparées du secteur public* Vs secteur privé* en 2021



* Hors BTE car elle est considérée comme une banque mixte.

Décomposition de la croissance du PNB en 2021



« La forte activité d'émission de bons de Trésor par l'Etat, en 2021, la redistribution des dividendes par les filiales de leasing après leur suspension par la BCT, et le début de normalisation de l'activité du commerce extérieur en Tunisie en 2021, permettant aux salles de marché de renouer avec les gains de change expliquent le dynamisme des autres revenus affiché en 2021 »

La plus forte hausse de PNB du secteur bancaire coté réalisée en 2021 est revenue à **Wifack International Bank**. L'ex-leaseur a vu ses revenus croître de 69,6% à 49,7MDt. A noter que la banque a aussi réalisé la meilleure progression de la marge de profit (équivalent de marge d'intérêt pour les banques islamiques) et des commissions à l'échelle du secteur. Ces dernières ont respectivement évolué de 99,2% à 33,2MDt et de 54,2% à 14,1MDt. Rappelons que pour diversifier ses canaux de financement, la banque a émis en 2021 deux emprunts obligataires islamiques sans recours à l'appel public à l'épargne pour un montant cumulé de 25MDt. Notons, par ailleurs, que WIB continue à pâtir de l'absence de Sukuk souverains sur le marché ce qui ne met pas la banque sur le même pied d'égalité avec les autres banques conventionnelles de la cote autorisées à placer dans les bons d'Etat. Ce constat trouve son reflet dans la faible contribution des autres revenus au PNB de Wifak Bank (4,8% à fin 2021, soit la proportion la plus faible à l'échelle du secteur, contre une moyenne sectorielle de 26,8%).

La **BTE** s'est ressaisie en 2021 après avoir subi une baisse de son PNB de 8,3% en 2020, en réalisant un rebond de ses revenus de 29,1% à 63,1MDt. L'ex-banque de développement a enregistré une croissance à deux chiffres au niveau de toutes les composantes de son PNB (voir tableau ci-contre). A noter que la banque affiche la plus forte contribution des commissions dans ses revenus à l'échelle du secteur (40,3% à fin 2021).

L'exercice 2021 a été un excellent crû pour la **BNA**. La banque étatique a affiché une accélération remarquable de la croissance de ses

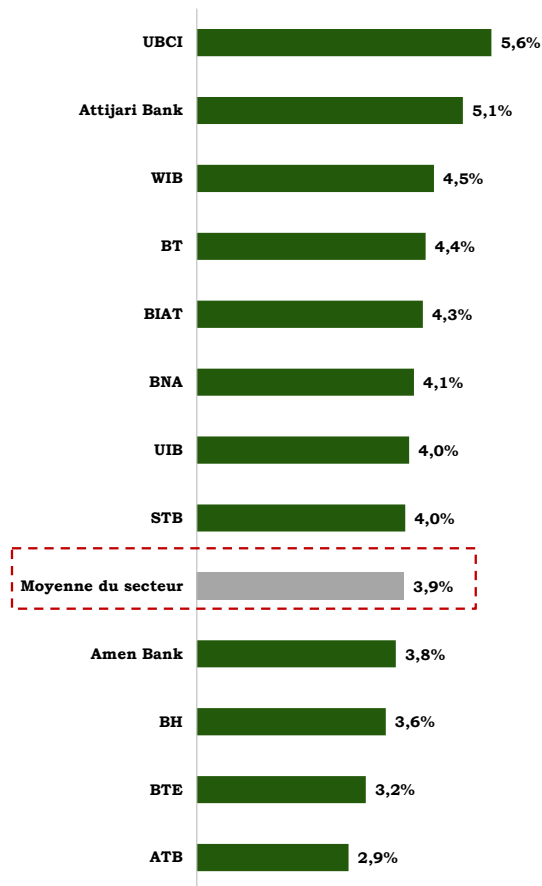
Chiffres en MDt	Marge d'intérêt 2021	Variation 2020-2021	Commissions 2021	Variation 2020-2021	Autres revenus 2021	Variation 2020-2021	PNB 2021	Variation 2020-2021	Part de marché 2021	PNB 2022e	Variation 2021-2022e
BIAT	472,4	-3,4%	220,0	+3,9%	323,0	+34,6%	1 015,5	+7,9%	18,3%	1 222,6	+20,4%
BNA	473,5	+11,1%	156,1	+10,0%	220,4	+80,6%	850,0	+23,2%	15,3%	993,6	+16,9%
STB	362,5	-1,5%	125,8	+11,2%	162,2	+12,2%	650,6	+4,0%	11,7%	715,2	+9,9%
BH	324,3	+11,7%	104,2	+11,3%	141,0	+14,9%	569,5	+12,4%	10,3%	608,8	+6,9%
Attijari Bank	255,6	-5,3%	116,9	+21,6%	150,0	+23,8%	522,5	+7,3%	9,4%	571,7	+9,4%
Amen Bank	163,6	+5,3%	116,2	+12,3%	174,4	+23,2%	454,2	+13,4%	8,2%	503,3	+10,8%
UIB	251,8	+3,2%	140,7	+21,0%	50,3	+20,1%	442,8	+10,1%	8,0%	474,7	+7,2%
BT	218,5	+1,4%	66,2	+14,1%	92,9	-6,9%	377,6	+1,1%	6,8%	415,8	+10,1%
ATB	114,9	+0,1%	73,6	+26,4%	101,9	+14,4%	290,4	+10,8%	5,2%	347,3	+19,6%
UBCI	151,4	+5,2%	54,1	+11,4%	57,5	+17,4%	263,0	+8,9%	4,7%	289,8	+10,2%
BTE	25,5	+22,7%	25,4	+30,6%	12,2	+41,3%	63,1	+29,1%	1,1%	52,8	-16,4%
WIB	33,2	+99,2%	14,1	+54,2%	2,4	-31,3%	49,7	+69,6%	0,9%	59,9	+20,6%
Secteur bancaire coté	2 847,3	+3,4%	1 213,4	+13,4%	1 488,2	25,7%	5 548,9	+10,8%		6 255,5	12,7%

revenus avec un PNB en hausse de 23,2% à 850MDt, se maintenant ainsi au deuxième rang en matière de revenus (avec une part de marché de 15,3%). Cette performance est attribuable surtout à la hausse vertigineuse des autres revenus (+80,6% à 220,4MDt) qui a été la plus soutenue à l'échelle du secteur coté. La contribution de cette source de revenus a gagné 8,2 points de pourcentage dans le PNB à 25,9%, supplantant, ainsi, les commissions (une contribution dans le PNB de 18,4% à fin 2021). Notons que la banque possède un stock de bons du Trésor parmi les plus élevés du secteur bancaire coté qui s'élève à 2,2 milliards de dinars. La valeur brute des BTA s'est accrue de 1,1 milliard de dinars sur l'année 2021, résultant essentiellement des nouvelles souscriptions pour une valeur de 1,2 milliard de dinars dont 1 milliard de dinars relatif à la conversion des

créances de l'Office des Céréales en BTA.

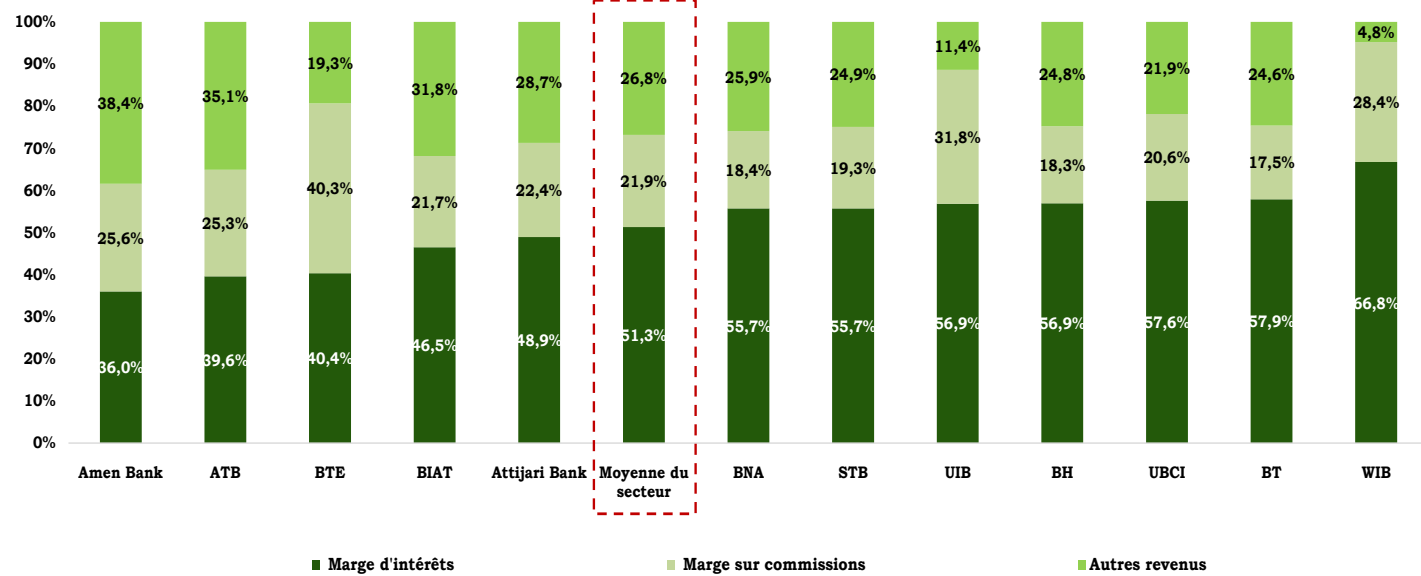
L'année 2021 a été un bon millésime pour **Amen Bank** en matière de génération de revenus. Malgré le contexte économique difficile, la banque a vu son PNB croître de 13,4% à 454,2MDt. A l'image de ses consœurs, la banque a surtout profité de la bonne dynamique des autres revenus (+23,2% à 174,4MDt) et des commissions (+12,3% à 116,2MDt). Tenant compte de ces évolutions, le PNB d'Amen Bank affiche une physionomie intéressante, parmi les plus équilibrées du secteur bancaire coté (voir graphe de la page suivante). En 2021, Amen Bank a poursuivi son programme de transformation «NEXT» notamment, en embarquant tout le réseau d'agences dans ce programme de transformation.

Spread d'intérêt apparent moyen par banque (2021)



Ainsi, les 158 Points de Vente Retail d'AMEN BANK, sont fonctionnels avec le nouveau modèle conforme aux standards des banques internationales. Les efforts se poursuivront en 2022 pour le rééquilibrage de l'activité commerciale entre le Corporate et le Retail et la diversification des revenus à travers l'élargissement de l'offre de la Banque Digitale, l'enrichissement des produits de la Bancassurance, le développement des activités Banque d'Affaires et Banque de Détail et le lancement d'une branche de Finance Islamique et

Structure du PNB du secteur bancaire en 2021



d'une branche de Private Banking, tout en suivant des pratiques de gestion saine et prudente et ce, par le renforcement du système de maîtrise des risques.

La **BH** a figuré parmi les plus grands gagnants de l'année 2021 sur le front du PNB. Les revenus de la banque publique se sont hissés de 12,4% à 569,5MDt, s'alignant, ainsi, aux projections dévoilées dans le cadre de l'émission obligatoire subordonnée de 70MDt, avec recours à l'appel public à l'épargne (clôturée le 24 Septembre 2021). La progression du PNB enregistrée a été à deux chiffres toutes catégories de revenus confondues. Malgré une évolution en berne des crédits, la marge d'intérêt a affiché une hausse remarquable de 11,7% à 324,3MDt, laissant entrevoir une amélioration du spread de crédit. Selon nos estimations, ce dernier a augmenté de 18 points de base à 3,6% sur l'année 2021 mais reste inférieur à la moyenne sectorielle (estimée

3,9% à fin 2021, selon nos calculs). Les commissions se sont, pour leur part, engraisées de 11,3%, dépassant pour la première fois dans l'histoire de la banque le cap de 100MDt. Force est de constater que la contribution de cette source de revenus reste faible dans le PNB de la banque. Cette dernière se chiffre à 18,3% seulement, soit la deuxième proportion la plus faible du secteur après celle de la **BT**. Enfin, les autres revenus ont continué à profiter d'une activité de placement en bons d'Etat historiquement dynamique. La BH Bank compte, en fait, dans ses actifs un portefeuille de bons du Trésor parmi les plus fournis du secteur bancaire coté, dont la valeur s'élève, au 31 Décembre 2021, à 1,3 milliard de dinars. Outre les gains sur portefeuille titres (+14,5% à 108MDt), la banque a profité de la bonne tenue de l'activité de la salle de marché.

Cette dernière a engrangé des gains nets de change de 32,8MDt, en hausse de 15,3%, par rapport à 2020. Ainsi, les autres revenus de la BH se sont finalement hissés de 14,9%, sur l'année passée, à 141MDt.

- L'ATB parvient à réaliser une croissance de son PNB de 10,8% à 290,4MDt, au 31 Décembre 2021. Cette performance est d'autant plus louable qu'elle a été alimentée par toutes les sources de revenus, sans exception. Prenant conscience de son potentiel, l'ATB a réalisé en 2021 une levée de fonds propres de 70MDt, par l'émission de 28 millions de certificats d'investissement, réservée à son actionnaire de référence, l'Arab Bank. Cette augmentation de capital devrait permettre à la banque de restaurer ses ratios prudentiels, de financer son programme de restructuration organisationnelle et commerciale et de redoubler en agressivité commerciale pour reconquérir des parts de marché et atteindre de nouveaux paliers de rentabilité.

- Le premier semestre de l'année en cours a été porteur pour le secteur bancaire coté. Les revenus agrégés du secteur ont bondi de 12,1%, en glissement annuel, à 3,1 milliards de dinars. Cette bonne performance est redevable à la bonne dynamique des autres revenus (+21,6% à 952,3MDt) qui ont profité d'une forte activité d'émission de bons de Trésor, principalement des Bons de Trésor à Court Terme et du contexte de change volatil. A cela s'ajoute, la bonne tenue de la marge d'intérêt (+8,7% à 1,5 milliard de dinars). Principale source de revenus pour les banques tunisiennes, la marge d'intérêt a bénéficié d'une activité de crédit bien portante et du relèvement du taux d'intérêt directeur de la

BCT à partir du 18 Mai dernier de 75pb à 7%. Quant aux commissions, elles ont enregistré une progression de 7,9% à 662,8MDt.

- Nous pensons que les tendances précitées devraient se prolonger sur l'année pleine 2022 et anticipons une progression moyenne du PNB agrégé du secteur d'au moins 12,7% à 6,3 milliards de dinars.

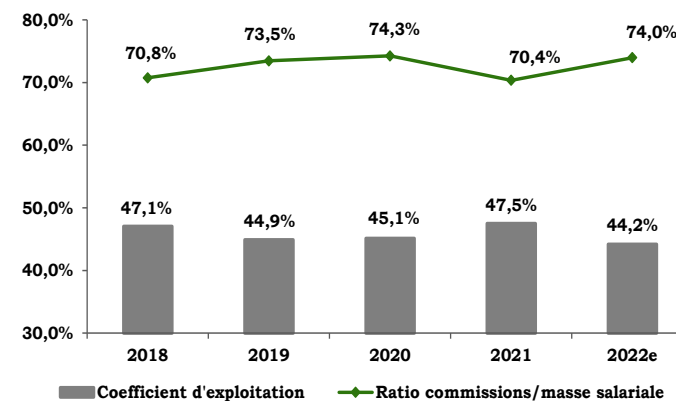
4) La productivité

- En 2021, nos banques ont enregistré une dégradation quasi générale de leur productivité. Le coefficient d'exploitation agrégé du secteur a signé une avancée de 2,4 points de pourcentage à 47,5%. Dans le même ordre d'idées, le ratio de couverture de la masse salariale par les commissions nettes a régressé de 3,9 points de pourcentage à 70,4%.

- La croissance du PNB s'est avérée insuffisante pour absorber la flambée des frais généraux. Ces derniers se sont hissés de 16,7%, atteignant un record historique de 2,6 milliards de dinars. Les charges opératoires des banques ont été boostées par les frais de personnel (+19,7% à 1,7 milliard de dinars) et les charges générales d'exploitation (+12,2% à 746,7MDt). L'élargissement des frais de personnel trouve son origine dans l'application de l'accord de la place, signé le 26 Juillet 2021, prévoyant l'augmentation salariale (+5,3% au titre de l'exercice 2020 et de 6,7% au titre de l'exercice 2021) et la modification de l'assiette de calcul de l'indemnité de départ à la retraite à 12 mois au lieu de 6 mois. Tandis que l'augmentation des charges générales d'exploitation est essentiellement imputable à l'évolution des cotisations au fonds de garanties des dépôts

bancaires.

Evolution des indicateurs de productivité du secteur coté



Chiffres de 2021	Secteur public*	Secteur privé*
Coefficient d'exploitation	41,3%	50,6%
Commissions/salaires	65,5%	73,0%
PNB/agence (en MDt)	4,3	3,1
Employés/agence	12	9

* Hors BTE car elle est considérée comme une banque mixte.

- Certes, les banques publiques jouissent aujourd'hui d'un meilleur coefficient d'exploitation que leurs pairs privés mais il leur reste encore du chemin à parcourir pour converger vers la norme sectorielle au niveau du ratio de couverture des salaires par les commissions et du ratio du nombre d'employés par agence (voir tableau ci-dessus).

▪ **BT** (un coefficient d'exploitation de 35,5%, à fin 2021), **BH** (un coefficient d'exploitation de 39,2%) et **Amen Bank** (un coefficient d'exploitation de 40,7%) forment le trio de tête des banques les plus productives de la place en termes de coefficient d'exploitation. Les trois banques font preuve de rigueur, malgré: 1) l'environnement inflationniste 2) le climat social tendu, 3) une politique de rémunération attractive pour la **BT** (adoption de la politique d'intéressement pour les salariés) et 4) les surcoûts de la relance commerciale et de l'extension du réseau sur les dernières années pour la **BH** (ouverture de neuf agences, sur la période 2018-2021). S'agissant d'**Amen Bank** et après avoir atteint un pic de 41,5% sur les cinq dernières années en 2020, le coefficient d'exploitation de la banque privée a affiché une inflexion de tendance en 2021, reculant de 0,8 point de pourcentage à 40,7%. Il semble qu'**Amen Bank** ait commencé à récolter les fruits du programme de transformation NEXT prévoyant une réallocation des effectifs, une optimisation de la répartition géographique du réseau commercial et de la productivité au niveau des agences.

▪ Les autres banques publiques, à savoir la **BNA** (un coefficient d'exploitation de 41,1%, à fin 2021) et la **STB** (un coefficient d'exploitation de 43,4%) demeurent dans le Top 5 des banques les plus productives de la place en termes de coefficient d'exploitation. Cependant, leur ratio de couverture de la masse salariale se comparent défavorablement par rapport aux standards du secteur.

▪ Les majors privés du secteur: **BIAT** (un coefficient d'exploitation de 44,3%, à fin 2021), **Attijari Bank** (un coefficient d'exploitation de

Indicateurs de productivité	Coefficient d'exploitation				Ratio commissions/masse salariale				Nombre d'agences (2021)	Effectif* (2021)
	2020	2021	Variation 2020-2021	2022e	2020	2021	Variation 2020-2021	2022e		
BT	30,4%	35,5%	▲	34,9%	79,0%	71,4%	▼	73,3%	126	1 045
BH	38,5%	39,2%	▲	42,0%	75,1%	69,3%	▼	69,9%	149	1 691
Amen Bank	41,5%	40,7%	▼	39,2%	89,4%	89,1%	≈	87,6%	158	1 197
BNA	41,9%	41,1%	▼	36,8%	69,4%	60,1%	▼	56,7%	184	2 091
STB	39,6%	43,4%	▲	42,7%	72,1%	70,0%	▼	66,7%	149	1 966
BIAT	43,4%	44,3%	▲	39,8%	97,5%	92,3%	▼	98,2%	205	1 935
Attijari Bank	47,1%	53,1%	▲	46,0%	62,5%	62,1%	≈	71,9%	200	1 816
UIB	50,3%	53,9%	▲	45,7%	81,1%	79,9%	▼	98,4%	147	1 497
ATB	69,7%	70,8%	▲	60,7%	55,3%	63,4%	▲	76,4%	135	1 325
WIB	104,2%	75,3%	▼	72,4%	50,0%	60,5%	▲	56,7%	37	311
UBCI	63,0%	76,8%	▲	74,9%	49,6%	40,5%	▼	42,0%	103	1 125
BTE	87,4%	83,1%	▼	111,6%	66,3%	71,5%	▲	74,8%	30	NC
Secteur bancaire coté	45,1%	47,5%	▲	44,2%	74,3%	70,4%	▼	74,0%	1 623	15 999

53,1%, à fin 2021) et **UIB** (un coefficient d'exploitation de 53,9% à fin 2021), ont subi une dégradation ponctuelle, en 2021, de leur coefficient d'exploitation, en 2021, mais maintiennent des ratios de couverture de la masse salariale par les commissions supérieurs à 60%.

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

WIB a été la seule banque de la cote sur l'année 2021 à pouvoir concilier les objectifs de baisse du coefficient d'exploitation et de consolidation du ratio de couverture de la masse salariale par les commissions. La banque islamique s'est distinguée par une amélioration sensible au niveau de ces deux ratios (un repli de 29 points de pourcentage au niveau du coefficient d'exploitation à 75,3% et un accroissement du ratio de couverture de la masse salariale par les commissions de 10,5 points de pourcentage à 60,5%). **Wifak Bank** projette dans les prochaines années d'achever la transformation digitale de l'ensemble de ses process et services afin de se positionner en tant que leader en finance islamique en Tunisie. Le management de la banque vise à atteindre un coefficient d'exploitation de 36,5% d'ici 2026.

▪ Sur la première moitié de l'année en cours, nos banques ont affiché une bonne maîtrise de leurs frais généraux après avoir subi de fortes pressions inflationnistes en 2021. Le secteur bancaire a vu ses charges opératoires augmenter de 4,7% en moyenne, selon nos estimations*, à 1,3 milliard de dinars à fin Juin 2022. Le ralentissement notable de la croissance des frais généraux est redevable essentiellement à la quasi stabilité des frais du personnel (+0,8% à 820,7MDt). Certaines banques ont même affiché une baisse de leur masse salariale, comme l'**UIB**, **Attijari Bank** et l'**ATB**. Ainsi, au 30 Juin 2022, le coefficient d'exploitation moyen estimé du secteur bancaire ressort à 40,8%, soit un recul de 6,6 points de pourcentage comparativement à fin Juin 2021. Quant au ratio de couverture de la masse salariale par les commissions, il s'est également amélioré passant de 75,4% à la fin premier semestre 2021 à 80,8% à fin Juin 2022. Nous pensons que l'amélioration des indicateurs de productivité du secteur bancaire coté devrait se poursuivre sur l'année pleine 2022. Nous anticipons une meilleure absorption des coûts pour les banques, profitant d'un effet ciseau positif entre la vigueur de la croissance du PNB et la bonne orientation des commissions et la bonne maîtrise des frais généraux avec à leur tête les frais de personnel. Ainsi, nous tablons sur une baisse du coefficient d'exploitation agrégé du secteur de 3,3 points de pourcentage à 44,2% et une consolidation du ratio de couverture des salaires par les commissions de 3,6 points de pourcentage à 74%.

5) La qualité du portefeuille

▪ Le secteur bancaire coté a tant bien que mal sauvegardé sa qualité du portefeuille malgré le contexte économique morose qui a prévalu en 2021 et les dégâts de la crise de la Covid-19. Selon nos estimations, le taux des créances classées moyen s'est établi à 11,5%, en régression de 0,3 point de pourcentage par rapport à 2022. Le taux de couverture moyen estimé desdites créances par les provisions s'est, également amélioré (+2,2 points de pourcentage) pour se situer à 70,4%, s'alignant ainsi au seuil recommandé par la BCT. Notons que selon l'autorité monétaire, le taux des créances classées du secteur bancaire (coté et non coté) s'est établi à 13,3% à fin 2021, contre 13,6% une année plus tôt. Quant au taux de couverture moyen, il est ressorti à 57,5% à fin 2021, contre 55,4% en 2020.

▪ Au même volet des risques, le secteur a affiché une légère baisse de son coût net du risque en 2021. Les dotations aux provisions sur les créances constatées en 2021, se sont dépréciées de 5,1% à 1 milliard de dinars, mais demeurent à un palier historiquement élevé. Ce constat est en lien avec l'impact de l'entrée en vigueur des circulaires n°2021-01 et n°2022-02 relatives aux provisions collectives, ainsi qu'une persistance anticipée des impayés et des entrées en défaut impactée par la crise sanitaire de la Covid-19.

▪ En 2021, le secteur coté a constaté des provisions collectives additionnelles de 161MDt (contre 274,5MDt en 2020) pour couvrir les

risques latents sur les engagements courants et les engagements nécessitant un suivi particulier au sens de la circulaire de la BCT n°91-24.

▪ L'instauration du moratoire d'échéances* par la BCT depuis 2020 qui masque les défauts de paiement des entreprises et l'exigence supplémentaire de provisionnement au titre des provisions collectives expliquent la résistance manifestée par les banques cotées au niveau de leur qualité du portefeuille, et ce malgré une activité de distribution du crédit qui a été au ralenti en 2021.

Chiffres de 2021	Secteur public***	Secteur privé***
Taux des créances classées moyens estimés	15,6%	8,4%
Taux de couverture moyens estimés des créances classées par les provisions	69,2%	72,5%

*** Hors **BTE** car elle est considérée comme une banque mixte.

▪ En 2021, les banques publiques se positionnent moins favorablement par rapport à leurs consœurs privées à la fois au rayon du taux des créances classées et du taux de couverture (voir tableau ci-dessus).

▪ L'**UBCI** continue à montrer l'exemple en matière de qualité du portefeuille avec un taux des créances classées inférieur à 7% et un taux de couverture inégalé au-dessus de 80%. Elle confirme sa capacité à maîtriser ses risques.

▪ La **BIAT** et **Attijari Bank** continuent à récolter les fruits de leur politiques de crédit rigoureuse avec les taux de créances classées les plus faibles du secteur et des taux de couverture proches du seuil recommandé par la BCT.

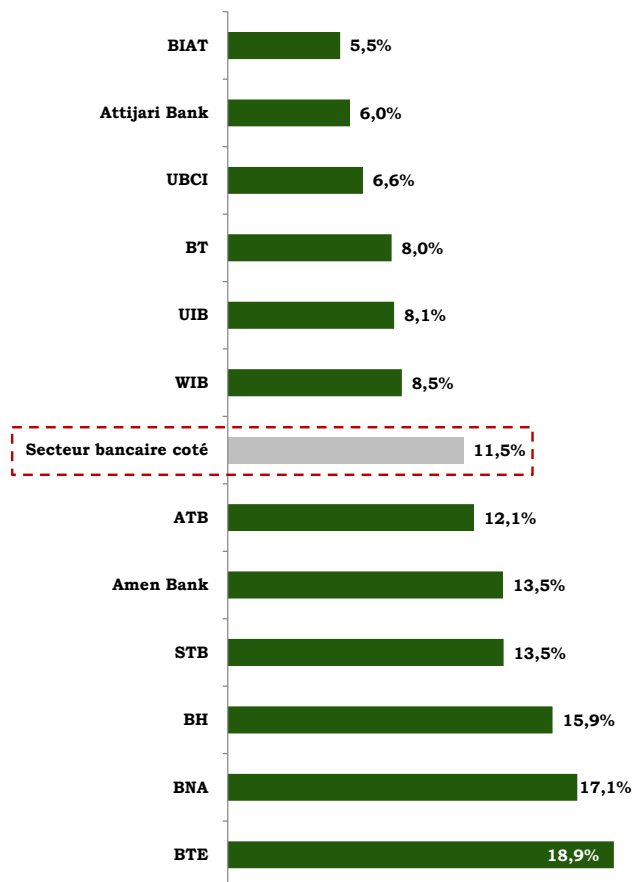
* A la date de rédaction de la présente note, la **STB** n'a pas encore publié ses états financiers au 30 Juin 2022. Ce faisant, le montant des dotations aux amortissements et aux provisions sur les immobilisations est inconnu.

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

La **BT** a réussi sensiblement à améliorer sa qualité d'actifs sur l'année 2021. Le taux des créances classées a régressé de 1,6 point de pourcentage à 8% et le taux de couverture des créances classées a augmenté d'une manière significative (+12,5 points de pourcentage) ressortant à 74,1%. Durant l'AGO du 27 Avril 2022, le management a signalé la volonté de la banque d'atteindre un taux des créances classées de 7% et un taux de couverture de 85% au terme des cinq prochaines années, et ce en vue de se conformer aux dispositions de la circulaire BCT n°2022-01 du 1er Mars 2022 portant sur la prévention et la résolution des créances non performantes. La baisse notable du coût du risque a aussi été l'évènement marquant de l'année 2021 pour la BT. Profitant d'une opération de reprise sur provisions de 100MDt sur Carthage Cement, l'enveloppe des dotations aux provisions sur les créances a décroché de 81,7% à 13,7MDt; un niveau historiquement bas pour la banque. La baisse importante du coût du risque est un constat d'autant plus à saluer au vu de la dégradation du climat des affaires et des dégâts de la crise de la Covid-19. Elle confirme la pertinence de la stratégie de développement de la BT qui a de tout temps joué la carte de la prudence, privilégiant la qualité aux volumes.

Nonobstant un environnement opérationnel ardu marqué par le grippage de l'activité économique et la détérioration de la qualité des créanciers, **Amen Bank** a affiché une amélioration de sa qualité du portefeuille. Le taux des créances classées s'est plié de 1,2% à 13,5% mais demeure le niveau le plus élevé du secteur privé. Quant au taux de couverture, il a signé une avancée de 4,1% à 71,2%. Les bienfaits de la

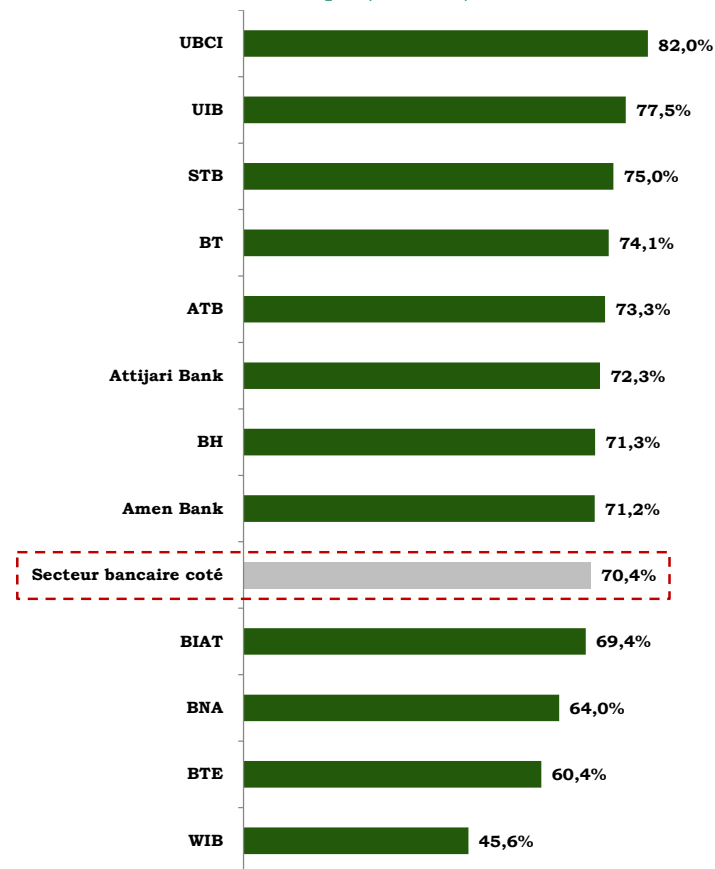
Taux de créances classées par banque (en 2021)



stratégie de rationalisation des octrois de crédit suivie sur les dernières années sont perceptibles au niveau de la structure des engagements de la banque. **Amen Bank** continue à faire pression à la baisse sur son exposition aux secteurs du tourisme et de la promotion immobilière. Ces dernières ressortent respectivement à 7% et à 8,4% en 2021 contre 9,5% et 14,8% cinq années plus tôt.

Les banques publiques continuent à tirer profit des efforts de nettoyage du bilan, du démarrage depuis 2018 du traitement transactionnel des

Taux de couverture des créances classées par les provisions par banque (en 2021)



créances classées et de la nouvelle politique de crédit plus prudente qui a été instaurée conformément à leur plan de transformation. Le portefeuille des crédits des banques étatiques est désormais, en moyenne, mieux provisionné que les années passées. Malgré tous les efforts d'assainissement des bilans consentis, la qualité du portefeuille de la **BNA** demeure la plus fragile du secteur public (un taux de créances classées de 17,1% couvertes à hauteur de 64%).

L'effet de dilution créé par les nouveaux crédits produits sur les dernières années (4,2 milliards de dinars distribués sur la période 2018-2021) a été limité et l'effort de provisionnement déployé reste en deçà des attentes. Il découle de ce qui précède, que la **BNA** devrait davantage sacrifier ses bénéfices dans les prochaines années pour améliorer son taux de couverture. Toutes choses étant égales par ailleurs et tenant compte d'un stock de créances classées de 2,8 milliards de dinars (soit le plus élevé du secteur coté), il faudrait au moins une année de bénéfices à zéro pour atteindre un taux de couverture de 70%.

- Sur le premier semestre de l'année en cours, nos banques ont enregistré une baisse de leur coût net du risque de 9,2% à 391,5MDt*. Mais ce chiffre ne nous donne qu'une vision partielle du montant des provisions sur les créances que le secteur devrait constater en 2022 car il est déterminé en fin d'exercice par l'autorité monétaire. Le coût du risque de l'année 2022 dépend aussi du montant des dotations aux provisions collectives** à constater conformément à la circulaire BCT n°91-24 du 17 Décembre 1991 modifiée par la circulaire 2012-20 du 6 Décembre 2012 telle que modifiée par la circulaire 2021-01 du 11 Janvier 2021 et par la circulaire 2022-02 du 4 Mars 2022 dont les dispositions sont applicables à l'exercice 2021 et les exercices ultérieurs.

- La nouvelle circulaire BCT n°2022-01 du 1er Mars 2022 portant sur la prévention et la résolution des créances non performantes, constitue une véritable révolution dans la gestion des créances classées du secteur; un dossier

lourd qui traîne depuis des années et qui a longtemps freiné son essor, son développement et son accès à des nouvelles ressources de financement. L'objectif de cette circulaire est de réduire le montant des créances classées à un niveau économiquement raisonnable dans un horizon de 5 ans et amener les banques à gérer proactivement leurs créances durant tout leur cycle de vie allant de l'octroi à la résolution.

- D'après la circulaire de la BCT, les établissements, dont la part des engagements bruts non performants dans le total des engagements sur base individuelle est supérieure ou égale à 7%, doivent élaborer une stratégie écrite de résolution des créances non performantes visant à réduire ces créances en termes de volume, de nombre et d'ancienneté pour atteindre une part inférieure à 7% et ce, dans un horizon raisonnable ne dépassant pas dans tous les cas 5 ans à partir de l'année 2022.

- Pour les établissements qui présentent une part des engagements bruts non performants supérieure ou égale à 10% compte tenu des engagements cédés à leurs filiales de recouvrement, la stratégie de résolution des créances non performantes susvisée doit permettre de ramener cette part à un niveau inférieur à 10% dans un horizon raisonnable ne dépassant pas dans tous les cas 5 ans à partir de l'année 2022.

- L'application de cette circulaire devrait inciter les banques à intensifier les efforts d'assainissement du bilan et à renforcer la culture et les processus de gestion des risques.

Ce faisant, nous anticipons une poursuite de l'amélioration de la qualité d'actifs du secteur dans les prochaines années.

6) La rentabilité

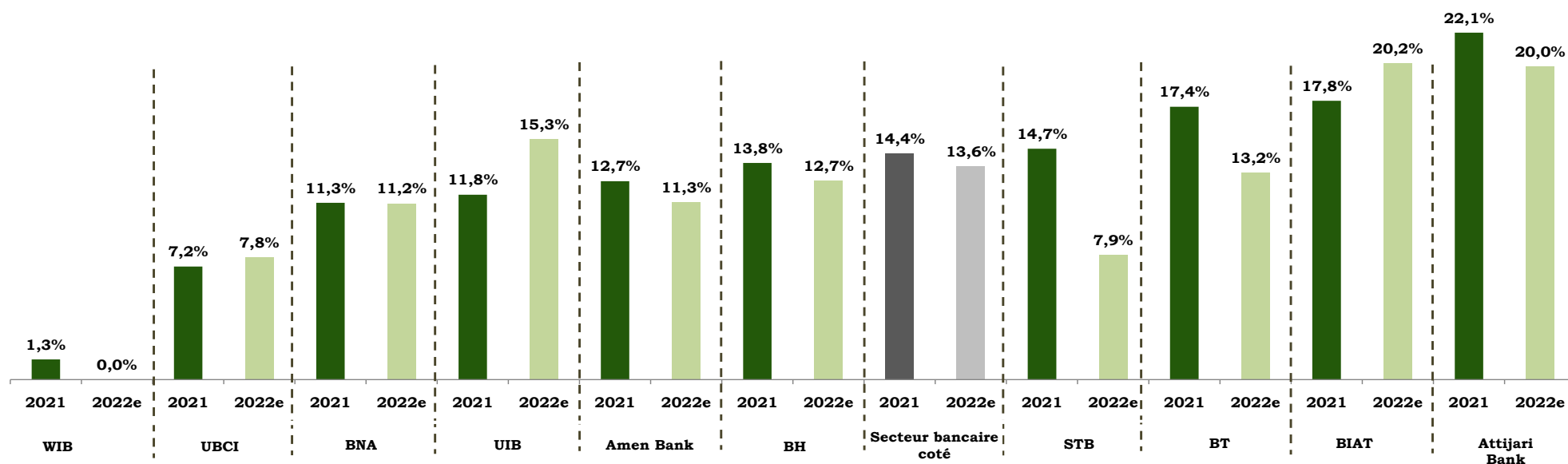
- 2021 a été l'année du retour à la croissance profitable par excellence pour le secteur bancaire après une année 2020 éprouvante. La masse bénéficiaire du secteur s'est engraisée de 21,3% à 1,2 milliard de dinars, sans pour autant retrouver ses niveaux d'avant Covid. En dépit de la dégradation circonstancielle de la productivité, la rentabilité du secteur a profité d'une accalmie au niveau des provisions (une baisse des dotations aux provisions (-4,1% à 1,1 milliard de dinars). Sur douze banques cotées, seulement deux banques ont affiché des évolutions négatives de leurs profits. Il s'agit de l'**UBCI** (-10,7% à 37,6MDt au niveau des bénéfices nets individuels) et de la **BIAT** (-5,3% à 266,8MDt au niveau des bénéfices nets individuels). Ces deux banques ont essentiellement pâti de la forte progression des frais généraux. En sus de cette tendance, le leader du secteur bancaire, la **BIAT**, a accusé une flambée ponctuelle de son coût du risque (+42,6% à 190,8MDt). Un phénomène non sans surprise en raison de la dégradation du climat des affaires qui a ponctué la crise de la Covid-19. Il est à noter que les provisions sur les créances tiennent compte de l'augmentation des provisions collectives de 61,3% à 48,7MDt et de la flambée des provisions pour risques et charges à 44,6MDt, à fin 2021, contre 9,3MDt, à fin 2020.

« 2021 a été l'année du retour à la croissance profitable par excellence pour le secteur bancaire »

* Ne tenant pas compte des dotations aux provisions sur les créances de la **STB**. Cette banque n'a pas encore publié ses états financiers au 30 Juin 2022, à la date de rédaction de la présente note.

** Il s'agit de provisions à caractère général à constater sur les engagements courants (classe 0) et ceux nécessitant un suivi particulier (classe1).

ROE part du groupe par banque* (2021 et 2022e)



Ce montant englobe la dotation de l'indemnité de départ à la retraite estimée à fin 2021 selon la méthode actuarielle en retenant les paramètres de calcul modifiés issus de l'accord de place signé le 26 Juillet 2021 et ce, pour 30MDt.

▪ Seulement deux banques de la cote ont réussi à surperformer leurs résultats nets d'avant Covid. Il s'agit de la **BNA** (+59,5% à 163,1MDt) et de la **BT** (+57,8% à 161,4MDt).

▪ Il est à noter que les bénéfices nets du secteur auraient été légèrement plus élevés n'eussent été la contribution conjoncturelle au budget de l'Etat (de 15,1MDt) et les dons au profit de l'Etat (de 115MDt).

« En 2021, seulement deux banques de la cote ont réussi à surperformer leurs résultats nets d'avant Covid. Il s'agit de la BNA et de la BT »

Chiffres en MDt	Résultat net individuel					Résultat net part du groupe				
	2020	2021	Variation 2020-2021	2022e	Variation 2021-2022e	2020	2021	Variation 2020-2021	2022e	Variation 2021-2022e
Amen Bank	99,7	129,7	+30,1%	158,6	+22,3%	98,4	136,1	+38,3%	153,2	+12,5%
ATB	8,2	68,5	-	10,9	-	12,5	61,4	-	2,2	-
Attijari Bank	131,7	160,0	+21,5%	196,2	+22,6%	140,1	166,3	+18,8%	203,7	+22,5%
BH	72,9	134,7	+84,7%	162,1	+20,3%	73,1	137,8	+88,6%	165,4	+20,0%
BIAT	281,8	266,8	-5,3%	418,3	+56,8%	277,5	283,4	+2,1%	427,2	+50,7%
BNA	102,3	163,1	+59,5%	207,7	+27,3%	107,6	173,4	+61,1%	216,3	+24,8%
BT	102,3	161,4	+57,8%	161,3	+0,0%	94,4	152,1	+61,1%	152,7	+0,4%
BTE	-	17,2	-	40,4	-	18,3	32,4	-	41,1	-
STB	72,2	115,5	+60,0%	96,6	-16,4%	68,4	128,5	+87,9%	110,4	-14,1%
UBCI	42,1	37,6	-10,7%	44,2	+17,5%	42,5	30,5	-28,1%	37,5	+22,9%
UIB	61,6	81,4	+32,0%	135,3	+66,3%	65,2	82,8	+27,0%	136,8	+65,3%
WIB	-	8,3	-	0,2	-	8,2	1,8	-	0,3	-86,1%
Secteur bancaire coté	949,3	1 151,9	+21,3%	1 529,2	+32,8%	953,1	1 199,0	+25,8%	1 560,2	30,1%
Secteur public**	247,4	413,3	+67,1%	466,3	12,8%	249,1	439,7	+76,5%	492,1	11,9%
Secteur privé**	719,1	770,2	+7,1%	1 103,2	43,2%	722,3	791,7	+9,6%	1 109,2	40,1%

* Hormis **ATB** et **BTE** dont le ROE est négatif en 2021 et en 2022 (selon nos estimations).

** Hors **BTE** car elle est considérée comme une banque mixte.

▪ Outre la bonne orientation des résultats nets des sociétés mères, les bénéfices nets part du groupe ont été tirés vers le haut par les bonnes performances des filiales dont l'activité a commencé à se rétablir des répercussions de la crise de la Covid-19. Le résultat net part du groupe agrégé du secteur a augmenté à un rythme plus soutenu que celui des bénéfices individuels (+25,8%) à 1,2 milliard de dinars. En 2021, le ROE consolidé du secteur s'est, pour sa part, apprécié de 3,5 points de pourcentage pour se situer à 14,4%.

▪ **Attijari Bank** et la **BIAT** restent les références du secteur en termes de rentabilité. Leur profil de croissance supérieur à la concurrence et leur capacité à concilier les objectifs de rentabilité, de rigueur et de discipline prudentielle leurs valent d'afficher un ROE respectif de 22,1% et de 17,8%.

▪ La **BT** s'est maintenue sur la troisième marche du podium en termes de rentabilité financière avec un ROE de 17,4%, en progression de 6,6 points de pourcentage comparativement à l'année 2020.

▪ La **STB** et la **BH** ont significativement amélioré leur classement en termes de rentabilité des capitaux propres, profitant de hausses carabinées des résultats nets part du groupe; les plus élevées à l'échelle du secteur (+87,9% à 128,5MDt et +88,6% à 137,8MDt, respectivement).

▪ Malgré son retour aux bénéfices (un bénéfice net de 1,8MDt) après avoir passé par une longue phase de transition organisationnelle et

commerciale, **Wifack International Bank** reste à la traîne du secteur en termes de ROE (un ROE de 1,3% à fin 2021). Pour développer la Bancatakaful, WIB s'est offert, en 2022, la compagnie d'assurance At-Takafulia pour plus de 15 millions de dinars, devenant l'actionnaire majoritaire de la compagnie d'assurances à hauteur de 96%. Ce rapprochement entre la banque islamique et l'assurance Takaful en quête d'expansion ne fera que renforcer le positionnement d'une niche de services financiers islamique basés sur la plateformes commerciale des services et produits dans le but d'élargir l'offre existante et de répondre aux besoins des clients.

« Attijari Bank et la BIAT restent les références du secteur en termes de rentabilité financière »

▪ L'année 2022 s'annonce de bon augure pour le secteur bancaire du côté de la rentabilité. Les banques de la cote devraient enregistrer une croissance soutenue de leurs résultats nets, bénéficiant d'une hausse prononcée du PNB, d'une meilleure « digestion » des frais généraux et d'une accalmie relative au niveau du coût du risque telle que pressentie dans les états financiers de la première moitié de l'année en cours. En effet, au terme du premier semestre 2022, nos banques ont enregistré une hausse remarquable au niveau de leur capacité bénéficiaire. Le bénéfice net agrégé du secteur s'est envolé de 48,5% à 738,4MDt*. Sur l'année pleine 2022, nous prévoyons la réalisation d'une croissance de 32,8% à 1,5 milliard de dinars au niveau de la masse bénéficiaire du secteur. Le

résultat net part du groupe agrégé du secteur devrait, à notre sens, s'établir à 1,6 milliard de dinars, en hausse de 30,1%, comparativement à l'année 2021. Selon nos estimations, également, le ROE consolidé moyen du secteur devrait ressortir à 13,6%.

7) La solvabilité

▪ Le secteur bancaire a affiché une amélioration générale de sa solvabilité en 2021. En réalité, le secteur a profité de la jonction de plusieurs facteurs favorables:

- Le renforcement de la capacité bénéficiaire,
- Les conditions de distribution des dividendes au titre des bénéfices cumulés des exercices 2019 et 2020, imposées par la Banque Centrale pour renforcer la capacité de résilience du système bancaire face à la crise de la Covid-19**,
- Le ralentissement substantiel des octrois de crédits impliquant une décélération des actifs pondérés par les risques,
- Le niveau appréciable des provisions constituées et la politique de maîtrise des risques mise en place par le management des banques cotées,
- Le renforcement des ressources stables du secteur en raison de la réalisation d'une augmentation de capital pour l'**ATB** portant sur une levée de 70MDt et de sept émissions obligataires subordonnées pour une enveloppe globale de 472,1MDt (dont 262MDt émis sans appel public à l'épargne).

* Ne tenant pas compte de la **STB** qui n'a pas encore publié ses états financiers au 30 Juin 2022 à la date de rédaction de la présente étude.

** La BCT a publié le 19 Mars 2021 une note aux banques et aux établissements financiers (la note n°2021-08). Les banques et les établissements financiers peuvent distribuer des dividendes sur les bénéfices cumulés des exercices 2019 et 2020 à condition que leurs ratios de solvabilité et de Tier I, après déduction du montant des dividendes à verser, dépassent les niveaux minimums réglementaires de 2,5% au moins. Il est à préciser que le montant des dividendes à verser ne peut dépasser 35% des bénéfices cumulés des exercices 2019 et 2020.

La consolidation de l'assise financière du secteur est également attestée par le ratio du levier financier (fonds propres/total actifs) qui a affiché, en 2021, du quasi surplace à 10,2%.

Le renforcement de la solvabilité affiché sur les dernières années a valu au secteur de confirmer son retour aux dividendes au titre de l'exercice 2021 et ce, conformément à l'autorisation conditionnée de la BCT accordée aux banques et aux établissements financiers dans la note BCT n°2022-11 du 25 Mars 2022*.

En 2021, le secteur bancaire coté a distribué une enveloppe de dividendes de 551MDt, soit un payout moyen appréciable de 47,8%.

En 2021, toutes les banques cotées affichent un ratio de solvabilité globale supérieur à l'exigence réglementaire de 10%.

Notons que pour l'ensemble du secteur bancaire (coté et non coté), le ratio de solvabilité globale et de celui du Tier1 se sont accrus, en 2021, pour se situer à 13,6% et 10,6% contre 12,9% et 10,1% à fin 2020 .

L'augmentation de capital opérée avec succès en 2019 (pour un montant de 338MDt dont une levée de 168MDt) et le renforcement de la

Ratio de solvabilité globale	2020	2021	Variation
BNA	19,8%	19,9%	≈
BT	15,8%	17,1%	▲
Amen Bank	16,4%	16,6%	≈
WIB	21,1%	15,3%	▼
BIAT	13,3%	14,2%	▲
BH	11,8%	14,1%	▲
STB	12,5%	13,3%	▲
UBCI	12,7%	12,9%	≈
UIB	12,6%	12,8%	≈
Attijari Bank	13,2%	12,5%	▼
ATB	12,5%	12,3%	≈
BTE	11,5%	11,1%	▼

capacité bénéficiaire dû à la bonne orientation de l'activité d'exploitation et aux plus-values juteuses sur la cession de la participation dans la SFBT (des plus-values de 319,1MDt réalisées sur la période 2015-2019) ont sensiblement consolidé la solvabilité de la **BNA**. Les ratios de solvabilité globale et Tier 1 ressortent, en 2021, respectivement à 19,9% et à 15,9%, soit des niveaux inimitables sur le marché et historiquement élevés pour la banque, qui correspondent approximativement au double de

l'exigence réglementaire. La BNA dispose, ainsi, d'une bonne marge de manœuvre pour revigorer sa croissance et repartir à la quête des parts de marché dans les prochaines années.

Vu le renforcement de la capacité bénéficiaire, le niveau appréciable des provisions constituées et la politique de maîtrise des risques, le ratio de solvabilité globale de la **BT** a atteint, en 2021, un niveau de 17,1%, contre 15,8%, à fin 2020. La banque dispose, ainsi d'une marge considérable par rapport au minimum réglementaire de 10%, et pour revigorer sa politique commerciale dans les prochaines années. Le management de la banque a affirmé, à cet effet, que la BT n'affiche pas pour le moment des besoins en fonds propres et que son ratio de solvabilité Tier 1 après distribution des dividendes de l'exercice 2021 s'établi à 16% (contre un minimum réglementaire de 7%).

Les résultats de 2021 et la politique prudente de sélection des risques se sont fait ressentir sur la solvabilité de **Amen Bank** qui reste dans les standards les plus élevés du secteur coté. Le ratio Tier 1 et le ratio de solvabilité globale se sont respectivement établis à 12% et à 16,6% à fin 2021 contre des minima réglementaires de 7% et de 10%.

* Considérant que les banques et les établissements financiers doivent adopter des politiques de distribution de dividendes suffisamment prudentes et adaptées au contexte national et international permettant de maintenir des niveaux de fonds propres supérieurs aux minimums réglementaires en vigueur pour couvrir les pertes inattendues en rapport avec :

i/ la persistance d'un niveau d'incertitude élevé quant à l'étendue de l'impact de la pandémie de la Covid-19 sur le secteur réel et le secteur bancaire en particulier ;

ii/ les effets négatifs de la crise sanitaire qui ne se sont pas encore totalement matérialisés ; et

iii/ les retombées éventuelles de la crise Russo-Ukrainienne sur les équilibres économiques et financiers de la Tunisie.

Et considérant la nécessité de couvrir de façon progressive et proactive les besoins en fonds propres en relation avec l'application projetée des standards bâlois et des normes IFRS, l'autorité monétaire définit les conditions suivantes pour la distribution des dividendes au titre de l'exercice 2021 pour les banques et les établissements financiers :

1) Pour les banques et les établissements financiers dont le ratio Tier 1 de 2021 après distribution de dividendes est supérieur à 10,5% (minimum réglementaire de 7% plus une marge de sécurité de 3,5%) : il n'y a pas de limite de distribution des dividendes,

2) Pour les banques et les établissements financiers dont le ratio Tier 1 et le ratio de solvabilité de 2021 après distribution de dividendes est respectivement supérieur à 9,5% (minimum réglementaire de 7% plus une marge de sécurité de 2,5% tout en étant inférieur à 10,5%) et à 12,5% (minimum réglementaire de 10% plus une marge de sécurité de 2,5%) : ils peuvent distribuer des dividendes dans la limite de 35% des bénéfices de l'exercice,

3) Pour les banques et les établissements financiers dont le ratio Tier 1 et/ou le ratio de solvabilité de 2021 après distribution de dividendes est respectivement inférieur ou égal à 9,5% et à 12,5% : ils ne peuvent pas distribuer des dividendes au titre de l'exercice 2021.

Les niveaux de solvabilité confortables ont permis à Amen Bank de se conformer aux dispositions de la note BCT n°2022-11 du 25 Mars 2022, régissant la distribution des dividendes au titre de l'exercice 2021 par les banques et les établissements financiers et de distribuer un dividende par action de 1,450Dt au titre de l'exercice 2021 (soit un payout de 29,6%).

Nonobstant la baisse de la rentabilité au niveau des comptes individuels, la **BIAT** a pu consolider ses niveaux de solvabilité. Le ratio de solvabilité globale et Tier 1 ont respectivement augmenté d'un point de pourcentage à 14,2% et de 0,4 point de pourcentage à 10,6%, se maintenant ainsi bien au-delà des minima réglementaires.

Chiffres individuels en MDt	Fonds propres avant affectation			Lever financier (Fonds propres/ Total actifs)		
	2020	2021	Variation	2020	2021	Variation
Amen Bank	1 114,0	1 186,2	+6,5%	12,1%	12,4%	≈
ATB	554,0	555,5	+0,3%	7,5%	7,3%	≈
Attijari Bank	852,1	902,3	+5,9%	8,8%	8,8%	≈
BH	1 054,6	1 161,4	+10,1%	8,6%	9,4%	▲
BIAT	1 753,9	1 842,8	+5,1%	9,8%	9,6%	≈
BNA	1 626,2	1 758,4	+8,1%	11,3%	10,4%	▼
BT	1 020,7	1 103,3	+8,1%	16,2%	16,6%	▲
BTE	119,9	88,2	-26,4%	10,0%	6,9%	▼
STB	1 100,1	1 215,3	+10,5%	9,0%	9,0%	≈
UBCI	429,6	447,2	+4,1%	12,4%	11,3%	▼
UIB	685,2	742,5	+8,4%	10,6%	11,0%	≈
WIB	165,2	154,9	-6,2%	20,0%	15,6%	▼
Secteur bancaire coté	10 475,3	11 158,0	+6,5%	10,3%	10,2%	≈
<i>Dont secteur public</i>	<i>3 780,9</i>	<i>4 135,1</i>	<i>+9,4%</i>	<i>9,7%</i>	<i>9,7%</i>	<i>≈</i>
<i>Dont secteur privé</i>	<i>6 574,6</i>	<i>6 934,7</i>	<i>+5,5%</i>	<i>10,7%</i>	<i>10,7%</i>	<i>≈</i>

	Dividendes distribués, en 2021, au titre des bénéfices cumulés des exercices 2019 et 2020			Dividendes distribués au titre de l'exercice 2021		
	En MDt	Dividende par action en Dt	Payout moyen (2019-2020)	En MDt	Dividende par action en Dt	Payout (2021)
Amen Bank	56,9	2,150	23,3%	38,4	1,450	29,6%
ATB	-	-	0,0%	-	-	0,0%
Attijari Bank	110,0	2,700	36,0%	128,3	3,150	80,2%
BH	28,6	0,600	13,3%	45,2	0,950	33,6%
BIAT	178,5	5,000	29,0%	185,6	5,200	69,6%
BNA	32,0	0,500	14,2%	51,2	0,800	31,4%
BT	78,8	0,350	33,1%	63,0	0,280	39,0%
BTE	-	-	0,0%	-	-	0,0%
STB	-	-	0,0%	-	-	0,0%
UBCI	20,0	1,000	20,1%	15,0	0,750	39,9%
UIB	25,6	0,700	14,3%	24,2	0,700	29,7%
WIB	-	-	0,0%	-	-	0,0%
Secteur bancaire coté	530,3	-	22,8%	551,0	-	47,8%
<i>Secteur public</i>	<i>60,6</i>	<i>-</i>	<i>9,0%</i>	<i>96,4</i>	<i>-</i>	<i>23,3%</i>
<i>Secteur privé</i>	<i>469,8</i>	<i>-</i>	<i>28,2%</i>	<i>454,6</i>	<i>-</i>	<i>59,0%</i>

La **BIAT** affiche des excédents en fonds propres confortables conférant ainsi à la banque une capacité supplémentaire de développement et une meilleure résilience. L'assise financière robuste de la banque reflétée au niveau de ses ratios de solvabilité confortables a permis au leader du secteur de se conformer aux dispositions de la note aux banques et aux établissements financiers n°2022-11 du 25 Mars 2022 tout en distribuant un dividende alléchant de 5,200Dt par action au titre de l'exercice 2021 (soit un payout attrayant de 69,6%), contre un montant 5,000Dt, au titre des bénéfices cumulés des exercices 2019 et 2020.

« La BIAT affiche des excédents en fonds propres confortables conférant ainsi à la banque une meilleure résilience »

- Malgré la baisse de son ratio de solvabilité globale de 0,7 point de pourcentage à 12,5%, **Attijari Bank** continue à afficher une politique de distribution en dividende attractive avec le payout le plus élevé à l'échelle du secteur (de 80,2% à fin 2021).

- En dépit de lourdes pertes de 68,5MDt subies en 2021 en raison de la flambée des provisions (des provisions qui ont plus que doublé à 144,2MDt), l'**ATB** a tant bien que mal réussi à préserver sa solvabilité. En effet, l'injection de fonds propres de 70MDt réservée à l'actionnaire de référence, l'Arab Bank, a valu à la banque d'éponger son déficit et d'atteindre un ratio de solvabilité de 12,3% à fin 2021.

- En 2022, nous nous attendons à ce que les banques maintiennent leur solvabilité à ses niveaux de 2021 et ce pour deux principales raisons:

- La solide croissance bénéficiaire attendue en 2022,

- La poursuite du retour de l'épargne vers le marché obligataire et la reprise de la demande pour le papier frais sur le marché obligataire en matière d'émissions de dette subordonnée. Rappelons que depuis le début de l'année en cours, les banques ont réalisé trois émissions obligataires subordonnées (dont deux émissions sans recours à l'appel public à l'épargne, portant sur une enveloppe de 260MDt).

- Par ailleurs, pour renforcer la capacité de résilience des banques face au ralentissement économique que traverse la Tunisie, et considérant la nécessité de couvrir de façon progressive et proactive les besoins en fonds

propres en relation avec l'application projetée des standards bâlois et des normes IFRS, nous n'écartons pas la possibilité que l'autorité monétaire pourrait imposer de nouvelles restrictions sur la distribution des dividendes du secteur au titre de l'exercice 2022.

II - Modèle de Scoring

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

1) La dynamique commerciale

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

- Ce faisant, la dynamique commerciale est mesurée par :

- La part de marché « dépôts » à fin Décembre 2021,

- La croissance moyenne des crédits neufs : de l'encours des crédits sur la période 2020-2021,

- Le ratio de transformation réglementaire à fin 2021.

2) Le Produit Net Bancaire (2021)

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

- L'exposition à la marge d'intérêt,
- Le coût moyen apparent des ressources,
- Le spread d'intérêt moyen apparent,
- La part des dépôts à vue dans le total « dépôts ».

- Nous préférons, également, les banques avec la plus forte exposition aux commissions; un levier de croissance « sans risque » indispensable pour les banques en cette période de ralentissement économique.

3) La productivité (2021)

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

4) La qualité du portefeuille (2021)

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

5) La rentabilité des fonds propres (estimations de 2022)

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

6) La solvabilité (2021)

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

7) Le ratio du levier (2021)

2022).

- Le ratio du levier représente une mesure non pondérée de la solvabilité bancaire. Bien qu'aucune exigence réglementaire n'ait été encore imposée en matière de levier financier, l'utilisation du critère du levier fournit une appréciation supplémentaire sur le degré d'adéquation des fonds propres aux emplois d'une banque.
- Le numérateur du ratio est constitué par les fonds propres nets. Son dénominateur est le total des actifs.

8) Les ratios de valorisation boursière (estimés pour 2022)

- 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 des créances classées par les provisions, nous avons déterminé un P/B ajusté. Ce dernier se base sur des fonds propres retraités qui sont calculés par référence à un taux de couverture uniforme de 70% pour tout le secteur. Les retraitements incluent, de surcroît, la dotation de l'Etat à la **STB** (117MDt).

9) La liquidité boursière (sur la période 2021-Septembre 2022)

- Elle est jaugée par le taux de rotation moyen des titres (rapport entre le nombre de titres échangés et le nombre de titres composant le flottant du capital social). Nous ne tenons pas en compte, dans le calcul de ce ratio, des opérations portant sur les participations stratégiques comme c'est le cas pour l'**UBCI** (en 2021) et pour la **WIB** (en

Résultats du modèle de Scoring (1)

Chiffres au 31 Décembre 2021 (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 2020-2021		Ratio de transformation réglementaire		Valeur	Rang	Exposition à la marge d'intérêt		Coût moyen apparent des ressources		Spread d'intérêt moyen apparent		Part des dépôts à vue dans le total des dépôts		Capacité génératrice de commissions: part des commissions dans le PNB	
	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang			Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang
1) BIAT	20,7%	1	8,1%	4	85,0%	1	5,4	9	46,5%	9	3,2%	2	4,3%	5	49,1%	2	21,7%	7
2) UIB	6,9%	8	4,0%	9	113,5%	6	25,1	2	56,9%	5	4,2%	4	4,0%	7	29,2%	10	31,8%	2
3) Attijari Bank	10,9%	4	5,4%	6	NC	9	6,7	7	48,9%	8	3,3%	3	5,1%	2	47,6%	3	22,4%	6
4) BT	5,9%	9	5,2%	7	107,8%	5	7,0	6	57,9%	2	4,3%	5	4,4%	4	31,5%	8	17,5%	12
5) UBCI	3,9%	10	-0,5%	12	103,0%	4	NC	12	57,6%	3	2,8%	1	5,6%	1	58,0%	1	20,6%	8
6) BH Bank	9,9%	5	0,6%	11	115,9%	7	7,7	5	56,9%	4	4,4%	7	3,6%	10	34,6%	6	18,3%	11
7) BNA	12,6%	2	10,9%	2	NC	9	5,7	8	55,7%	7	5,3%	11	4,1%	6	29,3%	9	18,4%	10
8) Amen Bank	8,1%	6	4,4%	8	100,1%	3	5,0	11	36,0%	12	5,1%	10	3,8%	9	28,9%	12	25,6%	4
9) WIB	0,8%	12	22,6%	1	94,0%	2	n.s*	1	66,8%	1	4,7%	9	4,5%	3	39,8%	4	28,4%	3
10) STB	11,6%	3	10,4%	3	119,8%	8	12,0	3	55,7%	6	4,4%	8	4,0%	8	28,9%	11	19,3%	9
11) ATB	7,5%	7	3,4%	10	NC	9	5,3	10	39,6%	11	4,4%	6	2,9%	12	34,7%	5	25,3%	5
12) BTE	1,1%	11	7,1%	5	NC	9	10,6	4	40,4%	10	5,5%	12	3,2%	11	33,6%	7	40,3%	1
Moyenne sectorielle	-	-	6,2%	-	-	-	7,2		51,3%	-	4,4%	-	3,9%	-	37,6%	-	21,9%	

* Non significatif.

Résultats du modèle de Scoring (2)

Chiffres au 31 Décembre 2021 (sauf indication contraire)	Productivité				Qualité du portefeuille				ROE net part du groupe 2022e		Ratio de solvabilité globale		Ratio du levier		Ratios de valorisation						Liquidité boursière: Taux de rotation sur la période 2021 - T3 2022		Score final
	Coefficient d'exploitation		Ratio commissions /masse salariale		Taux de créances classées		Taux de couverture		Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	P/B ajusté 2022e*		P/E 2022e*		Dividend yield 2022e*		Valeur	Rang	
	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	Valeur	Rang	
1) BIAT	44,3%	6	92,3%	1	5,5%	1	69,4%	9	20,2%	1	14,2%	5	9,6%	7	1,4	10	7,0	6	6,2%	4	19,5%	8	162
2) UIB	53,9%	8	79,9%	3	8,1%	5	77,5%	2	15,3%	3	12,8%	9	11,0%	5	0,8	7	5,0	4	3,4%	7	82,8%	2	152
3) Attijari Bank	53,1%	7	62,1%	9	6,0%	2	72,3%	6	20,0%	2	12,5%	10	8,8%	10	1,5	12	7,5	7	8,1%	2	61,4%	4	147
4) BT	35,5%	1	71,4%	5	8,0%	4	74,1%	4	13,2%	4	17,1%	2	16,6%	1	1,3	9	9,8	8	4,9%	6	9,3%	11	141
5) UBCI	76,8%	11	40,5%	12	6,6%	3	82,0%	1	7,8%	9	12,9%	8	11,3%	4	0,9	8	11,4	9	3,4%	8	13,3%	10	135
6) BH	39,2%	2	69,3%	7	15,9%	10	71,3%	7	12,7%	5	14,1%	6	9,4%	8	0,5	5	4,3	3	6,4%	3	82,0%	3	133
7) BNA	41,1%	4	60,1%	11	17,1%	11	64,0%	10	11,2%	7	19,9%	1	10,4%	6	0,3	2	2,4	1	9,6%	1	34,7%	5	126
8) Amen Bank	40,7%	3	89,1%	2	13,5%	8	71,2%	8	11,3%	6	16,6%	3	12,4%	3	0,5	4	4,2	2	5,9%	5	13,6%	9	124
9) WIB	75,3%	10	60,5%	10	8,5%	6	45,6%	12	0,0%	10	15,3%	4	15,6%	2	1,4	11	n.s**	10	0,0%	10	152,5%	1	122
10) STB	43,4%	5	70,0%	6	13,5%	9	75,0%	3	7,9%	8	13,3%	7	9,0%	9	0,5	3	5,6	5	0,0%	10	25,3%	7	120
11) ATB	70,8%	9	63,4%	8	12,1%	7	73,3%	5	Négatif	11	12,3%	11	7,3%	11	0,7	6	n.s**	12	0,0%	10	26,6%	6	84
12) BTE	83,1%	12	71,5%	4	18,9%	12	60,4%	11	Négatif	12	11,1%	12	6,9%	12	0,2	1	n.s**	11	0,0%	10	8,2%	12	74
Moyenne sectorielle	47,5%	-	70,4%	-	11,5%	-	70,4%	-	13,6%	-	-	-	10,2%	-	0,8	-	6,2	-	5,5%	-	20,5%	-	127

* Données au 30 Septembre 2022.

** Non significatif.

III - Valorisation et opinions de Tunisie Valeurs

Les résultats donnés par l'analyse Scoring nous permettent de classer les valeurs bancaires comme suit :

1) Les Blue Chips : Les banques les plus réactives de la place qui ont maintenu une politique de crédits dynamique sur les dernières années et qui affichent une collecte bon marché et les ratios prudentiels les plus solides. Ces dernières sont le plus à même de résister aux retentissements de la crise, à un éventuel assèchement de la liquidité et au durcissement du cadre réglementaire. Ces

banques sont aussi les plus outillées pour la transition vers les normes de Bâle III et la migration vers les normes IFRS. Avec des fondamentaux qui se distinguent nettement de la concurrence, **BIAT, UIB et Attijari Bank** devraient continuer à profiter d'un mouvement de « *Flight To Quality* ».

2) Les bonnes valeurs : Les banques qui affichent des leviers de rentabilité partiellement exploités et des valorisations qui reflètent leur fondamentaux actuels et les risques conjoncturels à court terme. Cette catégorie de banques inclut la **BT, l'UBCI et la BH.**

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

3) Les valeurs à alléger : Les banques qui présentent un profil de risque plus élevé que la concurrence. Nous préférons réduire notre exposition à ces valeurs en attendant des jours meilleurs. Cette catégorie de valeurs regroupe les actions **WIB, STB, ATB et BTE.**

Valeur	Capitalisation (en MDt)*	P/E 2022e*	P/B ajusté 2022e*	Yield 2022e*	Performance 2022*	Points forts/Opportunités	Points faibles/ Menaces	Recommandation
BIAT	2 980	7,0	1,4	6,2%	+49,8%	<ul style="list-style-type: none"> - Une capacité inégalée à collecter les ressources "bon marché" qui vaut à la banque d'afficher un coût des ressources et un spread d'intérêt parmi les plus appréciables du secteur. - Une position dominante qui dote la banque d'une croissance structurellement élevée par rapport à la concurrence et d'une capacité à absorber les chocs externes. - Une bonne diversification du portefeuille de crédits avec une faible présence sur le secteur du tourisme (moins de 5% des engagements). - Le portefeuille de créances le plus sain du secteur avec un taux des créances classées le plus faible à l'échelle du secteur. - Avec une marge de flexibilité de 35 points de pourcentage au niveau du ratio de transformation, par rapport à l'exigence réglementaire (de 120%), la BIAT pourrait facilement revigorer sa croissance sur les crédits dans les prochaines années. 	<ul style="list-style-type: none"> - Un taux de couverture des créances classées (de 69,4%, à fin 2021) inférieur au seuil recommandé par la BCT. Cependant, vu le niveau maîtrisé du taux des créances classées, les efforts de provisionnement supplémentaires à consentir par la banque pour renouer avec le taux de couverture de 70% devraient être limités dans le temps. 	<ul style="list-style-type: none"> - L'atterrissage du premier semestre de l'année 2022 de la BIAT nous réconforte une fois de plus sur la solidité de la première banque de la place. L'activité intrinsèque continue à surperformer le secteur et prouve sa capacité de résilience face à un environnement opérationnel ardu. La banque semble, par ailleurs, tenir ses promesses faites en marge de sa dernière émission obligataire subordonnée (clôturée en Mai dernier pour une enveloppe de 200MDt), affichant des résultats qui surperforment le budget. - Le leadership de la banque sur les dépôts à vue, sa marge de manœuvre confortable sur le coût des ressources et sur le ratio de transformation réglementaire sont les armes de la BIAT face aux contraintes de la crise actuelle qui secouent la sphère économique et financière. - Deuxième plus grande capitalisation du marché actions après la SFBT, la BIAT n'a que faiblement réagi, en bourse, aux nouvelles conditions édictées par la BCT relatives à la distribution des dividendes et imposées aux banques et aux établissements financiers au titre de l'exercice 2021. Et pour cause, la banque n°1 en Tunisie jouit d'une assise financière solide lui permettant de distribuer un dividende alléchant de 5,200Dt par action au titre de l'exercice 2021 (en hausse de 4% par rapport au dividende versé au titre des bénéfices cumulés des exercices 2019 et 2020), soit un payout exceptionnel de 69,6%. Malgré son parcours, le leader du secteur affiche des niveaux de valorisation tentants qui intègrent les surcoûts de la crise et sous-estiment les qualités fondamentales de la banque en termes de résilience du business model face aux chocs externes. - La crise de la Covid-19, la transition vers les normes de Bâle III et le lancement du chantier de la migration vers les normes IFRS, devraient générer un mouvement de « <i>Flight To Quality</i> » qui profiterait aux banques les plus solides sur le plan fondamental comme la BIAT. - Vu l'appartenance de Tunisie Valeurs au Groupe BIAT, nous nous abstenons d'émettre une opinion sur la valeur.

* Données au 30 Septembre 2022.

Valeur	Capitalisation (en MDt)*	P/E 2022e*	P/B ajusté 2022e*	Yield 2022e*	Performance 2022*	Points forts/Opportunités	Points faibles/Menaces	Recommandation
UIB	662	5,0	0,8	3,4%	+33,9%	<ul style="list-style-type: none"> - Un adossement à un groupe bancaire d'envergure internationale et un actionnariat stable. - Une dynamique commerciale confirmée et une forte capacité génératrice de commissions avec la 2^{ème} plus forte contribution des commissions dans le PNB à l'échelle du secteur (de 31,8% à fin 2022 contre une contribution moyenne de 21,9% pour l'ensemble du secteur). - Une structure des revenus dominée par la marge d'intérêt et un coût des ressources parmi les plus faibles du secteur : meilleure posture pour profiter du contexte de taux haussiers. - Une diversification saine du portefeuille de crédits: le tourisme et la promotion immobilière représentent une part insignifiante dans l'encours des crédits de la banque (3,1% des engagements, en 2021). - Une bonne qualité d'actifs, parmi les plus saines du secteur et une productivité historiquement en ligne avec le secteur privé. 	<ul style="list-style-type: none"> - Une banque de taille moyenne (8^{ème} position en termes de dépôts et 7^{ème} position en termes de crédits). - Une exposition élevée au segment des particuliers (presque la moitié des engagements et qui fournit 81% des ressources collectées par la banque en 2021) - Un ratio de transformation réglementaire et un ratio de solvabilité globale à améliorer. 	<ul style="list-style-type: none"> - L'UIB a publié au titre du premier semestre de l'année en cours des résultats d'excellente facture, alliant croissance et rentabilité. Le bilan de la première moitié de 2022 a profité d'une activité d'exploitation qui poursuit sur sa lancée positive et d'une baisse du coût du risque, malgré le contexte économique morne et la dégradation du climat des affaires. - La filiale du Groupe Société Générale a pris option pour s'appuyer sur l'expertise de deux cabinets de conseil pour la construction de son plan stratégique et de sa feuille de route 2022-2025. Une feuille de route qui devrait s'articuler autour des axes suivants: la relation client, l'efficacité opérationnelle et la solidité du bilan. Le management demeure confiant dans la capacité de la banque à atteindre de nouveaux paliers de rentabilité et à consolider son positionnement concurrentiel. En 2022, l'équipe de direction table sur une croissance du PNB de 9,3% à 484MDt et sur une reprise du résultat net de 33,9% à 109MDt. Deux objectifs qui devraient être largement dépassés par la banque au vu des réalisations semestrielles. - Au regard de ses multiples actuels et des perspectives de la poursuite de la croissance profitable en 2022, l'UIB est bien outillée pour poursuivre son rebond boursier dans les prochaines années. Outre sa réactivité commerciale et sa bonne qualité du portefeuille, l'adossement de l'UIB au Groupe Société Générale et les avancées réalisées en matière d'adoption des normes internationales (normes IFRS et normes bâloises de solvabilité et de liquidité) constituent des garanties pour surmonter la crise actuelle. <p>- Nous réitérons notre recommandation à l' « Achat » sur la valeur.</p>
Attijari Bank	1 580	7,5	1,5	8,1%	+38,0%	<ul style="list-style-type: none"> - Un adossement à un groupe bancaire d'envergure internationale et un potentiel de synergies partiellement exploité. - Une référence en matière de réactivité commerciale: une politique de crédit vigoureuse et une collecte parmi les moins coûteuses de la place. - Une capacité de résilience prouvée: la banque la plus rentable en termes de ROE et deuxième banque la plus liquide du secteur après la BIAT (selon le ratio de transformation global avec un taux de 73,5% à fin 2021). - Une qualité du portefeuille dans les standards les plus hauts du secteur. 	<ul style="list-style-type: none"> - Un coefficient d'exploitation (53,1%, à fin 2021) et un ratio de couverture de la masse salariale par les commissions (de 62,1% en 2021) qui se comparent défavorablement par rapport à la moyenne du secteur coté. 	<ul style="list-style-type: none"> - Le premier semestre de 2022 a été un bon cru pour Attijari Bank. La filiale du Groupe Attijariwafa Bank a opposé la meilleure résistance face à un environnement économique et opérationnel hostile. L'activité d'exploitation a maintenu le cap sur la croissance. Quant à la rentabilité, elle a récolté les fruits d'une culture de risque bien ancrée dans la maison et d'une bonne discipline prudentielle. - Dans les prochaines années, Attijari devrait composer avec un environnement post-covid morose marqué par un investissement en berne, une hausse des risques d'impayés et une liquidité tendue. Mais, Attijari devrait être relativement parmi les banques les moins touchées par la crise, grâce à son assise financière solide, à sa bonne qualité du portefeuille et à son matelas de liquidité confortable. - En bourse, l'action n'a que faiblement réagi aux conditions de distribution des dividendes au titre de l'exercice 2021 telles que définies par la BCT (conformément à la note de la BCT n°2022-11 du 25 Mars 2022). Et pour cause, Attijari dispose d'un matelas confortable de fonds propres, lui permettant d'annoncer un dividende alléchant de 3,150Dt par action, ce qui correspond à un payout exceptionnel de 80,2%. Malgré son évolution depuis le début de l'année, l'action traite à une valorisation décotée qui sous-estime les qualités fondamentales d'Attijari (une bonne qualité du portefeuille et un ratio de transformation global des plus faibles du secteur) et son profil de croissance organique supérieur à ses pairs cotés. Prisée par les investisseurs étrangers pour la qualité de son management, sa liquidité boursière élevée et sa réactivité commerciale, Attijari Bank est un excellent véhicule pour s'exposer au secteur bancaire coté. <p>- Nous continuons à recommander un positionnement à l' « Achat » sur le titre.</p>

* Données au 30 Septembre 2022.

Valeur	Capitalisation (en MDt)*	P/E 2022e*	P/B ajusté 2022e*	Yield 2022e*	Performance 2022*	Points forts/Opportunités	Points faibles/Menaces	Recommandation
BT	1 547	9,8	1,3	4,9%	+27,1%	<ul style="list-style-type: none"> - Malgré une politique de rémunération parmi les plus attractives du marché (adoption de la politique d'intéressement), la BT demeure une véritable référence en terme de productivité. - Une stratégie de développement qui a de tout temps joué la carte de la prudence, privilégiant la qualité aux volumes. - Une exposition élevée à la marge d'intérêt favorable en périodes de taux haussiers. - Une assise financière parmi les plus solides du secteur coté (un ratio de solvabilité globale de 17,1%). La BT a engagé une réflexion sur la stratégie de développement à adopter par la banque pour assurer sa croissance et atteindre une part de marché plus significative. Cette réflexion est en cours et la banque se fait assister par son actionnaire de référence (le Groupe CIC) et un cabinet d'expertise externe. L'aboutissement de cette réflexion devrait se faire ressentir sur le positionnement commercial de la banque et ses parts de marché à l'avenir. 	<ul style="list-style-type: none"> - Une banque de taille moyenne, classées 9^{ème} dans le palmarès des dépôts et des crédits. - Un réseau d'agences nettement moins développé, comparativement à ses pairs de taille comparable (126 agences pour la BT Vs 147 pour l'UIB et 158 pour Amen Bank). 	<ul style="list-style-type: none"> - Le cru de 2021 de la BT a dépassé tous les pronostics. Après le « faux pas » de 2020 sur fond de flambée des provisions sur les créances, notamment des provisions collectives, la doyen des banques tunisiennes s'est largement rattrapée en 2021. La banque est parvenue à pallier l'atonie de son activité d'exploitation et aux pressions inflationnistes grâce à sa gestion rigoureuse et à sa bonne culture de risque. L'enveloppe des provisions constatée l'année dernière a chuté de 80,4%, libérant un important potentiel de croissance bénéficiaire. Le bilan de 2021 devrait, ainsi, entrer dans les annales, 2021, étant l'année des bénéfices les plus élevés jamais enregistrés par la banque. Notons que la BT est aux côtés de la BNA, les seules banques qui ont pu, en 2021, dépasser les niveaux de bénéfices d'avant Covid. Au vu des réalisations de la première moitié de 2022, l'année en cours s'annonce sous de meilleurs auspices pour la BT profitant de la montée des taux et d'opérations ponctuelles de reprise sur provisions. - En bourse, l'action a été bien récompensée, après deux années en berne. Le cours de la valeur a changé de trajectoire saluant la croissance notable des bénéfices et l'annonce d'un dividende par action de 0,280Ddt, soit un payout de 39%, malgré les restrictions imposées par la BCT sur la distribution des dividendes par les banques et les établissements financiers au titre de l'exercice 2021 (selon la note de la BCT n°2022-11 du 25 Mars 2022). La BT est une banque suffisamment armée pour s'accommoder avec les contraintes de son environnement opérationnel. La banque devrait, dans les prochaines années, capitaliser sur ses atouts pour surmonter la morosité ambiante: une assise financière solide et un niveau de solvabilité des plus confortables du secteur, une productivité à la pointe du secteur, une politique de crédit historiquement sélective et un système rigoureux de pilotage des risques. <p>- Nous recommandons de « Conserver la valeur avec des perspectives positives ».</p>
UBCI	443	11,4	0,9	3,4%	+15,7%	<ul style="list-style-type: none"> - La banque a réussi, au fil des années à imposer sa rigueur comme exemple: un portefeuille de créances parmi les plus sains de la place (taux des créances classées de 6,6% et « zéro » exposition au secteur du tourisme) et une politique de provisionnement stricte (un taux de couverture des créances classées de 82%). - Une structure des dépôts avantageuse: 58% des ressources sont constituées par des dépôts faiblement rémunérés et le spread d'intérêt le plus élevés du secteur coté (5,6%, selon nos estimations, contre une moyenne sectorielle de 3,9%) d'où une meilleure posture pour profiter du cycle haussier des taux. 	<ul style="list-style-type: none"> - Positionnée en bas du tableau, l'UBCI est longtemps restée timide au niveau de sa croissance: un réseau commercial qui s'est réduit à 103 agences depuis 2018 et des parts de marché qui stagnent. - Malgré les efforts de maîtrise des coûts consentis sur les dernières années, l'UBCI reste la banque la moins productive du secteur bancaire après la BTE: un coefficient d'exploitation de 76,8% contre une moyenne de 46,1% pour la concurrence cotée. 	<ul style="list-style-type: none"> - L'année 2021 a marqué l'entame d'une nouvelle page dans l'histoire de l'UBCI avec l'entrée du Groupe CARTE dans le capital à hauteur de 39%. Cette opération s'est matérialisée par deux transactions de bloc portant sur une enveloppe de 183,3MDt, valorisant l'UBCI à 470MDt exécutée en 2021. Impulsée par l'arrivée d'un nouvel actionnaire de référence et le renforcement de ses organes de gouvernance, l'UBCI a lancé, en 2021, un grand programme de transformation qui devrait révéler son ambition et traduire sa nouvelle stratégie. Il repose essentiellement sur la refonte de son système d'information ainsi que de son identité visuelle. La banque a signé avec BNP Paribas un contrat de « Transition Service Agreement » (TSA) qui définit les différentes étapes devant aboutir à la « désimbrication » totale du système de BNP Paribas, et qui doit s'achever par le remplacement du système d'information (ATLAS 2 et ses pétales) par un nouveau système propre à l'UBCI. Le global bancaire retenu est la solution Flexcube de l'éditeur mondial ORACLE. - Après une année 2021 de transition pénalisée par la flambée des frais généraux, 2022 s'annonce sous les meilleurs auspices pour l'ex-filiale du Groupe BNP Paribas. L'UBCI a vu son résultat net plus que doubler à 27,8MDt au 30 juin 2022. - Nous sommes convaincus que l'UBCI constitue une plateforme de rentabilité prometteuse sur le long terme avec des leviers de croissance présentement sous-exploités: 1) optimisation de la productivité, 2) densification du réseau et 3) un portefeuille de crédits sain qui permet d'asseoir une politique commerciale plus dynamique. Attendons de voir les contours de la nouvelle stratégie que le nouveau management compte mettre en œuvre... mais pour l'heure, et compte tenu des niveaux de valorisation corrects du titre et de sa faible liquidité (cotation en mode fixing), notre recommandation est: « Conserver avec des perspectives positives ».

Valeur	Capitalisation (en MDt)*	P/E 2022e*	P/B ajusté 2022e*	Yield 2022e*	Performance 2022*	Points forts/Opportunités	Points faibles/Menaces	Recommandation
BH Bank	704	4,3	0,5	6,4%	+67,4%	<ul style="list-style-type: none"> - Des avancées notables dans le programme de restructuration et un rapprochement des standards du secteur privé (recapitalisation, relance commerciale, assainissement du portefeuille et restructuration des ressources humaines). - Une courbe ascendante des résultats (ne tenant pas compte de l'accident de parcours de 2020) qui confirme la capacité de la banque à concilier les objectifs de croissance et de rigueur prudentielle. - Un coefficient d'exploitation à la pointe du secteur - Des leviers de rentabilité potentiels: montée en force des commissions, meilleure diversification de la collecte et des crédits. 	<ul style="list-style-type: none"> - La banque continue à subir les effets « secondaires » de sa stratégie de conquête des parts de marché entamée depuis 2015: un ratio de transformation réglementaire parmi les plus élevés du secteur, et un spread de crédit tendu par rapport à la concurrence. - Une exposition élevée aux secteurs immobilier et du BTP (qui sont respectivement de 13,2% et de 4,5%, en 2021) qui devrait pénaliser la qualité du portefeuille dans la conjoncture malmenée de la période post-Covid. Notons, également, que la banque a subi une dégradation de sa qualité d'actifs depuis l'éclatement de la crise sanitaire. 	<ul style="list-style-type: none"> - La BH a publié au titre de l'exercice 2021 des résultats réconfortants. Le PNB a accéléré la cadence de croissance comparativement à 2020. L'activité d'intermédiation a affiché, en revanche, un bilan contrasté avec un léger repli de l'encours des crédits et une reprise de l'encours des dépôts. Ces deux évolutions s'inscrivent, sans doute, dans une optique de maîtrise du ratio de transformation réglementaire. Avec un résultat net en hausse de 84,7% à 134,7MDt, la banque a honoré ses engagements annoncés dans le cadre de l'émission obligataire subordonnée de 70MDt qu'elle a clôturé en Septembre de l'année dernière. Cependant la liquidité reste encore sous pression et la qualité du portefeuille se compare défavorablement par rapport aux majors du secteur. La BH devrait garder le cap sur la croissance profitable en 2022, au vu des résultats du premier semestre. - La stratégie de la BH dans les prochaines années repose essentiellement sur l'orientation client et la croissance accompagnée par la rentabilité et la conformité. Les efforts de la banque courant 2022 seront principalement axés sur : 1) le rééquilibrage de l'activité entre les segments du Corporate, les PME et le Retail, 2) la relance de l'activité du crédit habitat, cœur de métier de la banque et son produit d'appel, 3) la maîtrise de l'activité de la promotion immobilière, 4) la maîtrise du coût des ressources et 5) l'optimisation des processus pour améliorer l'efficacité opérationnelle. La valorisation de la BH est attrayante pour une banque très avancée dans son processus de restructuration et dont les fondamentaux sont très proches des standards du secteur privé. Néanmoins, au regard des niveaux de valorisation actuels affichés par le secteur bancaire, c'est le « <i>Flight to Quality</i> » qui prévaut. Et sur le plan des fondamentaux, il y a encore du chemin à parcourir par la BH. <p>- Notre recommandation est « Conserver avec des perspectives positives ».</p>
BNA	531	2,4	0,3	9,6%	+21,0%	<ul style="list-style-type: none"> - La consolidation de la capacité bénéficiaire sur les années passées grâce notamment au programme de cession d'actifs (des plus values de 319,1MDt dégagées sur la période 2015-2019) et la recapitalisation réussie de l'année 2019 (une levée de 168MDt) ont significativement renforcé l'assise financière de la banque. La BNA jouit aujourd'hui de niveaux de solvabilité inégalés sur le marché, qui correspondent quasiment au double des minima réglementaires. - Contrairement à son nom, la BNA est présente dans tous les secteurs clés de l'économie. Elle affiche aujourd'hui une exposition raisonnable au secteur agricole (une proportion de 7,4% dans l'encours des engagements). - Une physionomie du PNB dominée par la marge d'intérêt favorable en période de taux haussiers. 	<ul style="list-style-type: none"> - Avec un taux de créances classées de 17,1% et un taux de couverture de 64%, à fin 2021, la qualité d'actifs de la BNA reste fragile. L'effet de dilution créé par les nouveaux crédits sains produits sur les dernières années a été limité et l'effort de provisionnement déployé reste en deçà des attentes. Il découle de ce qui précède, que la BNA devrait davantage sacrifier ses bénéfices dans les prochaines années pour améliorer son taux de couverture. - Une exposition élevée aux entreprises publiques dont des entreprises en difficulté (les entreprises publiques représentent 31,8% de l'encours des crédits de la banque, en 2021). 	<ul style="list-style-type: none"> - Première banque du secteur public, la BNA a affiché en 2021 des résultats de bonne facture. Malgré la morosité ambiante, l'activité d'exploitation a maintenu le cap sur la croissance surperformant nettement la concurrence cotée. Par ailleurs, nonobstant les pressions inflationnistes et la lourde charge du coût du risque, la rentabilité a été sensiblement consolidée. La BNA a affiché parmi les croissances les plus vigoureuses des bénéfices à l'échelle du secteur coté en 2021. - La banque devrait au terme de l'année en cours, confirmer la courbe ascendante de ses résultats au regard des chiffres du premier semestre: une croissance du PNB de 16,9% à 448MDt. Mais cette croissance ne devrait pas se répercuter intégralement au niveau du bottom line en raison de la flambée attendue des dotations aux provisions sur les créances telle qu'affichée sur la première moitié de l'année (une flambée de 37,4% à 143,4MDt). - Le renforcement de la capacité bénéficiaire, les plus-values juteuses sur la cession de la participation dans la SFBT et la recapitalisation réussie de l'année 2019 ont significativement renforcé l'assise financière de la banque. Cependant, la BNA affiche deux carences de taille dans ses comptes: une qualité du portefeuille encore fragile et des niveaux de liquidité inférieurs à la concurrence. - Sur le papier, la valorisation de la banque est intéressante, compte non tenu des plus-values latentes sur son portefeuille de participations cotées et non cotées. Mais, la fragilité de la qualité du portefeuille et l'exposition élevée aussi bien directe et qu'indirecte au risque souverain ne devraient pas favoriser un retour pérenne des investisseurs sur le titre. Nous mettons la valeur sous surveillance et restons attentifs quant à l'évolution des fondamentaux de la banque dans ses prochaines publications. <p>- Nous recommandons de « Conserver » le titre.</p>

* Données au 30 Septembre 2022.

Valeur	Capitalisation (en MDt)*	P/E 2022e*	P/B ajusté 2022e*	Yield 2022e*	Performance 2022*	Points forts/Opportunités	Points faibles/Menaces	Recommandation
Amen Bank	654	4,2	0,5	5,9%	+8,1%	<ul style="list-style-type: none"> - Après des années de course aux parts de marché, la banque change de priorités, focalisant ses efforts sur le rééquilibrage de son bilan: rationalisation des octrois de crédits et désengagement des ressources chères. - La banque jouit d'une structure du PNB parmi les plus équilibrées du secteur. - La productivité reste l'atout majeur d'Amen Bank. La banque affiche un coefficient d'exploitation parmi les plus faibles du secteur (40,7%, à fin 2021) et un ratio de couverture de la masse salariale par les commissions appréciable (89,1% à fin 2021). - Avec un ratio de solvabilité confortable (un ratio de solvabilité globale de 16,6%), Amen Bank est bien outillée pour reprendre sa place dans le secteur. - Un ratio de transformation confortable qui affiche une marge de flexibilité de 19,9 points de pourcentage par rapport à la norme réglementaire. - L'appartenance de la banque au Groupe Amen, un groupe solide et diversifié, lui permet d'alimenter sa croissance. 	<ul style="list-style-type: none"> - La qualité du portefeuille demeure le talon d'Achille de la banque. Etant encore exposée aux secteurs de la promotion immobilière et du tourisme (ces deux secteurs représentent, respectivement, une proportion de 8,4% et de 7% de l'encours des crédits de la banque, en 2021), la banque pâtit des effets de la crise sur son portefeuille de créances (un taux de créances classées de 13,5%). - Bien qu'en amélioration sur les dernières années, le taux de couverture des créances classées reste limite (proche du niveau recommandé par la BCT). Des concessions sur les futurs bénéfices peuvent s'avérer nécessaires pour couvrir convenablement les risques dans les prochains exercices si la conjoncture se dégrade davantage. 	<ul style="list-style-type: none"> - L'année 2021 s'est avérée concluante à tous les niveaux pour l'Amen Bank. Le bras financier du Groupe Amen y a pu confirmer son dynamisme et sa résilience face à un contexte économique moribond profondément marqué par les répercussions de la crise de la Covid-19. En 2021, l'activité d'exploitation a été bien orientée et la rentabilité a été sensiblement consolidée. Malgré les pressions inflationnistes, Amen Bank a figuré parmi la minorité des banques de la cote à voir leur coefficient d'exploitation s'améliorer. - En 2022, le tournant vers une croissance plus équilibrée se confirme avec la poursuite de la rationalisation de l'appareil d'octroi des crédits et la qualité du portefeuille continue à converger vers les standards du secteur privé. Dans le cadre du programme de transformation NEXT, lancé en 2019, Amen Bank devrait, dans les prochaines années, continuer à rééquilibrer son business model entre le Corporate et le Retail, diversifier les revenus et renforcer la maîtrise des risques et des charges. - Globalement, le bilan du premier semestre de l'année en cours (une croissance du PNB et du résultat net de 10,8% à 247MDt et de 21,5% à 84,1MDt respectivement) nous conforte dans la capacité de la banque à résister à la crise actuelle. Le niveau de solvabilité appréciable dont jouit Amen Bank sera l'atout majeur de la banque en cette passe difficile. Il lui permettrait d'absorber le « choc » de la crise et de répartir rapidement à la quête de la croissance dès les premiers signes de reprise économique. <p>- Nous recommandons de « Conserver » le titre.</p>
WIB	201	n.s**	1,4	0,0%	-8,4%	<ul style="list-style-type: none"> - Une opportunité unique pour des investisseurs islamiques pour s'exposer au secteur bancaire coté. - Wifack International Bank opère sur une niche peu desservie, avec une faible intensité concurrentielle et offrant un important potentiel de croissance dans les prochaines années. - L'ex-leaseur dispose d'un savoir-faire confirmé dans le métier du crédit et d'un bon gisement de clientèle qui lui servira de base pour construire sa croissance future. - L'adossement de la banque à un partenaire technique de renom dans le métier (la Banque Islamique de Développement à travers sa filiale la SID, la Société Islamique du Développement du Secteur Privé) lui offre le soutien nécessaire pour développer son activité. 	<ul style="list-style-type: none"> - Un environnement opérationnel difficile et un contexte pénalisant pour une banque en phase de décollage et de déploiement commercial 1) une économie mal en point, 2) une rareté des financements islamiques 3) la concurrence potentielle des banques conventionnelles autorisées par la nouvelle loi bancaire de 2016 à créer des fenêtres islamiques. Autant de facteurs qui pénaliseraient le décollage rapide de l'activité. - Un réseau d'agences en développement nécessitant des ressources importantes. - Une productivité en deçà de la moyenne sectorielle. 	<ul style="list-style-type: none"> - L'ex-leaseur commence à récolter les fruits de sa transformation en banque islamique. La mutation organisationnelle et commerciale touche à sa fin. 2021 a été une année charnière pour la benjamine du secteur bancaire. Wifak y a dégagé son premier bénéfice, en tant que banque islamique (un bénéfice net de 1,8MDt) après avoir aligné plusieurs années de pertes (des pertes cumulées de 36,9MDt sur la période 2017-2020). Le premier semestre de 2022 s'est inscrit dans la continuité de 2021. Il a été marqué par une croissance à deux chiffres au niveau des indicateurs clés de performance de la banque et par une consolidation de la rentabilité (un bénéfice net semestriel de 3,3MDt). Cependant, ce constat ne devrait pas occulter une qualité du portefeuille moindre que la concurrence cotée précisément en matière de taux de couverture des créances classées (un taux de couverture des créances classées de 45,6% à fin 2021). Les efforts supplémentaires à déployer par la WIB pour couvrir convenablement ses risques conditionneront la rentabilité future de la banque. - Le potentiel de croissance de la banque est certain. Néanmoins, à l'heure où le « <i>Flight to Quality</i> » prévaut, nous préférons réduire notre exposition à la valeur, en attendant une croissance plus équilibrée. <p>- Notre recommandation est: « Alléger ».</p>

* Données au 30 Septembre 2022.

** Non significatif.

Valeur	Capitalisation (en MDt)*	P/E 2022e*	P/B ajusté 2022e*	Yield 2022e*	Performance 2022*	Points forts/Opportunités	Points faibles/Menaces	Recommandation
STB	634	5,6	0,5	0,0%	+36,9%	<p>- La STB continue à récolter les fruits de son programme de restructuration et à rompre progressivement avec son image contre-productive héritée du passé. Elle affiche, désormais, une productivité appréciable et une meilleure maîtrise de ses ratios prudentiels.</p> <p>- Troisième banque de la place en termes de dépôts avec une part de marché de 11,6%, à fin 2021, la STB profite d'un bon positionnement sur les dépôts d'épargne et affiche la plus grande contribution de cette catégorie de ressources dans la collecte, à l'échelle du secteur, ce qui lui permet de soulager son coût de ressources, d'auto-alimenter sa croissance et de se protéger contre la surenchère tarifaire.</p>	<p>- Des fragilités structurelles qui devraient être exacerbées par la crise économique:</p> <p>1) une surexposition au secteur du tourisme,</p> <p>2) une qualité du portefeuille héritée du passé et parmi les plus vulnérables du secteur: un taux des créances classées de 13,5% couvertes à hauteur de 75% par les provisions.</p> <p>3) une situation critique de certaines filiales comme la BFT et la TFB qui continuent à cumuler les déficits.</p> <p>- Un ratio de transformation réglementaire tendu et parmi les plus élevés du secteur.</p> <p>- Une faible capacité génératrice de commissions avec une contribution des commissions au PNB (19,3% à fin 2021) moindre que la moyenne sectorielle (21,9% à fin 2021).</p>	<p>- 2021 a été un exercice de rattrapage pour la STB après avoir subi une dégradation de sa rentabilité en 2020 sur fond de flambée des dotations aux provisions sur les créances. A l'heure de la rédaction de présente étude, la banque n'a pas encore publié ses états financiers au 30 Juin 2022. Cependant, les indicateurs d'activité du deuxième trimestre de l'année en cours dénotent une activité d'intermédiation bien portante, d'une accélération de la croissance au niveau du PNB et d'une meilleure maîtrise des charges opératoires.</p> <p>- Sur le papier, la valorisation de la STB est tentante, le Groupe traitant à la moitié de ses fonds propres comptables ajustés de 2022, selon nos estimations. Néanmoins, l'exposition élevée au secteur du tourisme constitue un point de vigilance particulier pour nous à l'aune de la crise actuelle. Les retombées de cette crise devraient retarder le chantier de la restructuration. Elles constituent une menace pour l'élan de la banque et pour les priorités de son nouveau management (nomination de M. Mohamed CHOUIKHA en tant que nouveau Directeur Général en remplacement de Mme Néjia GHARBI, qui a eu un court passage en tant qu'administrateur délégué après le départ de M. Lotfi DEBBABI, en Septembre 2020) nommé en Mars 2021 (décollage commercial et assainissement du portefeuille).</p> <p>- Notre recommandation est « Alléger » dans une optique de prise de bénéfice.</p>
ATB	315	n.s**	0,7	0,0%	+37,6%	<p>- Une orientation vers une activité bancaire plus classique qui permettrait à la banque de diversifier ses sources de revenus et de modérer son exposition aux activités du portefeuille. La banque affiche, en effet, la deuxième plus forte exposition à l'activité de placement à l'échelle du secteur après Amen Bank.</p> <p>- Une augmentation de capital, portant sur une levée de 70MDt, réalisée en 2021. Elle devrait permettre à la banque de financer son programme de restructuration organisationnelle et commerciale, de renflouer sa solvabilité, de restaurer ses ratios prudentiels et de redoubler en agressivité commerciale.</p>	<p>- Une banque positionnée en milieu de tableau (7^{ème} position en termes de dépôts et 8^{ème} rang en termes de crédits).</p> <p>- Une forte dégradation de la rentabilité depuis 2015 avec un déficit historique en 2021 (des pertes de 68,5MDt) et une productivité en deçà des standards du secteur privé.</p> <p>- Une détérioration de la qualité du portefeuille depuis 2014.</p>	<p>- Fortement impacté par le poids des provisions (envolée des dotations aux provisions de 114,5% à 144,2MDt) et le contexte inflationniste, le bilan de l'année 2021 est ressorti nettement décevant pour l'ATB. La filiale du Groupe Arab Bank a essuyé une perte de 68,5MDt. En raison d'une activité d'exploitation bien orientée au terme du premier semestre de l'année en cours, portant la marque d'une croissance soutenue du PNB (+19,6% à 154,8MDt), la banque devrait résorber son déficit le portant à 10,9MDt, selon nos estimations.</p> <p>- L'ATB a affiché depuis le début de l'année un parcours boursier exemplaire malgré le changement managérial intervenue en Juillet dernier et l'absence de distribution de dividendes, et ce depuis l'exercice 2018. Théoriquement, la valorisation mérite le détour, mais elle reflète convenablement les fondamentaux actuels de la banque en termes de productivité, de qualité du portefeuille et de coût des ressources.</p> <p>- Nous préférons attendre le retour aux bénéfices pour examiner l'opportunité d'un positionnement sur la valeur. Mais, pour le moment, notre recommandation est: Alléger.</p>

* Données au 30 Septembre 2022.

** Non significatif.

Valeur	Capitalisation (en MDt)*	P/E 2022e*	P/B ajusté 2022e*	Yield 2022e*	Performance 2022*	Points forts/Opportunités	Points faibles/Menaces	Recommandation
BTE (ADP)	6	n.s**	0,2	0,0%	-13,4%	<ul style="list-style-type: none"> - La faible taille de la banque lui permet d'afficher des taux de croissance plus élevés que la concurrence. - La BTE affiche la plus forte contribution de commissions dans le PNB à l'échelle du secteur (40,3% pour la BTE contre une moyenne sectorielle de 21,9%, en 2021). - Un coût des ressources et un spread d'intérêt qui se comparent défavorablement par rapport à la concurrence cotée. - Une faible liquidité boursière (cotation en mode fixing). 	<ul style="list-style-type: none"> - Une banque restée peu active sur le marché avec une part de marché dépôts d'à peine 1,1% - Une taille qui reste réduite et une capacité de prise de risque limitée (des fonds propres de 88,2MDt) d'autant plus altérée par les déficits importants des deux dernières années (un déficit cumulé de 48,8MDt sur l'année 2020-2021). - Une situation de sureffectif et une productivité nettement en deçà des normes du secteur (un coefficient d'exploitation de 83,1%). - La banque a subi une importante dégradation de sa qualité du portefeuille depuis la Révolution (un taux de créances classées de 18,9% couvertes à hauteur de 60,4% en 2021). Le coût du risque (40,2MDt, soit 63,7% du PNB en 2021), absorbe une majeure partie de la rentabilité. - Un niveau de solvabilité limite (un ratio de solvabilité Tier 1 de 7,2% et un ratio de solvabilité globale de 11,1% à fin 2021) qui constitue un frein pour une stratégie de croissance plus dynamique. 	<ul style="list-style-type: none"> - La BTE poursuit sa déroute en bourse. Le retour aux bénéfices en 2019 n'aura pas duré longtemps pour la banque à capitaux tuniso-émiratis. La BTE a dégagé des pertes en 2020 et en 2021. Un processus de privatisation en suspens qui lasse les investisseurs et qui entrave la mise en place d'une véritable stratégie. Une valorisation bradée mais le déficit qui s'annonce en 2022, au vu des résultats de la première moitié de l'année (des pertes de 12,8MDt), ne rassure pas le marché. Les spéculations sur le déroulement du processus de privatisation devraient tenir en haleine les investisseurs. - Nous recommandons d'alléger l'exposition au titre en attendant des jours meilleurs.
Secteur bancaire coté	10 258	6,2	0,8	5,5%	+37,3%	-	-	-

* Données au 30 Septembre 2022.

** Non significatif.