

Compte de résultat

Chiffres en MDt	2017	2018	2019	2020	2021	2022e
Créances sur la clientèle	5 206,7	5 440,2	5 707,8	5 979,5	6 344,7	6 725,4
<i>Progression</i>	-	4,5%	4,9%	4,8%	6,1%	6,0%
Dépôts clientèle	6 001,6	6 760,8	7 144,1	7 972,4	8 545,0	9 143,2
<i>Progression</i>	-	12,6%	5,7%	11,6%	7,2%	7,0%
PNB	361,9	436,4	484,2	487,2	522,5	559,1
<i>Progression</i>	-	20,6%	11,0%	0,6%	7,3%	7,0%
Dotations aux provisions sur les créances	12,8	34,9	18,7	31,1	22,6	40,0
<i>Coefficient d'exploitation</i>	47,5%	46,9%	45,5%	47,1%	53,1%	53,5%
Résultat net	129,8	144,9	174,2	131,7	160,0	170,1
<i>Progression</i>	-	11,7%	20,2%	-24,4%	21,5%	6,3%
Résultat net part du groupe	133,1	151,9	176,9	140,1	166,3	177,3
<i>Progression</i>	-	14,2%	16,4%	-20,8%	18,8%	6,6%

Sources: Etats financiers et prévisions de Tunisie Valeurs.

♦ **2021 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.**

♦ **En 2022, 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. Prisé par les investisseurs étrangers pour la qualité de son management, sa liquidité boursière élevée et sa réactivité commerciale, Attijari Bank est un excellent véhicule pour s'exposer au secteur bancaire coté. Nous réitérons notre recommandation à l'« Achat » sur le titre.**

Prix : 34,500Dt

Acheter

Actionnariat

Groupe ATTIJARIWAFI BANK:	59,0%
Groupe MZABI:	11,1%
Groupe DRISS:	9,8%
Groupe POULINA:	3,9%
Flottant:	16,2%

Capitalisation boursière: 1 406MDt

Ratios boursiers*:

PER 2022e:	7,9x
P/B 2021:	1,5x
Dividend yield 2021:	9,1%
Performance 2022:	+13,5%
ROE 2021:	22,1%

* Données au 15 Avril 2022.

Positionnement d'Attijari Bank dans le secteur bancaire coté (2021)

- ♦ **Dépôts:** 4^{ème} avec une part de marché de 10,9%
- ♦ **Crédits:** 5^{ème} avec une part de marché de 8,2%
- ♦ **PNB:** 5^{ème} avec une part de marché de 9,4%

I- Faits & éléments saillants au 31 Décembre 2021

▪ A l'image de ses consœurs cotées, Attijari Bank a enregistré une accélération de sa collecte en 2021. L'intensification des efforts commerciaux de captation des ressources et le retour de la liquidité vers le circuit bancaire qui a ponctué l'année 2021 ont été bénéfiques pour la collecte de la banque. Attijari a vu son encours des dépôts augmenter de 7,2% à 8,5 milliards de dinars. Cette performance a été alimentée par les dépôts à vue (+9,8% à 4,1 milliards de dinars) et les dépôts d'épargne (+8,3% à 2,8 milliards de dinars). Les dépôts à terme ont, quant à eux, quasiment fait du surplace à 1,7 milliard de dinars. Grâce à la bonne dynamique des dépôts à vue la banque a pu porter la contribution de ces ressources peu rémunérées dans l'ensemble de ses dépôts à 47,6% en 2021, contre 46,5%, une année plus tôt. La focalisation sur les dépôts à vue reste un avantage comparatif de taille pour Attijari Bank comparativement à ses pairs cotés. Cette qualité vaut, en effet, à la banque de maîtriser son coût des ressources. A noter que ce dernier a reculé de 0,5 point de pourcentage, en 2021, pour se situer à 3,3%, selon nos estimations.

▪ 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. Les engagements de la banque ont cru de 6,1% à 6,3 milliards de dinars. Une croissance qui est supérieure à la moyenne sectorielle (+4,7%). La bonne dynamique de l'activité du crédit n'a pas altéré la liquidité de la banque qui reste à la pointe du secteur. En fait, ratio de transformation global a quasiment fait du surplace, sur l'année 2021, à 73,5%. Ce niveau, parmi les plus bas du secteur

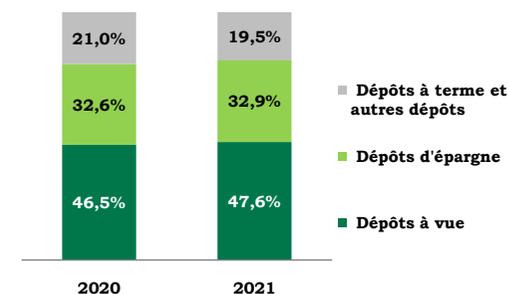
bancaire coté, confère à la banque une marge de manœuvre considérable pour revigorer sa croissance dès les premiers signes de reprise économique.

▪ Après avoir marqué une pause en 2020, le PNB d'Attijari Bank a retrouvé le chemin de la croissance en 2021. Les revenus de la banque se sont hissés de 7,3%, à 522,5MDt, entrant ainsi dans le club restreint des banques avec un PNB supérieur à 500MDt. Il est à noter que cette performance est tout de même inférieure à la réalisation du secteur coté (+10,8%).

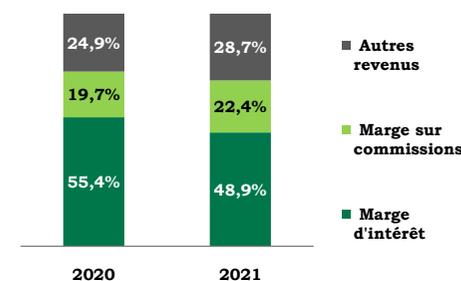
▪ Ce sont les autres revenus et les commissions qui ont boosté le PNB. Ces deux sources de revenus ont, respectivement, évolué de 23,8% à 150MDt et de 21,6% à 116,9MDt. Nonobstant la résilience de l'activité du crédit classique, la marge d'intérêt a, paradoxalement, perdu du terrain en 2021 (-5,3% à 255,6MDt). Malgré l'atonie de la marge d'intérêt, cette dernière reste le premier générateur de revenus pour la banque (une contribution dans le PNB de 48,9% à fin 2021).

▪ Malgré la bonne orientation du PNB et des commissions, Attijari a subi une détérioration de sa productivité, en 2021. Et pour cause, l'application de l'accord cadre signé en Juillet 2021, portant sur les augmentations salariales et la révision de l'assiette de calcul de l'indemnité de départ à la retraite de 6 mois à 12 mois. La flambée des frais généraux (+20,9% à 277,3MDt) et, notamment, de la masse salariale (+22,3% à 188,1MDt) ont induit une baisse du ratio couverture de la masse salariale par les commissions de 0,3 point de pourcentage à 62,1% et une augmentation du coefficient d'exploitation de 6 points de pourcentage à 53,1%.

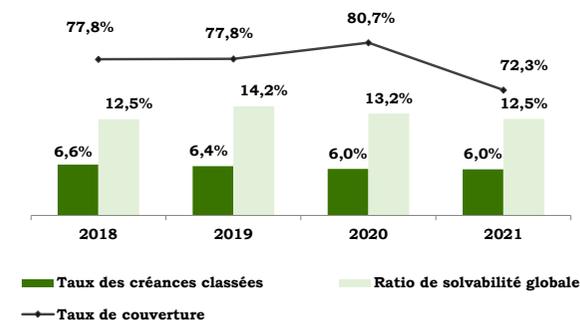
Evolution de la structure des dépôts d'Attijari Bank



Evolution de la structure du PNB d'Attijari Bank



Evolution des principaux ratios prudentiels



- La banque a subi une dégradation de sa qualité du portefeuille, en 2021. Alors que le taux des créances classées est demeuré quasiment inchangé à 6%, le taux de couverture desdites créances a reculé de 8,4 points de pourcentage à 72,3%. Le management a expliqué cette baisse du taux de couverture par la réalisation d'opérations de cession de créances carbonisées à la filiale du recouvrement.

- La baisse du coût du risque a été l'évènement marquant de l'année 2021. Les provisions sur les créances sont revenues à un niveau plus normatif (-27,3% à 22,6MDt) après leur flambée en 2021 en relation avec la circulaire BCT n°2021-01 qui a modifié les règles de calcul des provisions collectives.

- La bonne tenue de l'activité d'exploitation et la baisse de l'enveloppe des provisions ont libéré un potentiel de croissance bénéficiaire pour la banque, en 2021. Attijari a terminé l'année avec une croissance du résultat net de 21,5% à 160MDt; un montant record jamais atteint par la banque. Notons que les bénéfices tiennent compte de dons au profit de l'Etat de 11,6MDt, contre des dons de 11,8MDt, déboursé au terme de l'année 2020 pour soutenir l'effort national de lutte contre la pandémie Covid-19.

- La solide croissance bénéficiaire de 2021 a valu à Attijari de maintenir un niveau de solvabilité confortable. Le ratio de solvabilité globale de 2021 quoique en baisse de 0,7 point de pourcentage reste supérieur à la limite réglementaire de 10% (s'élevant à 12,5%). L'assise financière robuste de la banque lui a permis de se conformer aux dispositions de la note aux banques et aux établissements financiers n°2022-11 du 25 Mars 2022* et de distribuer un dividende alléchant de

3,150Dt par action au titre de l'exercice 2021, contre un montant 2,700Dt, au titre des bénéfices cumulés des exercices 2019 et 2020. L'assemblée générale ordinaire du 15 Avril 2022 a approuvé la mise en paiement de ces dividendes à partir du 19 Avril 2022 .

- Au niveau consolidé, Attijari a profité des bénéfices dégagés par ses filiales, notamment Attijari Assurance (un résultat net de 6,2MDt) et Attijari Leasing (des bénéfices de 4,4MDt) pour afficher un résultat net part du groupe de 166,3MDt, en progression de 18,8% par rapport à 2020. Avec un ROE de 22,1% à fin 2021, Attijari Bank figure parmi les banques les plus rentables de la cote.

II- Perspectives d'avenir & prévisions

- Alors que la Tunisie a souffert sur les deux dernières années de la pandémie Covid-19 et que l'ombre d'une énième vague de contaminations plane toujours sur le monde et sur la Tunisie, il est bon de voir qu'Attijari Bank a eu cette capacité à naviguer dans cet environnement épidémiologique et économique hostile.

- A mesure que la campagne de vaccination s'accélère dans le pays, nous avons plus d'espoir sur un contexte sanitaire plus sécurisé propre au redémarrage de la machine économique. Grâce à son assise financière solide et à sa discipline prudentielle, Attijari Bank est bien armée pour tirer profit d'une normalisation progressive de l'activité

* Cette note relève que les banques et les établissements financiers peuvent distribuer des dividendes sur les bénéfices de 2021 à condition que leur ratio de solvabilité et de Tier 1 arrêtés à fin 2021, après déduction du montant des dividendes à verser, dépassent les niveaux minimums réglementaires de 2,5% au moins et ce, dans la limite de 35% des bénéfices de l'exercice. Et d'ajouter qu'aucune limite n'est appliquée au montant des dividendes à verser pour les banques et établissements financiers disposant d'un ratio Tier 1 à fin 2021, après déduction du montant des dividendes, dépassant le niveau minimum réglementaire de 3,5%, après accord de la BCT. L'institut d'émission justifie sa position par la persistance d'un niveau d'incertitude élevé quant à l'étendue de l'impact de la pandémie du Covid-19 sur le secteur réel et le secteur bancaire en particulier. Au final, la BCT souligne également les retombées éventuelles de la crise russo-ukrainienne sur les équilibres économiques et financiers de la Tunisie.

économique et pour atteindre de nouveaux paliers de rentabilité.

- Nous pensons que 2022 sera inscrite sous le signe de la reprise pour Attijari Bank et tablons sur :

- Une croissance des dépôts de 7% à 9,1 milliards de dinars,

- Une hausse des crédits de 6% à 6,7 milliards de dinars,

- Une augmentation du PNB de 7% à 559,1MDt,

- Une reprise du résultat net de 6,3% à 170,1MDt,

- Un bond du résultat net part du groupe de 6,6% à 177,3MDt.

- Durant l'AGO du 15 Avril 2022, le management s'est attardé sur le chantier de la migration vers les normes IFRS qui devrait être opérationnel à partir du 1er Janvier 2023. Il a précisé que la banque, étant une filiale d'un groupe international, applique déjà les normes IFRS dans ses *Reporting* à la société mère Attijariwafa Bank.

III- Parcours boursier & Opinion de Tunisie Valeurs

- En bourse, Attijari Bank n'a que faiblement réagi aux nouvelles conditions de distribution des dividendes édictées par la BCT au titre des bénéfices de l'exercice 2021. Et pour cause, le marché a salué l'annonce d'un dividende alléchant de 3,150Dt par action, soit un payout exceptionnel 80,2%.
- Malgré son évolution depuis le début de l'année (une performance de 13,5%), l'action traite à une valorisation décotée (7,9x les bénéfices estimés de 2022 et 1,5x les fonds propres de 2021) qui sous-estime les qualités fondamentales d'Attijari Bank et son profil de croissance organique supérieur à ses pairs cotés.
- La liquidité élevée de la banque (un ratio de transformation faible) et sa qualité du portefeuille lui donnent une marge de manœuvre considérable pour déjouer les tensions monétaires, la morosité ambiante et le durcissement du cadre réglementaire.
- Prisé par les investisseurs étrangers pour la qualité de son management, sa liquidité boursière élevée et sa réactivité commerciale, Attijari Bank est un excellent véhicule pour s'exposer au secteur bancaire coté.
- **Nous réitérons notre recommandation à l'« Achat » sur le titre.**

Performances boursières de l'action Attijari Bank

