

Septembre 2019

Département Études et Recherches

# REVUE DE RECHERCHES

[www.tunisievaleurs.com](http://www.tunisievaleurs.com)  
[recherche@tunisievaleurs.com](mailto:recherche@tunisievaleurs.com)

**Tunisie Valeurs**  
BIEN PLACÉE POUR MIEUX PLACER

membre d'**INTEGRA**  
PARTNERS

Intermédiaire en Bourse - Gestionnaire d'actifs - Spécialiste en Valeurs du Trésor - Listing Sponsor

DÉPARTEMENT ETUDES & RECHERCHE  
(216) 71 189 600

Lilia Kamoun Turki - [klilia@tunisievaleurs.com](mailto:klilia@tunisievaleurs.com)  
Rym Gargouri Ben Hamadou - [grym@tunisievaleurs.com](mailto:grym@tunisievaleurs.com)  
Hamza Ben Taarit - [bhamza@tunisievaleurs.com](mailto:bhamza@tunisievaleurs.com)



# REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ETUDES ET RECHERCHES / SEPTEMBRE 2019

## Sommaire

■ Actualité internationale : La guerre commerciale entre les Etats-Unis et la Chine .....	2
■ Conjoncture économique nationale : Des marges de manœuvre de plus en plus limitées .....	5
■ Rétrospective du premier semestre 2019 : L'euphorie passée, l'attentisme reprend le dessus .....	10
■ Secteur bancaire : Panorama des évolutions réglementaires et monétaires .....	14
■ Secteur bancaire : Plus de peur que de mal! .....	23
■ SAH LILAS : Une stratégie bien définie pour une croissance pérenne .....	46
■ UNIMED : Le pari gagné de l'export .....	48
■ STAR : En bonne santé malgré la sinistralité .....	50
■ SOTIPAPIER : Promesses Tenues! .....	53
■ Stockguide .....	56
■ Lexique .....	59



## Actualité internationale

# La guerre commerciale entre les Etats-Unis et la Chine

- Entre la Chine et les États-Unis, l'heure est à nouveau à l'affrontement commercial. Les deux parties n'ont pas été capables de se mettre d'accord lors du dernier cycle de négociations en mai dernier à Washington. Depuis près de deux ans, le bras de fer commercial entre les deux plus grandes puissances mondiales ne cesse de s'intensifier à coups de taxes douanières et de listes noires.
- Le conflit entre les deux pays ne date pas d'hier. Les USA accusaient depuis toujours la Chine de dévaluations artificielles du Yuan, de violations aux règles de l'OMC et de la propriété intellectuelle, d'usage de pratiques de *dumping* et d'espionnage industriel. D'un autre côté, la Chine cherche à se dégager de l'emprise occidentale sur son économie en accélérant sa modernisation, en opérant des transferts de technologie, en subventionnant les secteurs exportateurs et en trouvant de nouveaux débouchés.

### I- Une volonté de réduire le déficit commercial

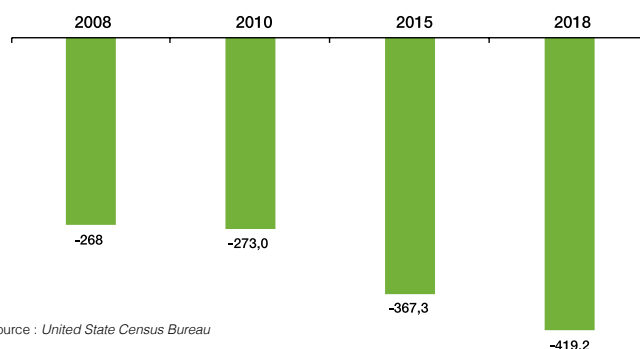
- Le déficit commercial des Etats-Unis envers la Chine n'a cessé d'augmenter sur les dernières années. En une décennie, le déficit a été multiplié par 1,5x passant de 268 milliards de dollars en 2008 à 419 milliards de dollars fin 2018.
- Cette situation s'explique par la compétitivité de l'industrie chinoise (avec un Yuan dévalué) et la productivité élevée de sa main d'œuvre.
- De plus, avec un taux d'épargne élevé en Chine et son système financier peu sophistiqué, l'excédent d'épargne chinoise a afflué vers les Etats-Unis pour financer le déficit budgétaire américain.

### II- Le virage protectionniste américain

- Depuis l'arrivée de Donald Trump à la Maison Blanche, les Etats-Unis ont pris un important virage protectionniste. Conformément à sa vision « *America First* », le président américain veut renforcer les barrières douanières pour relancer l'industrie locale et résorber le chômage aux Etats-Unis. Cette politique américaine va à contre-courant de la tendance mondiale. Selon une étude d'Euler Hermes\* publiée

« Le déficit commercial abyssal des Etats-Unis vis-à-vis de la Chine semble être à l'origine du déclenchement des hostilités entre les deux pays »

Evolution du déficit commercial des Etats-Unis envers la Chine (en milliards de dollars)



Source : United State Census Bureau

en 2018, le nombre de mesures protectionnistes déployées dans le monde a baissé mais les Etats-Unis en ont imposé davantage. En effet, le nombre de mesures protectionnistes américaines a augmenté pour s'établir au cinquième du total mondial.

### III- Une escalade contreproductive pour les deux pays

- Le conflit commercial qui oppose les Américains et les Chinois ne profite à aucun des protagonistes. Le ralentissement attendu de la croissance qui en résulterait devrait mettre en doute les bienfaits recherchés par les deux pays.

### 1) Le spectre du ralentissement économique aux Etats-Unis

- La guerre commerciale aurait des effets négatifs sur l'économie américaine. L'augmentation des droits de douane risque de nourrir l'inflation et d'obliger la Réserve Fédérale à accélérer le relèvement de ses taux d'intérêt, contribuant ainsi à faire chuter l'investissement et la consommation.
- Le consommateur américain souffrira le premier dans la mesure où les surtaxes décidées ont ciblé des produits de grande consommation. Quant aux entreprises, elles subiraient un renchérissement des coûts de production, particulièrement pour les PME qui peuvent difficilement diversifier leurs fournisseurs.
- Une guerre commerciale pourrait aussi ouvrir un autre front de conflit,

### Commerce Etats-Unis - Chine (2018)

- Valeur des échanges : 660 milliards de dollars

- Poids dans le commerce mondial : 3,5%

### Taxes américaines sur les produits chinois

- Valeur des échanges taxables : 200 milliards de dollars
- Taux : de 10% à 25%
- Produits concernés : acier, aluminium, cuir, caoutchouc, électroménagers, Ameublement, Tissus...

### Taxes chinoises sur les produits américains

- Valeur des échanges taxables : 110 milliards de dollars
- Taux : 25%
- Produits concernés : produits agricoles, fruits, aéronautique, viande de boeuf, fromages, amendes, whisky...

« L'escalade commerciale entre les deux pays a pris les allures d'une réaction en chaîne qui a été déclenchée par les États-Unis »

\*US «Trade Protectionism: Pump Up the Volume and Back to Old School», janvier 2018.



# REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ETUDES ET RECHERCHES / SEPTEMBRE 2019

celui du financement extérieur de la dette du gouvernement américain, surtout si la plus faible croissance économique gonfle davantage les déficits et que la Chine décide de limiter les mouvements des capitaux.

- Le FMI a récemment révisé à la baisse les prévisions de croissance en 2019 pour les États-Unis qui devrait se situer à 2,3% contre 2,5% initialement prévue au début de l'année. Par ailleurs, le ralentissement devrait se poursuivre en 2020 avec une croissance escomptée de 1,9%.

## 2) Le spectre du ralentissement économique en Chine

- Sur le court terme, c'est la Chine qui sera la plus grande perdante de cette surenchère protectionniste. Les secteurs visés par les taxes punitives sont tous des secteurs stratégiques pour l'économie (électroménagers, électronique et technologie de l'information). Le pays devrait subir une pression à la baisse accrue sur ses exportations et ses investissements manufacturiers. Par ailleurs, les entreprises chinoises devraient souffrir avant de trouver de nouveaux débouchés sur d'autres marchés.

- L'économie chinoise envoie déjà des signaux de ralentissement. Les dernières statistiques officielles ont confirmé un recul inattendu des exportations, mais aussi une baisse des ventes de détail et de la production industrielle. Pékin a mis en place une politique de relance budgétaire mais les économistes la jugent insuffisante à ce stade pour freiner le ralentissement. La croissance du pays, qui avait enregistré sa plus timide hausse l'an dernier à 6,6%, devrait selon le FMI atteindre 6,3% en 2019 et 6,2% en 2020.

- L'empire du milieu s'active pour avancer dans son projet des « routes de la soie » afin de minimiser les effets de l'escalade avec les États-Unis. Ce vaste projet d'investissement dans les infrastructures à l'étranger, portant

sur une enveloppe d'investissement de 1 000 milliards de dollars permettrait de booster le commerce chinois, de désenclaver les régions intérieures et de dynamiser la croissance économique.

## IV- Des répercussions négatives sur l'économie mondiale

- L'escalade entre les deux pays serait susceptible d'aboutir à une reconfiguration du flux des échanges mondiaux, de jeter une ombre sur les marchés financiers et de miner les perspectives de l'économie mondiale.

### 1) La reconfiguration du commerce international

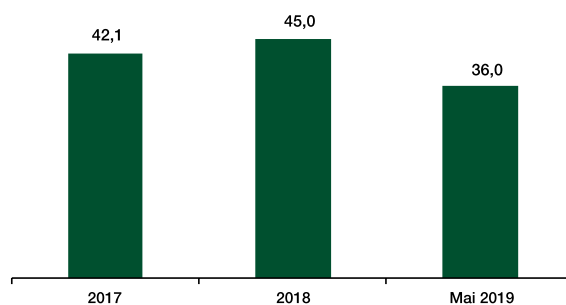
- Les tensions commerciales produiraient des effets d'aubaine pour certaines entreprises et pour quelques pays, qui en profiteront, pour se repositionner sur des marchés qui ont été perdus par les entreprises victimes de cette guerre commerciale, que ce soit côté chinois ou côté américain. Les économistes estiment que des effets importants par rapport à la taille des exportations sont attendus pour l'Australie, le Brésil, l'Inde, les Philippines, le Pakistan et le Vietnam.

### 2) Le poids des incertitudes sur les marchés financiers

- Une montée généralisée des tarifs et la levée de barrières commerciales auraient évidemment des conséquences pour les marchés financiers, à commencer par les devises qui réagissent promptement aux aléas des balances commerciales et des croissances économiques relatives. Le marché des devises pourrait ainsi devenir plus volatil.

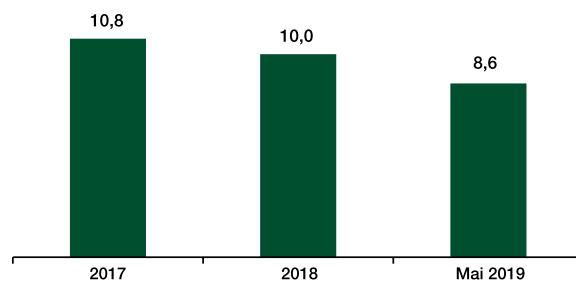
**« La passe d'armes commerciale entre la Chine et les États-Unis est contreproductive pour les deux pays et pour l'économie mondiale »**

Exportations chinoises mensuelles moyennes vers les États-Unis (en milliards de dollars)



Source: United State Census Bureau

Exportations américaines mensuelles moyennes vers la Chine (en milliards de dollars)



Source: United State Census Bureau

- Les taux d'intérêt devraient aussi réagir promptement à une montée encore plus grande des tensions commerciales. Les conséquences des mesures protectionnistes sur les prix devraient alimenter les anticipations d'inflation sur les marchés et inciter les banques centrales à garder les taux d'intérêt plus élevés que ne demandent les chiffres de croissance économique ou de création d'emplois.

- Du côté des marchés boursiers, on voit qu'ils se montrent déjà nerveux depuis l'annonce des premières mesures protectionnistes

de l'administration Trump en janvier 2018. Toutes ces mesures ont aussi eu des répercussions généralement négatives sur les principaux indices boursiers, aux États-Unis et en Chine.

### 3) Le relâchement de la croissance mondiale

Les tensions commerciales entre les États-Unis et la Chine pourraient perturber les chaînes de production et affecter le climat des affaires dans le monde. Début avril, le FMI avait abaissé ses prévisions de croissance mondiale à 3,3% en 2019 après 3,6% en 2018.



### Les dates clés dans la guerre commerciale entre les Etats-Unis et la Chine

Date	Evènement
<b>Janvier 2018</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Les Etats-Unis instaurent des taxes douanières sur les machines à laver et les panneaux solaires.</li> <li>- La Chine réplique en lançant une enquête <i>anti-dumping</i> sur le sorgho américain.</li> </ul>
<b>Mars 2018</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Les Etats-Unis instaurent des taxes entre 10% et 25% sur les importations chinoises en aluminium et en acier et annoncent une nouvelle augmentation des droits de douane sur une liste de 1300 produits.</li> <li>- La chine rétorque en dévoilant une liste de 128 produits qui, potentiellement, pourraient se voir appliquer des droits de douane de 15% à 25% en cas d'échec des négociations avec Washington fin mars.</li> </ul>
<b>Avril 2018</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Le gouvernement américain interdit le producteur chinois d'équipement téléphoniques ZTE de l'utilisation des biens d'origine américaine pour une durée de 7 ans.</li> </ul>
<b>Juillet 2018</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Les Etats-Unis imposent de nouveaux tarifs douaniers de 25% sur une liste de 818 produits chinois ce qui représente 34 milliards de dollars d'importations.</li> </ul>
<b>Août 2018</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Les Etats-Unis imposent des droits de douane de 25% à une nouvelle tranche de 16 milliards de dollars de produits chinois importés en Amérique.</li> <li>- Pékin dévoile en rétorsion une liste de produits américains sur lesquels elle instaure des surtaxes de 25%, ciblant une enveloppe totale d'importations de 16 milliards de dollars.</li> </ul>
<b>Septembre 2018</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Washington met en place des taxes supplémentaires de 10% pouvant être portées à 25% sur 200 milliards de dollars de produits chinois.</li> <li>- En représailles, Pékin impose de nouveaux droits de douane sur 60 milliards de dollars de biens américains importés.</li> </ul>
<b>Début 2019</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Le gouvernement interdit par décret aux réseaux américains de télécommunications de se fournir en équipements auprès de sociétés étrangères jugées à risque, une mesure ciblant l'opérateur Huawei.</li> <li>- En mai 2019, l'Américain Google, dont le système mobile Android équipe l'immense majorité des smartphones dans le monde, annonce commencer à suspendre ses relations avec Huawei.</li> </ul>

Rédigé le 28/06/2019

## Conjoncture économique nationale

### Des marges de manœuvre de plus en plus limitées

#### Principaux indicateurs macroéconomiques

	2015	2016	2017	2018	2019e
PIB (en Milliards de DT)	84,7	90,4	97,4	105,6	115,7
Taux de croissance du PIB (%)	1,0%	1,1%	1,9%	2,5%	2,7%
Taux d'investissement (% du PIB)	19,9%	19,6%	18,7%	18,4%	18,6%
Taux d'inflation (%)	4,9%	3,7%	5,3%	7,3%	7,0%
Taux de chômage (%)	15,4%	15,5%	15,5%	15,5%	-
Budget de l'Etat (en Milliards de DT)	26,9	29,3	34,5	37,7	40,9
Déficit budgétaire (% du PIB)	-4,8%	-6,1%	-6,1%	-4,8%	-3,9%
Dettes publiques (en Milliards de DT)	46,9	55,9	67,9	81,3	82,9
Dettes publiques (% du PIB)	55,4%	61,9%	69,7%	76,7%	70,9%
Déficit commercial (% du PIB)	-14,2%	-13,9%	-16,0%	-18,0%	-
Déficit courant (% du PIB)	-8,9%	-8,8%	-10,2%	-11,2%	-10,1%

« L'économie tunisienne se retrouve dans une configuration très délicate, avec d'un côté une situation inquiétante des déficits jumeaux et de l'autre côté une inflation galopante et un chômage structurel »

Sources: BCT, INS, FMI et ministère des Finances.

#### Synthèse

- Neuf ans après la Révolution, l'économie tunisienne ne s'est toujours pas fixée de cap. L'instabilité politique, les résistances sociales et corporatistes et l'absence d'une vision réformatrice ont creusé les défaillances structurelles de l'économie tunisienne :
  - Une croissance molle et insuffisante pour résorber le chômage et rétablir les équilibres macroéconomiques,
  - Une inflation qui érode le pouvoir d'achat et la capacité d'épargne des ménages,
  - Un investissement d'autant plus déprimé avec la politique monétaire et budgétaire restrictive,
  - Un déséquilibre extérieur qui s'accroît malgré un dinar plus « compétitif »,
  - Et un déficit budgétaire élevé quoiqu'en amélioration.
- La campagne électorale commence à peser lourdement sur la conjoncture économique dans la mesure où le comportement des preneurs de décision est dicté par l'attentisme.
- La marge de manœuvre des autorités publiques ne cesse de rétrécir pour gérer les contraintes macroéconomiques.
- Les maux de l'économie tunisienne ne peuvent être réglés qu'en actionnant le levier de l'investissement. Les preneurs de décision doivent mettre le cap sur les réformes et les annonces fortes pour restaurer le moral des investisseurs et déclencher le cercle vertueux de l'investissement.

#### I- Une croissance molle

■ L'économie tunisienne a évolué au rythme modéré de 2,5% sur l'année 2018 contre 1,9% en 2017. Légèrement supérieure aux prévisions du FMI, cette performance repose principalement sur une bonne saison agricole et la relative reprise du tourisme. Cette progression du PIB aurait été plus

soutenue n'eût été la mauvaise tenue du secteur des mines, notamment le secteur du phosphate et du raffinage du pétrole.

■ L'activité économique a connu un démarrage difficile en 2019. La croissance du PIB a été nulle au premier trimestre 2019. L'évolution défavorable des industries manufacturières (-0,2% pour le

secteur des Industries Mécaniques et Electriques et le secteur du Textile, Habillement et Cuir) a tiré la croissance globale du PIB vers le bas en liaison avec la fragilité de la conjoncture dans les principaux pays partenaires de la Tunisie, notamment l'Allemagne pour le secteur automobile.

■ Les derniers chiffres de croissance ne sont pas rassurants et rendent l'objectif de 3,1% de croissance du gouvernement difficilement atteignable. Les prévisions du FMI pour la Tunisie sont pour une stabilisation de la croissance du PIB à 2,7% en 2019. Ces projections peuvent faire l'objet de nouvelles révisions selon l'évolution du secteur agricole et du tourisme.





## II- Un investissement en berne

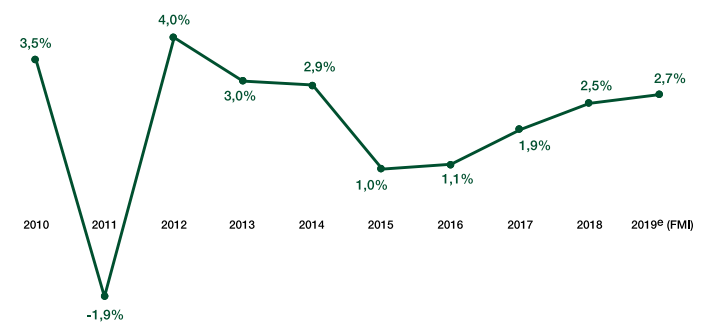
■ Dans le prolongement des dernières années, le taux d'investissement continue son trend baissier, ressortant à 18,4% en 2018 contre 18,7% en 2017. Aux difficultés de la conjoncture et aux restrictions sur la distribution du crédit, se sont greffés le manque de visibilité politique et la léthargie administrative.

■ En effet, le comportement le plus répandu actuellement c'est l'attentisme. Les entreprises limitent leurs investissements, restreignent leurs stocks, ajustent leurs effectifs et leurs coûts de production. D'un autre côté, face aux coûts dissuasifs du crédits, les ménages reportent leurs gros achats faisant ainsi ralentir la consommation et par ricochet l'investissement.

■ En 2018, les investissements directs étrangers se sont appréciés de 29% à 2,7 milliards de dinars et ont principalement concerné le secteur énergétique (+12,3%).

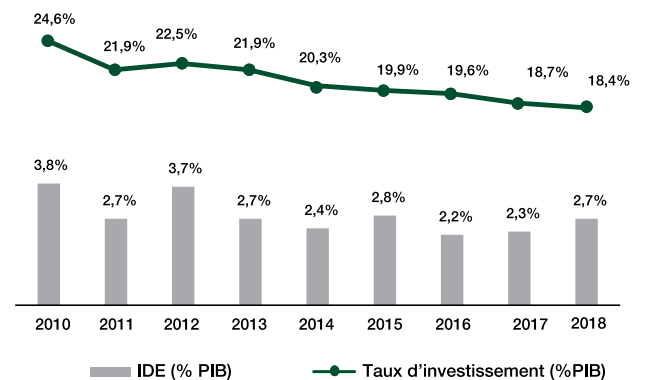
« Ce sont les industries manufacturières qui ont tiré la croissance du PIB vers le bas en 2018 »

## Croissance annuelle du PIB (en%)



Sources: BCT, INS et FMI.

## Evolution du taux d'investissement et des IDE



## Croissance des valeurs ajoutées sectorielles

Croissance de la valeur ajoutée	2016	2017	2018	Var 2017-2018
<b>Agriculture et pêche</b>	-8,5%	2,5%	8,4%	▲▲▲▲
<b>Industries manufacturières</b>	0,5%	0,8%	3,3%	▲▲
<i>Dont Textile</i>	-0,3%	0,8%	1,3%	
<i>Dont Ind. Electriques et Mécaniques</i>	2,1%	3,1%	4,4%	
<b>Industries non manufacturières</b>	-1,5%	-3,0%	-1,2%	▼▼
<i>Dont Mines</i>	6,4%	10,1%	-9,7%	
<i>Dont Pétrole et Gaz</i>	-7,2%	-11,1%	-4,7%	
<b>Services Marchands</b>	3,3%	4,0%	2,6%	▲
<i>Dont Tourisme</i>	2,7%	8,3%	5,4%	
<i>Dont Transport</i>	4,7%	5,0%	4,0%	
<i>Dont Commerce</i>	2,1%	1,6%	1,1%	
<i>Dont Finance</i>	5,1%	9,1%	3,0%	
<b>Services Non marchands</b>	2,5%	0,4%	0,4%	=

Sources: BCT, INS

■ Sur les quatre premiers mois de 2019, les flux d'investissement directs étrangers ont atteint 846 MDT, soit une hausse de 16,3% par rapport à la même période de 2018. Selon l'agence de promotion des investissements, la hausse des IDE s'explique par les réformes engagées dans le domaine de l'investissement et la progression du pays dans le classement « *Doing Business* ». En effet, selon les résultats du dernier rapport « *Doing Business* » de 2019, la Tunisie a gagné huit places dans le classement mondial passant à la 80<sup>ème</sup> place et mettant fin à la tendance baissière observée depuis 2012. Nous pensons que cette amélioration notable ne peut se poursuivre si tous les freins à l'investissement ne sont pas levés et les déverrouillages administratifs lancés.



# REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ETUDES ET RECHERCHES / SEPTEMBRE 2019

### III- Une inflation non soutenable

■ En 2018, le taux d'inflation a atteint un niveau historiquement élevé (7,3% contre 5,3% en 2017). La dynamique de l'inflation globale s'est ressentie de la survenance de multiples chocs d'offre, dont notamment ceux liés aux mesures entérinées par la Loi de Finances de 2018 concernant le relèvement de certains droits et taxes (TVA, Droits de consommation et Droits de douane), qui se sont conjugués aux ajustements à la hausse des prix de l'énergie. Par ailleurs, la dépréciation plus prononcée du dinar depuis le mois de mai 2018 a contribué à maintenir les tensions sur les prix pour le reste de l'année.

■ 2019 démarre sous le signe de l'apaisement des prix. L'inflation a connu, un fléchissement en juillet 2019 pour reculer à 6,5%. Cette tendance est imputable à la décélération des produits alimentaires (+7,5%). Nous commençons également à

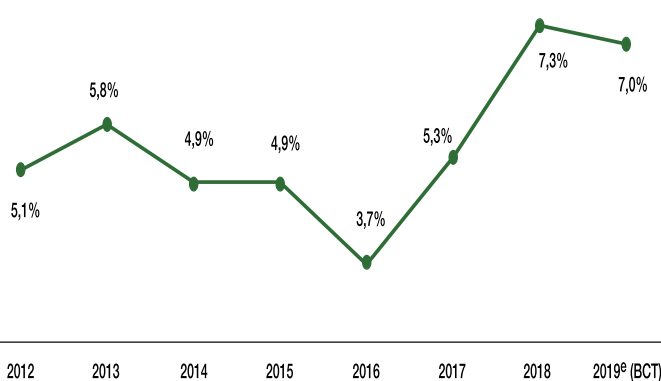
ressentir les premiers effets de la bonne tenue du dinar qui contient l'impact de l'inflation importée.

■ Les perspectives de l'inflation restent haussières en 2019 (un taux d'inflation prévisionnel moyen de 7% en 2019). En revanche, la Banque Centrale table sur une détente des pressions sur les prix sur le moyen terme. L'institut d'émission estime que la hausse du taux directeur, en février dernier, de 100 points de base devrait contribuer à contrecarrer les tensions en provenance de la demande de consommation à moyen terme.

■ Cependant, d'autres facteurs inflationnistes pourraient freiner une décélération plus importante de l'inflation sous-jacente, en 2020, tel que les effets de second tour des hausses passées et attendues des prix de l'énergie, des produits alimentaires frais et des prix internationaux des matières premières. La BCT prévoit un taux d'inflation moyen de 6,7% en 2020.

« La bonne tenue du dinar depuis le début de l'année 2019 explique en bonne partie la décélération de l'évolution des prix »

Evolution annuelle de l'inflation



Sources: BCT, INS

### IV- Un secteur extérieur sous pression

■ Le secteur extérieur a profité au cours de l'année 2018 de la bonne performance du secteur de l'agriculture et des industries agro-alimentaires et celui des services marchands. Toutefois, la persistance des tensions sociales au niveau des sites de distribution des phosphates et la faiblesse de la production des produits énergétiques dont les cours se sont fortement amplifiés sur les marchés internationaux au cours de 2018, ont manifestement affecté l'équilibre de la balance commerciale des industries extractives. D'un autre côté, la poursuite de l'amélioration de la situation sécuritaire a engendré la consolidation des flux financiers issus de l'activité touristique et de la diaspora tunisienne à l'étranger.

■ Dans ce contexte, la balance commerciale a poursuivi sa détérioration au cours de l'année 2018, dégageant ainsi un déficit qui s'est creusé de 3 457 MDT ou 22,2% pour se situer à 19,1 milliards de dinars. Cet élargissement est dû à la progression des importations à un rythme dépassant celui des exportations (+20% et +19,1% respectivement), entraînant un léger repli du taux de

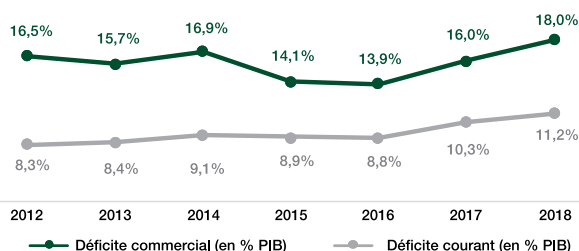
couverture pour revenir à 68,3%. La détérioration du déficit de la balance commerciale s'explique également par le déficit de la balance énergétique qui s'est creusé de 53%, passant de -4 milliards de dinars à -6,2 milliards de dinars.

■ La balance des paiements courants s'est soldée en 2018 par un déficit de 11,8 milliards de dinars, soit 11,2% du PIB, évolution qui découle, essentiellement, du creusement du déficit commercial. Par ailleurs, l'affermissement des recettes générées par le secteur touristique (+44,6%) et des revenus du travail (+8,4%) ont permis d'apaiser partiellement les tensions infligées au compte courant.

■ Pour 2019, les perspectives du commerce extérieur ne s'annoncent pas sous de bons auspices. Au terme des quatre premiers mois de l'année, le déficit commercial s'est élevé à 6,3 milliards de dinars, contre 5,1 milliards un an auparavant. Cette détérioration du déficit commercial résulte d'une hausse marquante de la facture des importations, qui a dépassé 22 milliards de dinars, et une évolution moins importante des recettes d'exportation qui ont atteint 15,8 milliards de dinars

« Le salut du secteur extérieur ne pourrait provenir que d'une reprise du secteur des phosphates et dérivés »

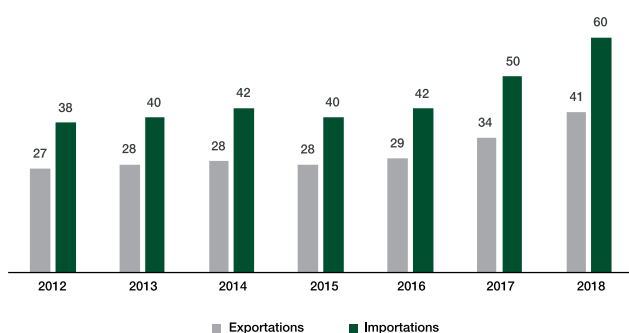
Evolution du déficit commercial et du déficit courant







### Exportations et Importations (Milliards DT)



■ La détérioration des paiements extérieurs continue d'affaiblir le niveau des réserves en devises, qui, malgré la mobilisation de 500 millions d'euros sur le marché financier international, se sont établies à 84 jours d'importations à fin 2018 contre 93 jours à fin 2017. Le niveau des réserves de change a poursuivi sa tendance baissière en 2019 pour ressortir à 75 jours d'importations fin mai.

■ Après avoir perdu du terrain face aux monnaies principales en 2018 (-19% vis-à-vis du dollar et -13% par rapport à l'euro), le dinar est en train de prendre de la vigueur depuis le début de l'année grâce, notamment à une amélioration conjoncturelle de l'offre sur le marché des changes. En effet, jusqu'à la fin du mois de juin, le dinar s'est apprécié de 4% par rapport au dollar américain et de 4,5% face à l'Euro.

### Principaux agrégats des budgets de l'Etat

en M Dt	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Recettes propres</b>						
Fiscales	16 334	18 581	18 487	18 702	21 187	24 503
Non fiscales	3 626	1 774	1 673	2 543	2 705	3 439
<b>Dépenses courantes</b>						
dont salaires	9 608	10 505	11 582	13 164	14 352	14 776
dont compensation	5 514	4 455	2 883	1 078	1 113	1 210
dont investissements	4 394	4 792	4 799	5 422	5 730	5 943
<b>Déficit primaire</b>	<b>- 2 049</b>	<b>- 2 097</b>	<b>- 2 089</b>	<b>- 2 868</b>	<b>- 3 395</b>	<b>- 1 879</b>
En % du PIB	-2,7%	-2,6%	-2,5%	-3,2%	-3,5%	-1,8%
Intérêt de la dette	1 411	1 515	1 865	1 986	2 260	2 798
Privatisations et dons	1 815	466	270	657	332	373
<b>Déficit budgétaire</b>	<b>- 5 275</b>	<b>- 4 078</b>	<b>- 4 223</b>	<b>- 5 510</b>	<b>- 5 987</b>	<b>- 5 050</b>
En % du PIB	-6,9%	-5,0%	-4,8%	-6,1%	-6,1%	-4,8%

Source: Ministère des Finances

### V- Un déficit budgétaire qui s'allège

■ Le déficit budgétaire s'est réduit durant l'année 2018, pour se situer au niveau de 5,2 milliards de dinars, contre 5,9 milliards, en 2017. Cette bonne performance trouve son origine dans l'amélioration des ressources propres de l'Etat et la maîtrise des dépenses publiques.

■ Les ressources propres de l'Etat ont atterri à 28 milliards de dinars, soit un accroissement de 17% par rapport à 2017. Cette évolution a été favorisée par une amélioration de la collecte des ressources fiscales (+15,6% à 24,5 milliards de dinars) notamment des impôts indirects (+22% à 15,4 milliards de dinars). Quant aux ressources non fiscales, elles se sont appréciées de 27% à 3,4 milliards de dinar, profitant notamment d'une augmentation des dividendes provenant de la BCT.

■ Les dépenses publiques sont relativement restées sous contrôle. Leur hausse a été contenue à 10% à 37,7 milliards de dinars, soit la croissance la plus faible enregistrée depuis 2010. Le principal fait à l'honneur de l'année a été la progression timide de la masse salariale de 3% à 14,8 milliards de dinars.

La masse salariale de la fonction publique représente désormais 39% des dépenses totales, contre une proportion de 42% en 2017.

■ La progression continue du budget et le resserrement de la liquidité bancaire ont favorisé le recours accru à l'endettement aussi bien intérieur qu'extérieur. L'encours de la dette publique s'est accru de 20% pour s'élever à plus de 80 milliards de dinars, dépassant de loin les prévisions du gouvernement (un taux

d'endettement de 76,7% contre des estimations initiales de 71,7%). L'essentiel de ce ballonnement provient de l'endettement extérieur: 60,2 milliards de dinars contre 21,1 milliards pour la dette intérieure.

■ Les résultats d'exécution du budget de l'Etat sur le premier trimestre de 2019 sont satisfaisants. Les recettes ont été au rendez-vous (+17% à 8 milliards de dinars) avec un taux de réalisation de 26%. Il faudrait souligner l'effet de l'annulation du crédit d'impôt sur les revenus qui a amélioré d'une manière sensible les recettes afférentes (+45% au niveau des impôts directs à 3,4 milliards de dinars) Les dépenses ont, en revanche, gagné en vigueur avec une croissance de 17,6% à 6,1 milliards de dinars. Avec un déficit de 0,9 milliard de dinars, en baisse de 4% par rapport au T1 2018, l'objectif de 3,9% de déficit budgétaire sur l'année pleine semble atteignable.

■ Rappelons que le budget de 2019 porte sur une enveloppe globale de 40,9 milliards de dinars, en hausse de 8,5% par rapport à la Loi de Finance complémentaire de 2018. Il table sur une croissance des recettes propres de 9,8% à 37 milliards de dinars. Ce qui interpelle le plus du côté des dépenses, c'est la maîtrise du budget du fonctionnement qui devrait enregistrer une progression de 6,1% à 25,3 milliards de dinars, et ce tenant compte d'une hausse des rémunérations publiques de 11,5% en raison de l'intégration des crédits d'impôts antérieurement accordés aux fonctionnaires. De surcroît, le montant des fonds alloués à la compensation devrait afficher une augmentation maîtrisée de 4% à

**« La maîtrise de la dépense publique et une meilleure collecte des ressources fiscales ont généré un repli du déficit budgétaire »**

1,3 milliard de dinars du fait d'une hausse attendue des prix des carburants à la pompe.

La mobilisation des ressources d'emprunts intérieurs comme extérieurs (un total de 10 milliards de dinars en 2019) constitue la contrainte majeure du gouvernement d'ici la fin de

l'année. La baisse de l'épargne nationale (un taux d'épargne de 9,5% en 2018) rend le recours aux ressources internes de plus en plus difficile. Par ailleurs, les emprunts extérieurs dépendent des conditions sur le marché international. Rappelons que la Loi de Finances 2019 prévoit une

de l'enseignement supérieur (28,8%).

Au terme du premier trimestre de 2019, les statistiques affichent un taux de chômage en baisse de 0,2 point de taux à 15,3%.

## VII- Les principaux défis

Les perspectives de croissance à moyen terme de l'économie tunisienne sont pour le moment favorables. Cependant, en 2019, nous pensons que les conditions d'une bonne reprise économique ne sont pas réunies pour les raisons suivantes:

**1) Un contexte socio-politique tumultueux,** à la veille des deux échéances des présidentielles et des législatives qui cultivent l'attentisme, défavorable pour l'investissement et pour l'avancement dans les réformes,

**2) Un contexte international tendu avec des incertitudes liées au prix du pétrole, la montée du protectionnisme, la situation instable dans les pays limitrophes de la Tunisie et le ralentissement économique dans la zone Euro** qui génère des difficultés pour les secteurs exportateurs,

**3) Une baisse de la production agricole couplée à la fragilité de la reprise actuelle du tourisme,**

**4) Une situation fragile de l'investissement et une reprise incertaine de la consommation** en raison de l'érosion du pouvoir d'achat et du resserrement monétaire.

Quelque soit l'atterrissage de 2019, il nous semble évident que l'économie tunisienne présente aujourd'hui trois maillons faibles :

### i) Un investissement en panne.

Le resserrement du crédit et les incertitudes politiques et économiques font que la confiance des investisseurs demeure à un niveau assez faible,

**ii) Un secteur extérieur sous tension** qui souffre de la paralysie du secteur des phosphates, de l'aggravation du déficit énergétique mais qui reflète aussi des problèmes de productivité et de compétitivité de notre tourisme et de notre tissu industriel.

### iii) Une consommation qui bute sur l'inflation.

En effet, la hausse des prix impacte le pouvoir d'achat des ménages. Elle ralentit sensiblement la consommation privée,

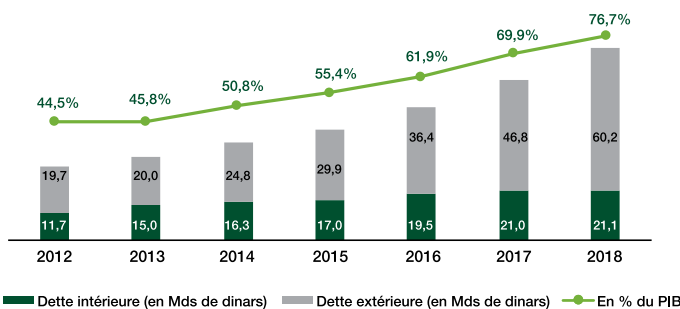
La marge de manœuvre du *policy-mix* ne cesse de se rétrécir jour après jour depuis le « choc » de la Révolution. Une bonne partie de l'inflation échappe au contrôle de la Banque Centrale. Par ailleurs, si la politique budgétaire est devenue centrale dans la stratégie du gouvernement, sa tendance restrictive l'empêche d'agir efficacement sur le cycle économique.

La priorité pour la période future serait de desserrer les marges et d'accélérer le train de réformes de fonds pour se donner le moyen de sauvegarder les secteurs productifs et d'envoyer des signaux forts nécessaires à la relance de l'investissement.

La Tunisie regorge de potentialités, elle doit juste libérer son énergie et relancer son économie pour ancrer aux côtés d'une révolution politique, une révolution économique.

**« Sous l'angle monétaire et budgétaire, les marges de manœuvre sont aujourd'hui très limitées »**

## Evolution de la structure de la dette publique



Source: Ministère des Finances

hausse de l'encours de la dette publique de 9% à 83 milliards de dinars, soit 70,9% du PIB.

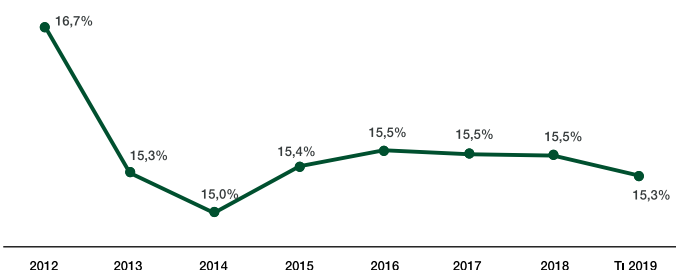
## VI- Un chômage persistant

L'amélioration modeste de l'activité économique en 2018 n'a pas apaisé les insuffisances tant au niveau structurel qu'au niveau fonctionnel du marché du travail en Tunisie. En effet, les mesures qui ont été mises en oeuvre afin de

résorber le chômage et dynamiser ce marché restent insuffisantes et le taux de chômage demeure au même niveau élevé de 2016 et de 2017 soit 15,5% correspondant à 645 mille chômeurs.

Parallèlement, les disparités entre les régions, le genre et le niveau d'instruction persistent encore, touchant particulièrement les régions de l'intérieur, les femmes (22,9% contre 12,5% pour les hommes) ainsi que les diplômés

## Evolution du taux de chômage



Source: INS



Rédigé le 28/06/2019

## Rétrospective du premier semestre 2019

### L'euphorie passée, l'attentisme reprend le dessus

#### 1<sup>er</sup> semestre 2019: Un coup de mou après l'euphorie de l'année dernière

La première moitié de l'année a été plutôt décevante sur la Bourse de Tunis. Le marché actions a affiché un essoufflement quasi général sur les six premiers mois de l'année après un cru exceptionnel sur le 1<sup>er</sup> semestre 2018. Les deux indices phares de la cote, le Tunindex et le Tunindex 20 ont respectivement décroché de 1,7% et de 3,2% depuis le début de l'année.

La majeure partie de cette correction a eu lieu sur le premier trimestre de l'année (-4,7%). Le marché s'est ressaisi depuis le mois de mai (+3,8%), sans pour autant inverser la tendance.

Le parcours de la bourse en ce début d'année a été malmené par la jonction de plusieurs facteurs défavorables : un contexte haussier des taux et une concurrence acerbe des placements monétaires, un brouillage politique à l'approche des deux rendez-vous électoraux des législatives et

des présidentielles et une activité économique toujours frileuse.

Les moteurs traditionnels du marché sur les dernières années ont été à l'arrêt sur le premier trimestre. Les big cap comme la **SFBT**, **Poulina**, **SAH Lilas** et **Délice Holding** ont enregistré des performances contrastées et le secteur bancaire a été sanctionné par les investisseurs, malgré des résultats qui continuent à défier la conjoncture.

baisse de 12,6% par rapport aux six premiers mois de 2018.

Les valeurs les plus échangées sont **UNIMED**, **BT** et **SFBT**. Ces *Blue Chips* ont notamment profité d'un flux soutenu de transactions de bloc portant sur des montants respectifs de 115,2MDt pour **UNIMED**, de 60,9MDt pour la **BT** et de 18,6MDt pour la **SFBT**.

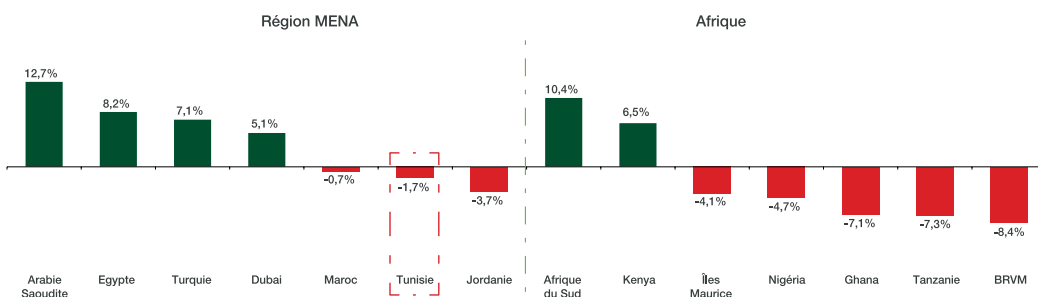
Le marché primaire a connu un net ralentissement des levées de fonds malgré le retour en force des augmentations de capital. En effet, quatre injections de fonds propres ont été difficilement clôturées ou sont actuellement en cours de souscription sur le marché pour financer un programme d'investissement (**Land'Or**), désendetter le bilan (**SAH Lilas**), pour renflouer la trésorerie et assainir les comptes (**BNA**) ou pour restaurer la solvabilité (**Tunisie Leasing & Factoring** et **ATL**). Signalons également qu'aucune nouvelle mise sur le marché n'a été opérée ni annoncée depuis le début de l'année.

L'activité du compartiment obligataire est symptomatique d'un assèchement des liquidités. Malgré les besoins accrus de trésorerie, les sociétés de leasing et les banques ont déserté le marché. A la date de rédaction de la présente note, deux émissions seulement ont été lancées et clôturées sur le premier semestre de l'année pour une levée totale de 60MDt contre six opérations et une mobilisation de 152MDt sur la même période de 2018.

La capitalisation du marché s'est rétractée de 3,2% à 23,6 milliards de dinars, plombée par le secteur bancaire (une contreperformance de 2,2% pour l'indice du secteur). Tous les indices sectoriels ont affiché des performances dans le rouge, sauf l'indice des matériaux de base, de l'assurance, l'indice agroalimentaire et boissons et l'indice du secteur de distribution.

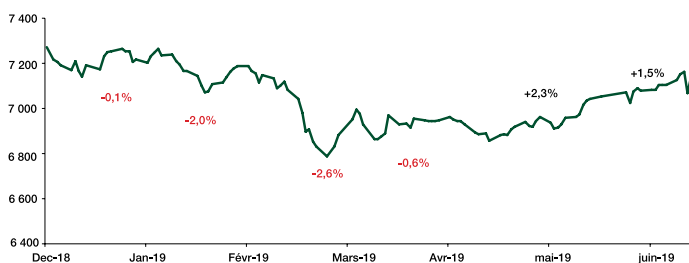
Les six premiers mois de 2019 ont été au diapason du premier semestre 2018 sur le front des échanges. Là encore, ce sont les big cap et les valeurs bancaires qui ont manqué à l'appel. Un flux moyen de 6,7MDt a été échangé sur la cote au S1 2019, soit une

#### Performance du Tunindex Vs principales places boursières régionales au 30 juin 2019



Sources: BVMT et estimations de Tunisie Valeurs.

#### Evolution du Tunindex depuis le début de l'année



Source: BVMT.

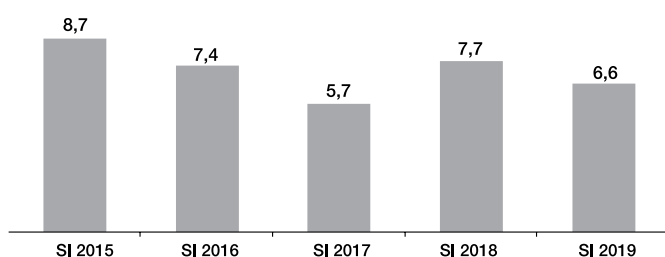
« Les moteurs traditionnels de la reprise du marché ont été à l'arrêt sur le premier semestre »



# REVUE DE RECHERCHES

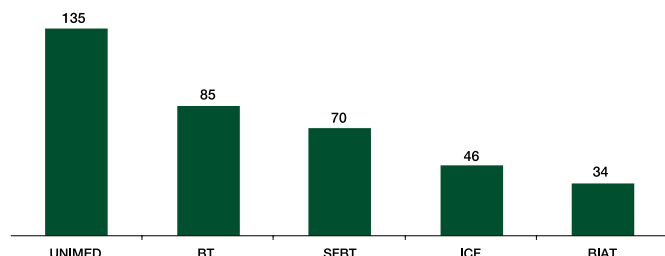
DÉPARTEMENT ETUDES ET RECHERCHES / SEPTEMBRE 2019

## Evolution des volumes moyens par séance (en MDt)



Source: BVMT.

## Les plus forts volumes du premier semestre 2018 (en MDt)



Source: BVMT.

## « Le premier semestre a été marqué par l'absence d'introductions en bourse et par un retour des augmentations de capital »

■ L'investissement étranger a réduit la voilure et continue d'afficher une situation nette vendeuse (un flux net de -23,6MDt). Cette pression vendeuse est due à la dégradation de la situation économique, aux craintes sur la poursuite du glissement du dinar et à l'attractivité des marchés concurrents à la place de Tunis comme le marché égyptien.

■ L'industrie des OPCVM a connu l'entrée en activité de 2 FCPR promu par le groupe **Zitouna Bank** et **Attijari Bank**. L'actif net de l'épargne collective a marqué

le pas à 4 milliards de dinars sous l'effet de la mauvaise orientation du marché actions, de la captivité des placements monétaires et de la concurrence des banques sur les maturités courtes.

### A quoi s'attendre d'ici la fin de l'année?

■ Après un premier semestre sous le signe de la correction technique, le comportement du Tunindex devrait être « tiraillé » entre l'attractivité des valorisations et le manque de visibilité économique et politique.

■ Fondamentalement parlant, notre place affiche clairement des multiples acheteurs (un P/E 2019e de 9,9x et un rendement moyen estimé de 3,7% en 2019). La comparaison avec des marchés similaires comme le Maroc (un P/E 2019e de 19,2x\*) nous permet de mieux appréhender notre situation.

■ Les réalisations des sociétés cotées en 2018 illustrent l'étonnante résilience du secteur privé et l'adaptabilité de son management à la conjoncture. Les sociétés privées de la cote ont globalement réussi à faire progresser leur chiffre d'affaires (une croissance agrégée de 9,5% de l'ensemble des revenus ne tenant pas compte des sociétés financières en 2018), à préserver leurs marges, à juguler l'environnement inflationniste et à trouver de nouveaux relais de croissance dans l'export ou en concurrençant les importations. Leur fondamentaux ont tant bien que mal résisté à une liquidité bancaire tendue et à l'envolée du coût de la dette.

■ Présentement, les poids lourds du marché traitent à des multiples déconnectés de leur rentabilité latente et le secteur bancaire affiche des valorisations planchers (6,2x les bénéfices attendus en 2019 et 1x les fonds propres de 2018).

■ La fin de l'année s'annonce indécise. Elle devra être perturbée par les deux rendez-vous électoraux et les tractations politiques. Cependant, nous restons optimistes sur le moyen terme. Nous pensons que 2020 pourrait être l'année du rattrapage pour bon nombre de sociétés cotées qui ont subi une correction exagérée, déconnectée de leurs fondamentaux réels, de leur

rentabilité latente et de la qualité de leur management.

### Quelle stratégie de placement à adopter dans les mois à venir ?

■ Le stockpicking reste le mot d'ordre dans cette passe économique et boursière difficile. Nous privilégions les valeurs aux fondamentaux solides et à faible profil de risque dans les thématiques suivantes :

**1) Les exportatrices :** Les sociétés exportatrices resteront dans le viseur des investisseurs en raison des pistes de croissance hors frontières dont elles disposent et de l'immunité de leurs marges contre le risque de change. Des valeurs comme **One Tech Holding**, **TPR**, **SOTUVER** et **ICF** forment la colonne vertébrale de notre sélection de valeurs exportatrices.

**2) Les défensives :** Les secteurs défensifs continueront à tirer leur épingle du jeu en raison de l'inélasticité de leur activité à la morosité ambiante. Le secteur de la grande consommation (**SFBT** et **SAH Lilas**) et le secteur pharmaceutique (**UNIMED**) seront les cibles de choix des investisseurs.

**3) Les industrielles « bon marché » :** Nous recommandons un positionnement sur les sociétés jouissant d'une position de leadership sur le marché local, d'avantages compétitifs certains et de solides barrières à l'entrée de la concurrence. Des sociétés comme **SOTIPAPIER**, et **MPBS** ont bien tiré les leçons du passé. Elles sont bien positionnées sur le marché, ont pu perfectionner au fil des années leurs outils de production et ont misé sur la qualité pour percer le marché de l'export et rester en pointe de la concurrence locale et importée.

\* Source: Bloomberg.





#### 4) Les « *best in class* » financières :

Les valeurs bancaires ont subi une correction excessive et sans discernement depuis la décision de la BCT de plafonner le risque de transformation et de limiter l'éligibilité des bons d'Etat au refinancement. Nous ne conseillons pas une exposition au secteur dans son ensemble. Nous optons pour une démarche de « *Flight To Quality* » car la politique monétaire restrictive de la BCT et ses mesures prudentielles qui préparent la transition vers Bâle III sont de nature à renforcer la sélectivité entre les banques. L'**UIB** et la **BIAT** affichent des valorisations décotées, une rigueur dans la gestion et une bonne discipline prudentielle.

■ Également sur le volet des valeurs financières, nous conseillons l'achat de la **STAR**. La valeur constitue un bon véhicule pour s'exposer au secteur de l'assurance coté. Sa valorisation suscite le détour et sous-estime la qualité des fondamentaux solides

de la compagnie et le plan de développement prometteur que le nouveau management souhaite mettre en place.

#### « La fin de l'année en cours s'annonce indécise avec l'attentisme qui devrait ponctuer la période des élections législatives et présidentielles »

■ Nous avons délibérément écarté les « *small caps* » pour des raisons de liquidité et les valeurs de rendement - contexte de taux élevés oblige - comme **Céréalis**, **SAM** et **ARTES**. Mais ces titres demeurent vivement recommandés pour les petits tickets et les profils CEA.

■ Notons, enfin que notre portefeuille type recommandé au début de l'année a fait du quasi-surplace (+1,3%), succombant aux pressions vendeuses sur nos valeurs bancaires phares (**Attijari Bank**, **BIAT** et **UIB**) et à la mauvaise tenue du titre **SAH Lilas**.

#### Chiffres clés de la Bourse de Tunis

	2016	2017	2018	Juin 2019
Capitalisation boursière (en milliards de dinars)	19,3	21,9	24,4	23,6
En % du PIB	21%	23%	23%	22%
Nombre de sociétés cotées	79	81	82	82
Participation étrangère	24,5%	23,4%	24,9%	25,0%

Sources: BVMT

« Notre portefeuille type du premier semestre de 2019 a réalisé une performance de 1,3% contre une baisse de 1,7% pour le Tunindex »

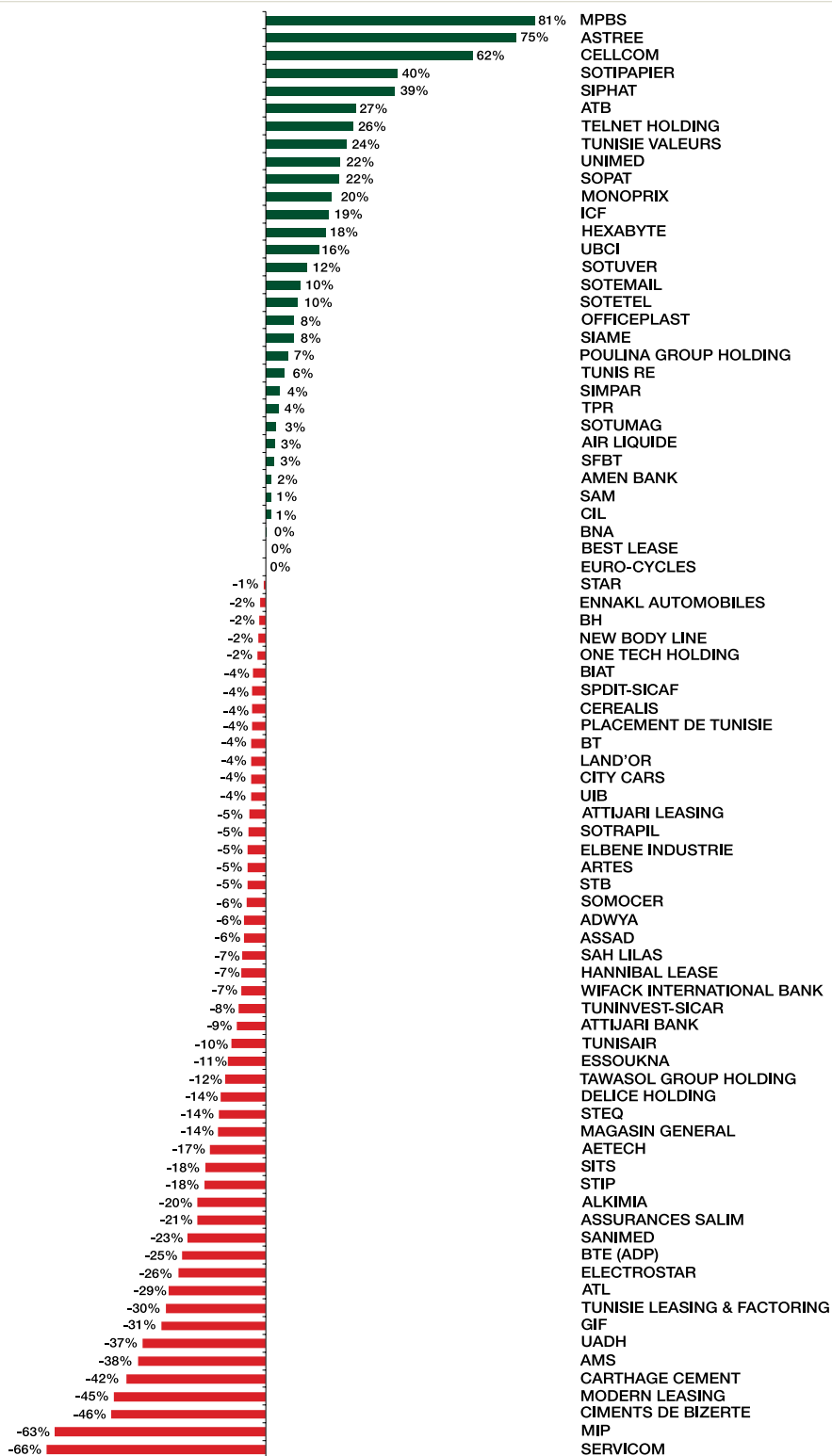




# REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ETUDES ET RECHERCHES / SEPTEMBRE 2019

## Palmarès de la cote au 30 juin 2019



## Secteur bancaire

# Panorama des évolutions réglementaires et monétaires

### Points Clés

- Une politique monétaire restrictive conjuguant les instruments du resserrement quantitatif et du crédit.
- Une marge de manoeuvre de plus en plus limitée pour le *policy mix* rendant plus nécessaire la coordination entre les pouvoirs publics.
- Un renforcement des exigences réglementaires en relation avec la politique monétaire non conventionnelle et la convergence vers les normes de Bâle III. Ces évolutions réglementaires sont coûteuses sur le court et moyen termes mais elles jettent les bases d'une croissance plus équilibrée et d'une meilleure résilience sur le long terme.
- Une nouvelle normalité de ralentissement sans rupture de la croissance qui creuse les disparités entre les banques, suscitant ainsi un mouvement de « *Flight To Quality* ».

### I- Introduction

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

■ Une deuxième poussée vendeuse a secoué le secteur le lundi 10 décembre 2018 (une correction de 5% en une séance) en réaction à la décision inattendue de l'ARP d'instituer une nouvelle taxe « exceptionnelle » sur les revenus du secteur (1% du chiffre d'affaires) en marge de la Loi de Finances 2019. Mais la panique a été de courte durée. Les banques sont reparties du bon pied le lendemain avec l'annonce du gouvernement de reporter la nouvelle imposition à l'année 2020.

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

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

■ Excepté la taxe exceptionnelle dont les effets sont négligeables sur le plan fondamental, les mesures annoncées en 2018 s'inscrivent, dans un contexte spécifique d'une politique monétaire non conventionnelle et d'une convergence graduelle vers les standards de Bâle III. Elles sont le prolongement d'un vent de réformes qui a soufflé sur le secteur bancaire depuis 2016 avec :

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

primauté de l'objectif de stabilité des prix, 2) l'institution d'une nouvelle Loi Bancaire renforçant les mécanismes de transparence et d'équité concurrentielle et 3) l'élaboration par la BCT d'un plan d'action quinquennal 2016-2020 visant la convergence à l'horizon 2020 du cadre prudentiel tunisien vers les standards de Bâle III.

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

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

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

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

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

**Les valeurs bancaires traitent, en effet, à des multiples de l'ordre de 6,2x les bénéfices attendus en 2019 et à 1,0x\* leurs fonds propres estimés de 2019. Ces multiples intègrent, à notre avis la décélération pressentie de l'activité et laissent entrevoir un rattrapage boursier dans les prochains mois. Par ailleurs, les nouveautés réglementaires devraient accentuer la sélectivité entre les banques et alimenter un mouvement de « Flight To Quality » ; une préférence pour les banques aux fondamentaux les plus solides.**

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

Parallèlement à l'utilisation de l'arme des taux (hausse du taux directeur de 350pb depuis avril 2017 et élargissement du corridor des taux de 150pb à fin décembre 2017), la BCT a étendu son action à des mesures « non conventionnelles ». Ces instruments « inhabituels » accélèrent la transmission de la politique monétaire et illustrent l'engagement de l'autorité monétaire à : **i)** ralentir la demande de consommation pour apaiser les tensions inflationnistes, **ii)** rétablir des taux d'intérêt réels positifs pour améliorer l'allocation des ressources et stimuler l'épargne,

**iii)** orienter l'offre de crédits vers l'investissement et **iv)** inciter les banques à autogérer le risque de transformation et à maîtriser le volume du refinancement.

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

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

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

**3)** L'institution d'un nouveau ratio de transformation, plafonnant le rapport entre les crédits et les dépôts à 120%. L'entrée en

vigueur de cette mesure s'est faite depuis le dernier trimestre 2018. Son application se fait au cas par cas et d'une manière progressive (une réduction maximale de 2% par trimestre pour les banques en dépassement),

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

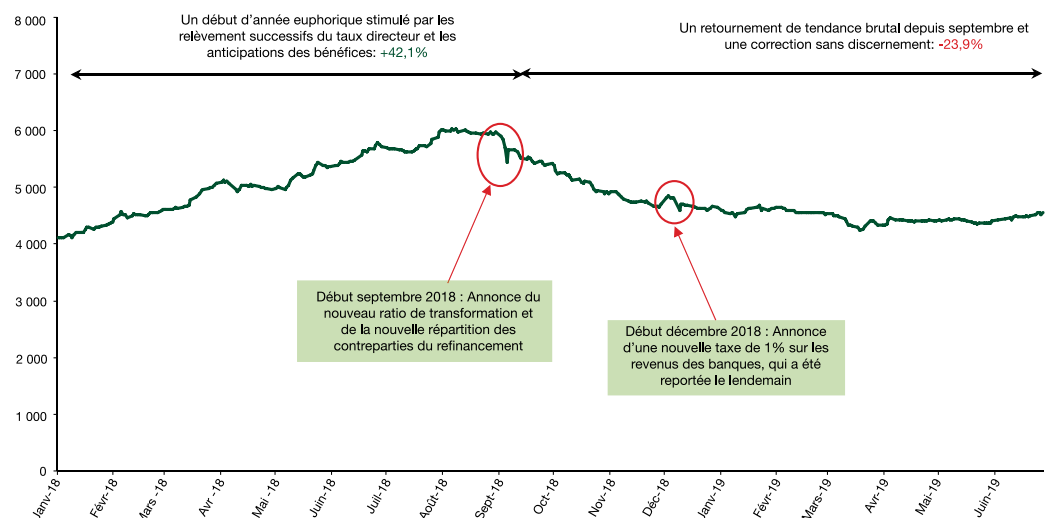
D'autres réformes structurelles sont à un stade avancé pour moderniser l'infrastructure du marché, améliorer l'accès des banques à la liquidité et augmenter l'efficacité de la politique monétaire. Il s'agit notamment de :

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

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

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

Evolution de l'indice du secteur bancaire

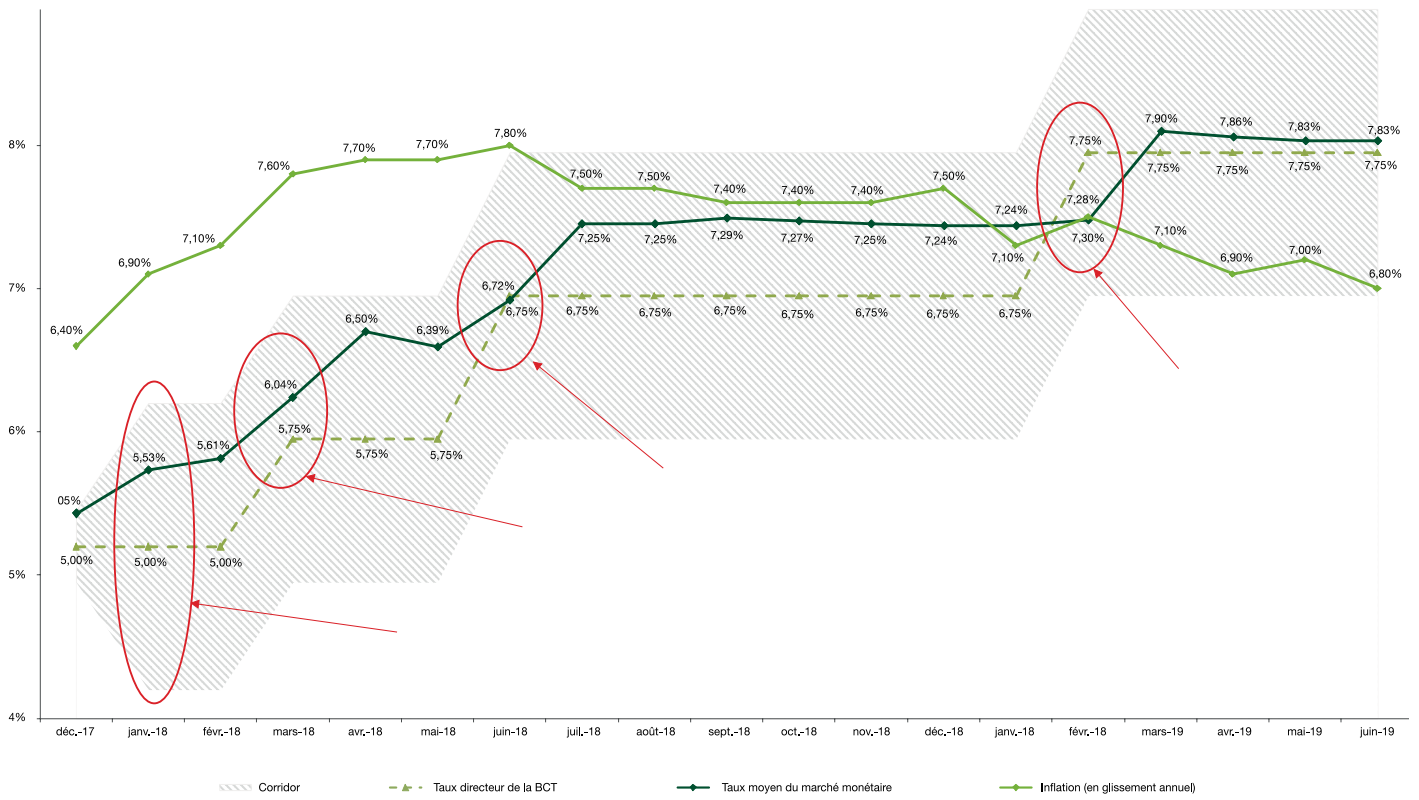


Source: BVMT et estimations de Tunisie Valeurs.

\* Sans tenir compte de l'augmentation de capital éventuelle de la BIAT et des plus-values potentielles sur les cessions totales ou partielles des participations dans les entreprises non financières pour se conformer au plafond de 20% en vertu de la nouvelle Loi Bancaire de 2016.



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

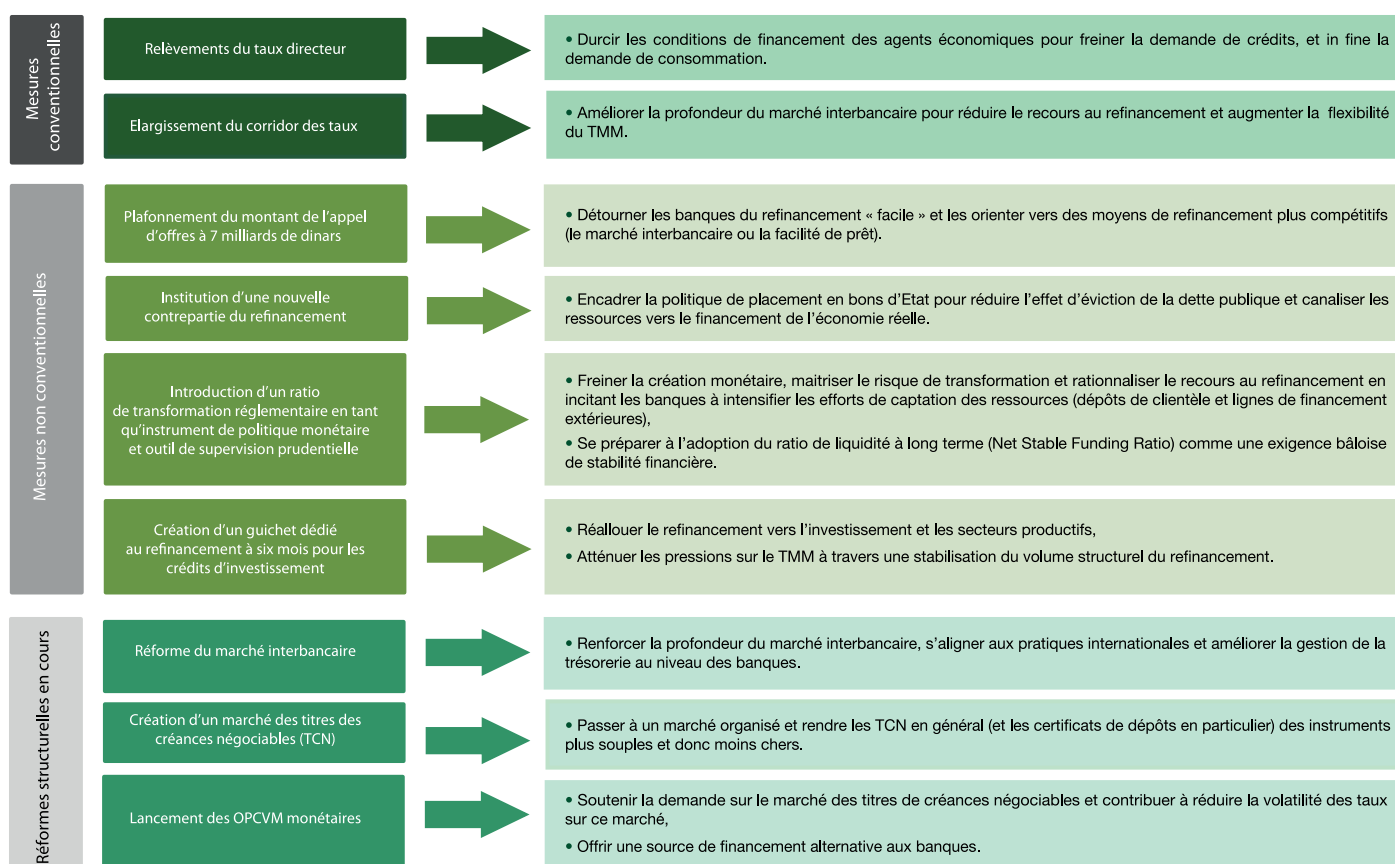




# REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ETUDES ET RECHERCHES / SEPTEMBRE 2019

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







### III - Un impératif de coordination entre les pouvoirs publics

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

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

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

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

Outre l'inflation importée, le glissement du dinar a provoqué

un changement au niveau du comportement des agents économiques sur les dernières années. En effet, pour se protéger contre le risque de change, les importateurs (principalement les entreprises) se sont détournés des financements directs en devises.

En contrepartie, ils se sont rués sur les financements en dinars en procédant ensuite à des achats au comptant de monnaies étrangères. En somme, le tarissement des réserves de change a un effet ricochet sur la liquidité bancaire.

d'activité des établissements de paiement. Notons par ailleurs, que l'Association des Banques compte développer une solution nationale de paiement mobile. Ces initiatives faisant encore leurs premiers pas, devraient porter leurs fruits sur le moyen terme.

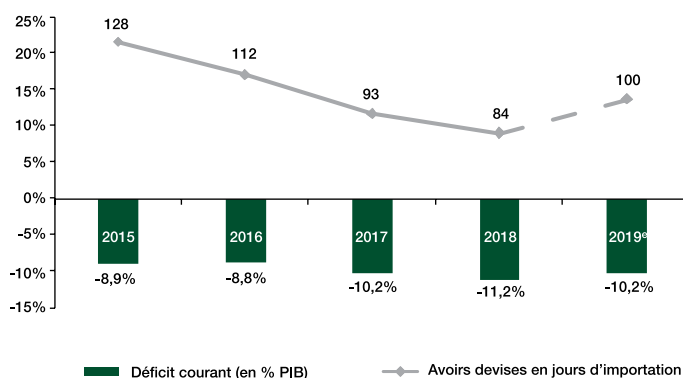
### 4) Une capacité d'endettement extérieur qui s'essouffle :

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

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

Pour relancer la croissance, l'Etat devrait veiller à adopter une politique fiscale plus sélective en favorisant les secteurs exportateurs et à forte valeur ajoutée. Il devrait poursuivre ses efforts pour débloquer la situation du secteur du phosphate générateur de devises, appuyer la reprise du secteur du tourisme,

Evolution des avoirs en devises et du déficit courant



Source: BCT et projections du FMI.

**3) La problématique du « cash » :** Les billets et monnaies en circulation en dehors du système bancaire ont plus que doublé à 12 milliards de dinars (en décembre 2018) depuis la Révolution.

Cette préférence pour l'argent liquide est due à l'expansion du secteur informel et au retard accusé dans le développement de moyens de paiement modernes. Ces phénomènes génèrent un important manque à gagner pour la trésorerie des banques et expliquent l'atteinte du volume du refinancement de montants records (montant oscillant entre 11 et 16,9 milliards de dinars sur les deux dernières années).

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

Pour drainer l'épargne informelle et booster les paiements électroniques, la BCT a mis en place dans la circulaire n°2018-16 du 31 décembre 2018 le cadre

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

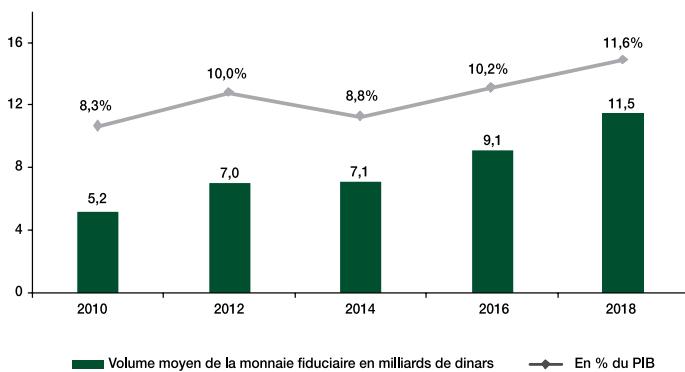
\* Le dinar s'est apprécié de 4,6% vis-à-vis de l'euro et de 3,9% face au dollar américain depuis le début de l'année. Cette hausse exceptionnelle est due à des facteurs exceptionnels (et non à l'amélioration des exportations) qui ont renfloué les avoirs en monnaies étrangères. Parmi ces facteurs nous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

accélérer la restructuration et la privatisation des entreprises publiques et instaurer des mécanismes de financement plus adaptés aux PME qui forment l'essentiel du tissu économique en Tunisie.

Le récent tournant de la BCT vers une politique monétaire plus proactive et l'accélération du

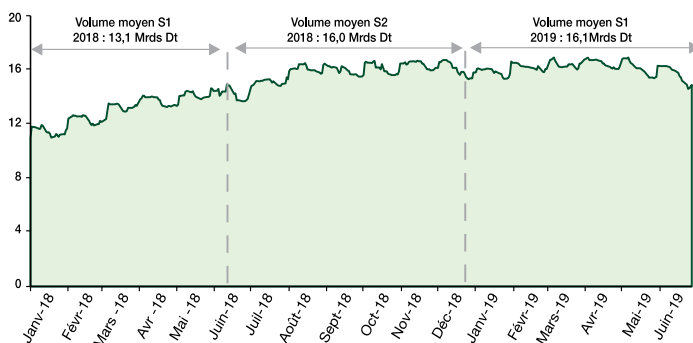
rythme des réformes du cadre de l'activité bancaire témoignent de la détermination de l'institut d'émission pour assurer une meilleure cohérence au niveau de la politique monétaire (concilier les objectifs de lutte contre l'inflation et de croissance) et restaurer la confiance dans la stabilité du système bancaire.

### Evolution de la circulation fiduciaire



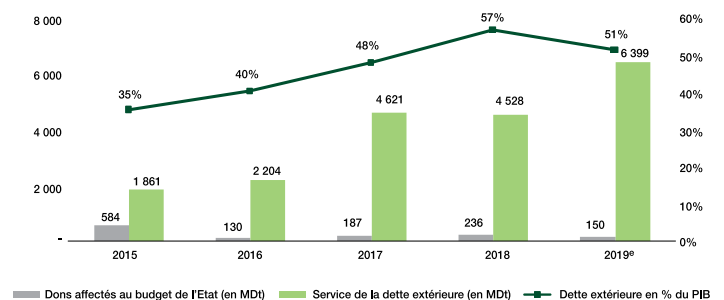
Source: BCT.

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



Source: BCT.

### Evolution des indicateurs de la dette extérieure



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

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

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

#### 1) Le renforcement des exigences en fonds propres

La solvabilité devrait être une préoccupation majeure pour les banques dans les prochaines

années. Trois nouvelles mesures vont être déployées dans les années à venir :

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

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

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



la BCT a imposé une dotation supplémentaire pour couvrir le risque du marché\*.

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

**iii) Le plafonnement de la participation d'une banque dans une entreprise «non financière»\*\* à 20%** : Les banques détiennent des participations anciennes dans des sociétés immobilières, touristiques ou agricoles ou encore dans des SSII. La nouvelle Loi Bancaire de 2016 oblige les banques à limiter leurs participations directes ou indirectes dans ces entités non financières à 20% (à partir de 2019). L'institution de cette nouvelle limite les amènera à réduire leurs participations ou à se désengager complètement du capital de ces sociétés.

■ Nous restons confiants dans la capacité du secteur à gérer ces nouvelles contraintes réglementaires. Nous pensons que les injections de fonds propres opérées depuis 2014 (recapitalisation du secteur public et de l'UIB), l'amélioration de la sélection des risques, les efforts de nettoyage des bilans (efforts de couverture entrepris par les banques et les exigences supplémentaires de provisionnement imposées par la BCT depuis 2012) et la croissance soutenue des bénéficiaires sur la période 2014-2018 (+17% en moyenne) ont permis de renforcer

significativement l'assise financière du secteur.

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

### 2) La montée en charge des normes de liquidité

■ Parallèlement au relèvement progressif du plancher du Ratio de Liquidité à Court Terme\*\*\*\* (de 80% en 2017 à 90% en 2018 et à 100% à partir de 2019), la BCT a introduit un nouveau ratio de transformation crédits/dépôts. Ces deux mesures devaient inciter les banques à :

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

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

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

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

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

#### i) L'obligation de définir la politique de placement en bons du Trésor :

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

#### ii) Le passage à la valorisation selon la méthode « Mark to Market » :

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

#### iii) L'institution d'une nouvelle répartition pour les contreparties du refinancement :

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

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

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

2) la génération de revenus du portefeuille va se réduire puisque les opérations de « Trading » deviennent réservées aux titres de placement (portefeuille commercial) et les revenus des titres d'investissement deviennent limités aux produits d'intérêt,

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

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

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

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

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

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

\*\*\*\* Le LCR ou Liquidity Coverage Ratio est le taux de couverture des sorties nettes de trésorerie par l'encours des actifs liquides de haute qualité sur un horizon de 30 jours dans une situation de tension de liquidité.

La norme minimale instaurée a été 60% depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2015, 70% depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2016, 80% depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2017, 90% depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2018 et 100% depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2019.

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

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

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

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

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

■ Certes, les nouvelles mesures prudentielles imposeraient de nouvelles contraintes pour les banques dans un contexte économique et monétaire tendu. Toutefois, nous pensons que l'adhésion du système bancaire au dispositif de Bâle III recèle de nombreux avantages pour le secteur : 1) elle incite les banques à s'autoévaluer, à autogérer leurs risques et à s'autoréguler, 2) elle renforce leur résilience face aux chocs externes, 3) elle réduit leur dépendance aux filets de sécurité publics (il s'agit notamment de la fonction du prêteur en dernier

ressort de la BCT exercée à travers les mécanismes du refinancement), 4) elle augmente la compétitivité des banques tunisiennes et accroît leur visibilité auprès des investisseurs étrangers. La résilience manifestée par les banques face aux aléas de la conjoncture post-révolution nous conforte dans la capacité du secteur à s'accommoder avec les nouveautés réglementaires.



## Synthèse des principales mesures réglementaires sur les dernières années

Mesures	Impacts sur le court et moyen termes	Impacts sur le long terme
<b>Renforcement des exigences en fonds propres</b> <p>i) Prise en compte du risque du marché dans la détermination des fonds propres réglementaires (à partir de 2018),</p> <p>ii) Resserrement de la limite d'exposition aux parties liées de 75% à 25% (à partir de 2018),</p> <p>iii) Plafonnement de la participation d'une banque dans une entreprise « non financière » à 20% (à partir de 2019).</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Une focalisation sur l'amélioration de la rentabilité intrinsèque à travers:               <ol style="list-style-type: none"> <li>1) Un relèvement des frais sur les services (les commissions),</li> <li>2) Une optimisation de l'efficacité opérationnelle pour maîtriser les frais généraux,</li> <li>3) Une politique de crédit plus sélective pour réduire le coût du risque et maîtriser la croissance des actifs pondérés par le risque,</li> </ol> </li> <li>- Des efforts de mobilisation des ressources permanentes comme la dette subordonnée,</li> <li>- Une réduction de l'exposition aux parties liées et un renforcement des garanties,</li> <li>- Le désengagement partiel ou total du capital des entreprises non financières (des participations anciennes dans des sociétés de promotion immobilières, de développement informatique, touristique ou agricole). Ces opérations seront génératrices de cash et de plus values potentielles.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Une consolidation de l'assise financière des banques et une meilleure résilience aux chocs externes,</li> <li>- Une amélioration de la gouvernance des risques,</li> <li>- Une meilleure diversification des expositions (parties liées ou non liées),</li> <li>- Une amélioration du profil du risque du secteur bancaire : réduction du coût du financement du secteur et une meilleure attractivité des banques tunisiennes auprès des investisseurs étrangers,</li> <li>- Une meilleure focalisation sur le coeur de métier et sur les services financiers.</li> </ul>
<b>Montée en charge des normes de liquidité</b> <p>i) Relèvement du ratio de Liquidité à Court Terme (LCR) de 80% en 2017 à 90% en 2018 et à 100% à partir de 2019,</p> <p>ii) Institution d'un ratio prudentiel de transformation crédits/dépôts (à partir de T4 2018).</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Une politique de collecte plus dynamique qui devrait se faire sentir sur le coût des ressources,</li> <li>- Une intensification des efforts de mobilisation des lignes de financement extérieures,</li> <li>- Une politique du crédit moins agressive et plus sélective qui ciblera en priorité les crédits les moins risqués et les plus éligibles au refinancement,</li> <li>- Les bons du Trésor resteront un support d'investissement attractif en raison de leur entrée dans la détermination du LCR.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Une moindre dépendance au refinancement de la Banque Centrale,</li> <li>- Une meilleure incitation pour les banques à contribuer aux efforts de captation de l'épargne informelle et à encourager les paiements électroniques (pour réduire les fuites du cash hors du circuit bancaire),</li> <li>- Une recherche de nouveaux modes de financement à long terme plus stables qui impliquera probablement les partenaires étrangers actuels des banques et nécessiteront de nouvelles réformes légales.</li> </ul>
<b>Encadrement de l'activité des bons du Trésor</b> <p>i) Obligation pour les banques de définir l'orientation de leur politique de placement dans les bons du Trésor,</p> <p>ii) Passage à la valorisation selon le modèle « Mark- to -Market » à partir de 2018,</p> <p>iii) Introduction d'une nouvelle répartition des contreparties du refinancement.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Des efforts de reclassement des bons du Trésor en portefeuille d'investissement qui réduiront sensiblement les gains sur les opérations de « Trading » et impacteront par ricochet la croissance du PNB (les revenus de placement seront réduits aux produits d'intérêt),</li> <li>- Une moindre éligibilité des bons d'Etat au refinancement de la BCT qui freinerait l'appétit des banques pour cette classe d'actifs.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Une réorientation des banques vers le financement des investissements productifs,</li> <li>- Une montée en régime de la marge d'intérêt et des commissions dans le PNB pour compenser la décélération des revenus du portefeuille,</li> <li>- Une meilleure diversification des produits et une recherche de nouveaux gisements de croissance.</li> </ul>
<b>Mise en place du Fonds de garantie des dépôts bancaires</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Mise en place d'un mécanisme d'assurance-dépôt avec une cotisation égale à 0,3% de l'encours des dépôts de l'exercice précédent.</li> <li>- Une surcharge qui grèvera la rentabilité des banques à partir de 2018 mais qui sera de plus en plus digérée avec la croissance du PNB.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Un alignement aux pratiques internationales qui renforcera la confiance dans la sûreté du secteur bancaire tant au niveau national qu'international.</li> </ul>



Rédigé le 30/06/2019

## Secteur bancaire

### Plus de peur que de mal !

#### Points Clés

- Une décélération de la collecte et des crédits au 31 décembre 2018 en raison des tensions sur la liquidité et en perspective des nouvelles orientations de la BCT touchant le risque de transformation et la refonte de la politique des collatéraux.
- Une croissance vigoureuse du PNB en 2018 boostée par la marge d'intérêt, et ce malgré le relâchement des revenus du portefeuille.
- Une résistance au niveau de la productivité en dépit de l'inflation des coûts et la surcharge de la cotisation du fonds de garantie des dépôts bancaire pour sa première année d'entrée en application.
- Une résistance au niveau de la qualité du portefeuille nonobstant la hausse des risques d'impayés et du reclassement de 25% de l'exposition à Carthage Cement, selon les directives de la BCT.
- Une consolidation générale de la solvabilité malgré la prise en compte du risque du marché dans l'exigence de fonds propres, et ce en raison de la croissance organique des bénéficiés.
- Une correction boursière « exagérée » depuis septembre 2018 qui sous-estime la capacité de résilience du secteur et qui ramène les valorisations à des niveaux planchers.

#### I- Introduction

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

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

- **Une résistance au niveau de la collecte** : La croissance a été au rendez-vous (proche de 10%) malgré le ralentissement prononcé des dépôts à vue. Les banques ont mis les bouchées doubles sur les dépôts d'épargne et à terme pour renflouer leurs ressources mais à un coût plus élevé.
- **Une résistance au niveau des crédits** : La production de crédits a été globalement satisfaisante (croissance des engagements de 9%). La prudence des banques privées a été contrebalancée

par le dynamisme des banques publiques. Par ailleurs, la bonne tenue des crédits aux entreprises a neutralisé le ralentissement des crédits aux particuliers plus sensibles à la hausse des taux.

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

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

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

- **Une résistance au niveau de la qualité du portefeuille** : La hausse du coût du risque a été globalement maîtrisée et concentrée sur quelques risques comme **Carthage Cement\*\*** et **Zitouna Télécom\*\*\***. Héritage des mauvaises pratiques

de l'ancien régime de Ben Ali, les deux sociétés affichent un risque diffus dans tout le secteur.

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

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

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

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

#### Le secteur bancaire coté en chiffres<sup>(1)</sup>

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

#### Ratios boursiers<sup>(2)</sup>

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

<sup>(1)</sup> Données au 31/12/2018.

<sup>(2)</sup> Données au 30/06/2019.

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

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

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

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

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



**- Une résistance au niveau de la solvabilité :**

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

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

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

**1) Les dépôts**

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

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

Face à une liquidité plus tendue et plus réglementée (relèvement du LCR de 80% à 90% en 2018 et introduction du nouveau ratio de transformation crédits/dépôts), les banques ont été amenées à cibler cette catégorie de ressources plus chères que les dépôts à vue.

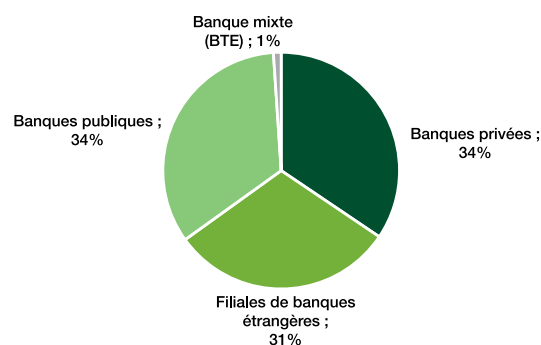
Les banques privées ont fait preuve d'un meilleur dynamisme que leur consoeurs publiques (une progression respective de l'encours des dépôts pour les banques privées et le secteur public de 9% à 40 milliards de dinars et de 6% à 21 milliards de dinars).

En concentrant 65% de la collecte globale du secteur, les banques privées confirment leur place incontournable dans le paysage bancaire tunisien.

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

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

**Répartition des dépôts du secteur coté (2018)**

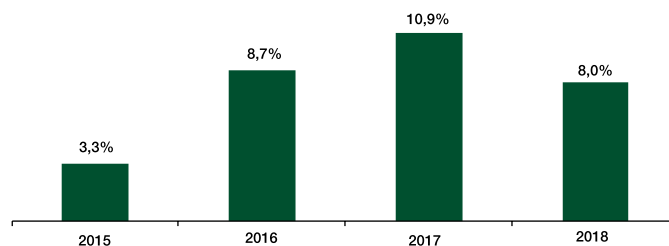


Sources: Etats financiers du secteur coté.

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

Sources: Etats financiers du secteur coté.

**Evolution annuelle des dépôts (en %)**



Sources: Etats financiers du secteur coté.



# REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ETUDES ET RECHERCHES / SEPTEMBRE 2019

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

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

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

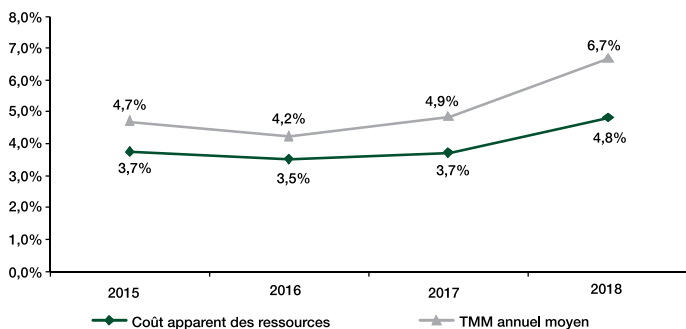
**« Grâce à sa stratégie de collecte centrée sur le segment des particuliers, l'UIB parvient à maîtriser son coût des ressources et ce malgré une proportion des dépôts à vue inférieure à la moyenne sectorielle »**

Notons que la stratégie de montée en gamme a valu à l'**UIB** de cibler une frange de clientèle pourvoyeuse de ressources ce qui a contribué à renflouer sa trésorerie (+45% de croissance pour les dépôts collectés sur le segment de la haute clientèle en 2018). Grâce à sa force commerciale, **Attijari Bank** continue à surperformer le secteur. La filiale du Groupe Attijariwafa Bank a enregistré une croissance salubre de son encours de dépôts de 12,6% à 6,8 milliards de dinars. Cette performance est d'autant plus louable qu'elle a été substantiellement alimentée par les dépôts à vue (+16% à 3,1 milliards de dinars). Avec le réseau commercial le plus étendu en Tunisie (207 agences), une proportion de dépôts à vue parmi les plus élevées du secteur (46%) et une part de marché de 11%, **Attijari** confirme son statut de challenger de la **BIAT** et prouve sa capacité à

résister à un resserrement durable de la liquidité.

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

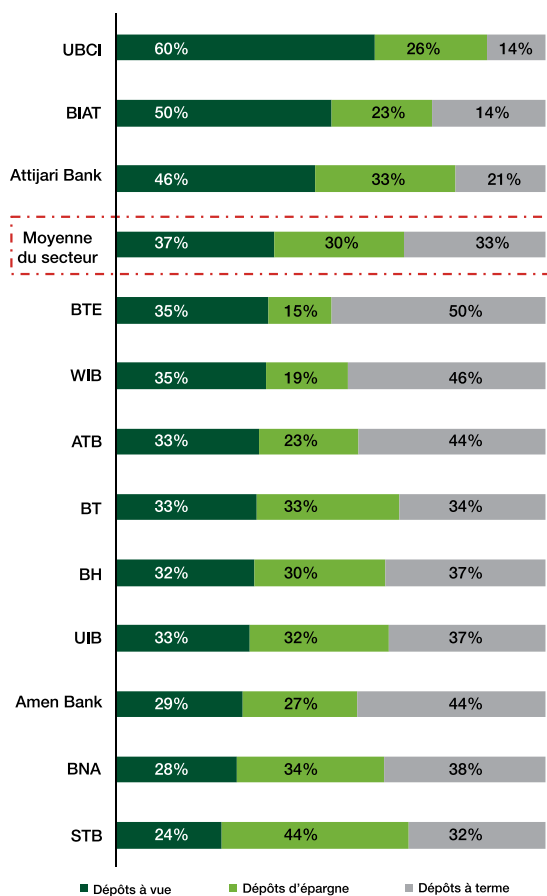
Evolution du coût des ressources du secteur coté Vs TMM



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



Structure des dépôts du secteur (2018)



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

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

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

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

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

dépôts parmi les plus diversifiées du secteur.

L'année 2018 a marqué une reprise de la collecte pour **Amen Bank** (hausse des dépôts de +7,4% à 5,5 milliards de dinars), après trois années de croissance en berne sur fonds de rééquilibrage du bilan. Il semblerait que le contexte actuel de ressources a regagné du terrain (+3 points de taux à 44% du total dépôts), après avoir affiché un trend baissier depuis 2014.

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

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



### 2) Les crédits

■ A l'image de la collecte, l'activité du crédit a connu une baisse de régime, comparativement aux trois dernières années. Le volume des engagements du secteur a

progressé de 8,7% à 65 milliards de dinars. Le resserrement de la politique monétaire, les tensions sur la liquidité et le plafonnement du ratio de transformation ont freiné la croissance du crédit.

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

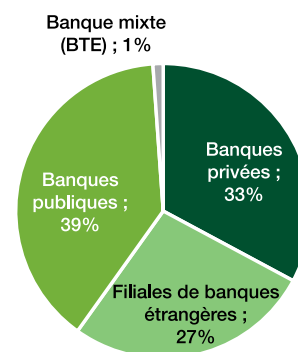
Sources : Etats financiers du secteur coté et calculs de Tunisie Valeurs.

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

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

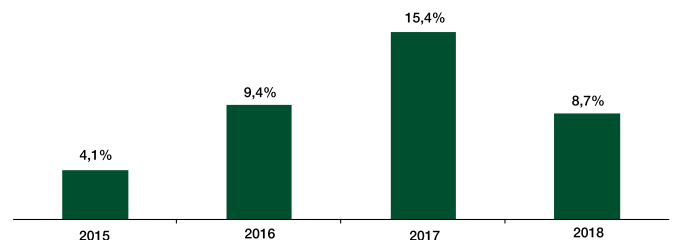
■ Malgré le ralentissement des octrois de crédits, le ratio de transformation global du secteur (crédits/ [dépôts + emprunts et ressources spéciales])\* a continué son trend haussier (+0,8 points de taux à 98,6%). Alors que les banques privées ont entrepris de baisser leurs ratios de transformation (un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

### Répartition des crédits du secteur coté (2018)



Sources : Etats financiers du secteur coté.

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



Sources : Etats financiers du secteur coté.

■ A l'instar des dépôts, **Wifack International Bank** a affiché le plus fort dynamisme (augmentation des crédits de 60% à 402MDt). L'activité du crédit confirme sa montée en régime pour la deuxième année consécutive grâce à la reprise de l'activité Ijara et l'accélération du produit Mourabaha. Avec un encours de 129MDt en 2018, cette nouvelle activité concentre 32% du portefeuille de créances de **Wifack** contre 9% une année plus tôt. Malgré la régression du ratio de transformation global de 18 points de taux sur l'année à 121%, la banque continue à afficher le ratio le plus élevé du secteur. La non-atteinte de l'activité de collecte de son rythme

de croisière et l'absence de lignes de financement extérieures qui soutiennent les ressources spéciales de la banque sont les principaux facteurs qui expliquent cette contreperformance. Dans les prochaines années, l'unique banque islamique de la cote devrait presser le pas et mettre en place une politique de financement plus active qui ciblera la consolidation de la part de l'Ijara et le développement de la Mourabaha pour atteindre un portefeuille plus équilibré. Le business plan dévoilé en marge de l'émission récente des Sukuk prévoit une croissance annuelle moyenne sur la période 2019-2022 du volume des engagements de

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





37% pour atteindre 1,4 milliard de dinars à l'horizon 2020.

La **BH** poursuit sa politique dynamique du crédit. Les engagements de la banque étatique ont affiché une progression prononcée de 18% surperformant, ainsi, ses budgets de 2018 (un dépassement de 10%). Avec un total engagements supérieur à 9 milliards de dinars et une part de marché de 13,9% à fin 2018, la **BH** réduit de plus en plus son écart avec le n°2 du secteur, la **BNA**\*.

La force commerciale de la **BH** lui a valu une meilleure diversification de son portefeuille de crédits. La banque continue à rompre avec sa vocation historique de « banque immobilière » (la part des financements immobiliers,

revenant de 35%, en 2013, à 15%, en 2018) et cible de plus en plus le secteur des services. La part du secteur du tourisme a, également, régressé : de 7% en 2013 à 4% en 2018. Au vu des difficultés du secteur immobilier, la stratégie future de la **BH** devrait se focaliser sur l'accompagnement des promoteurs immobiliers existants pour maîtriser les flux additionnels de financement. Par ailleurs, la banque poursuivra ses efforts de relance des financements aux particuliers dans le secteur du logement. Une relance qui devrait davantage s'appuyer sur les crédits adossées au Plan d'Épargne Logement et les mesures de facilitation prévues par l'Etat (Loi de Finances donnant les avantages du 1<sup>er</sup> logement).

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

Sources: Etats financiers du secteur coté.

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

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

Sources: Etats financiers du secteur coté.

Confortée par sa bonne performance sur la collecte, la **STB** a enregistré une croissance vigoureuse de ses crédits pour la deuxième année d'affilée (+16,7% à 7,1 milliards de dinars). Ce rythme de croissance lui a permis de se maintenir à la 4<sup>ème</sup> place dans le palmarès des crédits (avec une part de marché de 10,2%) mais au prix d'un ratio de transformation global plus élevé (une augmentation de 10 points de taux à 107%). La banque commence à récolter les fruits de son plan de relance commerciale (une ouverture de 20 agences depuis 2015). Elle jouit d'un positionnement fort sur les dépôts d'épargne (une proportion de 44% dans les dépôts totaux, soit la part la plus élevée à l'échelle du secteur) qui permet d'autofinancer les octrois de crédits. Cependant, le lourd héritage des créances classées (une enveloppe de 2,2 milliards de dinars) et la reprise encore fragile du secteur du

tourisme qui concentre 40% du portefeuille de créances classées constitue un frein pour une croissance soutenue sur le moyen terme.

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

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

un axe prioritaire dans la stratégie « banque de détail » de la **BIAT**.

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

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

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

### « L'injection de fonds propres permettrait de renflouer la trésorerie de la BNA et de soutenir la croissance de ses crédits »

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

■ La reprise de l'année dernière au niveau des crédits n'a pas duré longtemps pour **Amen Bank**. L'encours des engagements s'est plié de 2,4% à 6 milliards de dinars. Notons que la banque affiche à fin 2018 un dépassement de 10% au niveau de son ratio de transformation réglementaire (un ratio de 130%).

■ L'exposition d'**Amen Bank** aux secteurs du tourisme et de la promotion immobilière a été réduite sur l'année mais elle demeure relativement élevée (7,8% pour le tourisme en 2018 contre 8,5% en 2017 et 12% pour le secteur de la promotion immobilière contre 13,8% en 2017).

### 3) Le Produit Net Bancaire

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

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

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

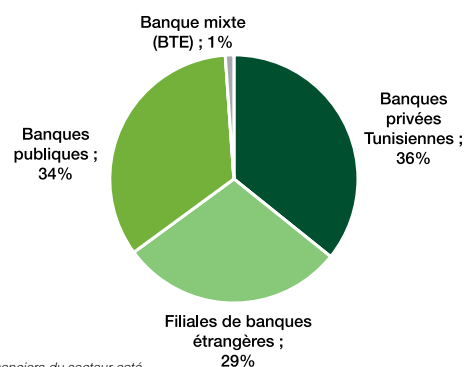
- Les effets bénéfiques de la hausse des taux sur la marge d'intérêt; principal catalyseur de croissance pour les banques en 2018,

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

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

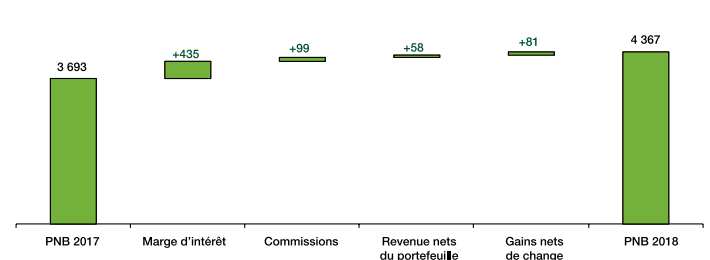
■ Les performances des banques publiques défont les appréhensions. Elles ont bien tiré leur épingle du jeu, plus que leurs pairs privés (une croissance de 22% à 1,5 milliard de dinars pour le secteur public contre une augmentation de 16% pour les banques privées à 2,8 milliards de dinars). La **BNA**,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

Répartition du PNB du secteur coté (2018)



Sources: Etats financiers du secteur coté.

Décomposition de la hausse du PNB du secteur (2018)



Sources: Etats financiers du secteur coté.

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



### i) L'envolée de la marge d'intérêt

- La marge d'intérêt a affiché une progression solide de 24% à 2,2 milliards de dinars, hissant ainsi sa contribution dans le PNB de 2 points de taux à 51%.
- Le relâchement de la production des crédits a été neutralisé par l'effet prix nettement favorable de la hausse des taux. En effet, le relèvement du taux directeur par la BCT à deux reprises (de 75pb en mars et de 100pb en juin 2018) a stimulé la montée du TMM (+201pb entre décembre 2017 et décembre 2018). L'impact a été immédiat sur la marge d'intérêt, épine dorsale des revenus du secteur (51% en moyenne du PNB sectoriel).
- La bonne tenue de la marge d'intérêt ne devrait pas occulter

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

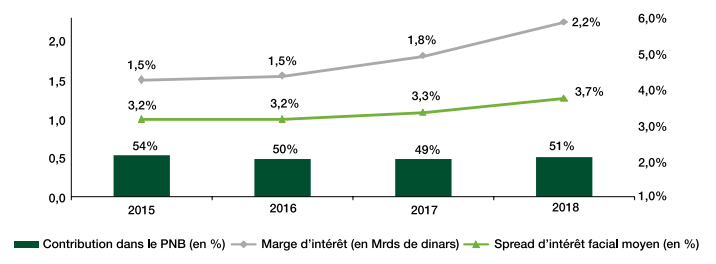
- Le secteur public bien plus exposé à l'activité du crédit classique (une proportion de 54% dans le PNB pour les banques publiques contre 50% pour le secteur privé) a plus capté les effets de la hausse des taux. Sa marge d'intérêt s'est bonifiée de 26% à 0,8 milliard de dinars contre un accroissement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

inférieur à celui constaté sur les dernières années (une croissance moyenne de 20% sur la période 2015 - 2017). Ce ralentissement est dû aux reclassements des bons d'Etat du portefeuille commercial en portefeuille d'investissement, et ce pour déjouer les effets du passage à la comptabilisation

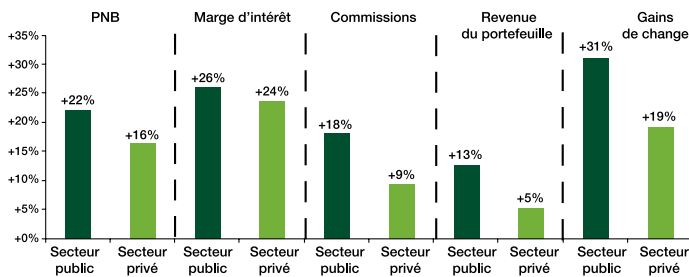
selon le modèle «*Mark To Market*» (valorisation des BTA selon la nouvelle courbe des taux établie en 2017 et passage de provisions en cas de constatation de moins values latentes). Ces opérations limitent les revenus de placement aux produits d'intérêt et retreignent les gains du «*Trading*».

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

#### Evolution des indicateurs de la marge d'intérêt



#### Performances comparées du secteur public Vs secteur privé



Sources: Etats financiers du secteur coté.

### ii) Une tarification dynamique

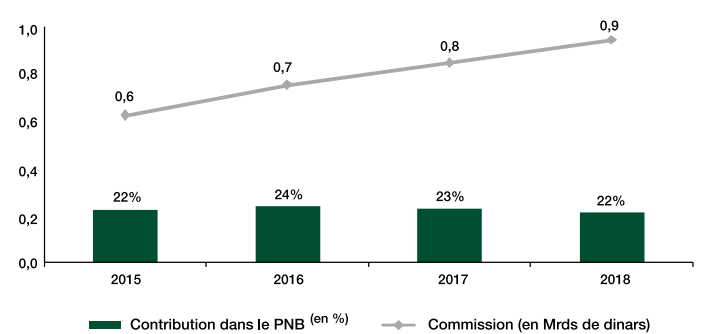
- Les commissions ont maintenu leur trend de croissance historique (+12% en glissement annuel au 31 décembre 2018 contre +13% en moyenne sur la période 2014-2017). Ces dernières ont profité de la croissance des crédits et d'un relèvement des tarifs. La contribution de cette source récurrente de revenus a quasiment stagné à 22% sur l'année.
- Pour déjouer l'inflation, les banques n'ont pas lésiné sur les efforts pour relever leurs tarifs, sur les dernières années. En témoigne l'évolution de l'Indice des Prix des Services Bancaires

qui fait état d'une accélération de la croissance des commissions facturées par les banques sur les quatre dernières années 2014 - 2017 (+17% en moyenne, contre une hausse moyenne de 4% sur la période 2011 - 2014).

### iii) Une résistance au niveau des revenus de placement

- Les produits de placement ont enregistré une croissance de 9% à 0,7 milliard de dinars, maintenant ainsi leur contribution dans le PNB aux alentours de 17%.
- Le rythme d'évolution des produits de placement est nettement

#### Evolution des commissions

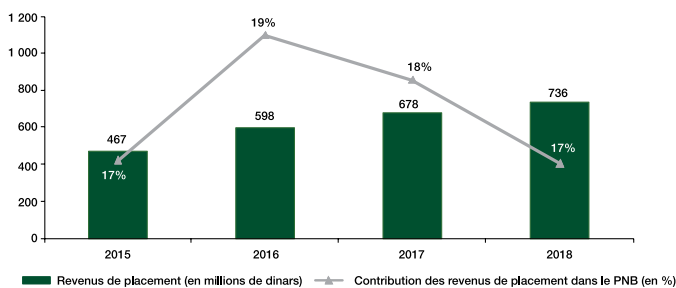


- Malgré le changement de rythme de la politique de refinancement de la BCT opéré depuis septembre 2018 (avec la modification des contreparties du refinancement), les bons du Trésor ont conservé leur fonction de relais de rentabilité

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

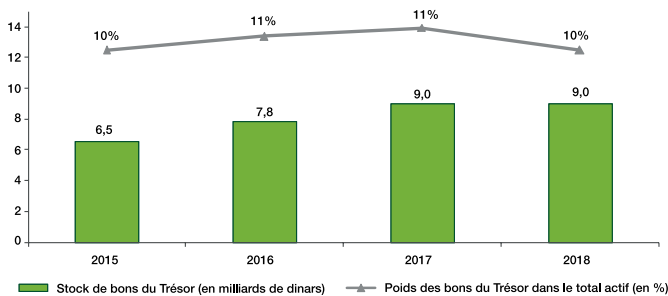
### « Le bons du Trésor continuent à être un placement de choix pour les banques »

### Evolution des revenus du portefeuille



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

### Evolution de l'encours de bons du Trésor



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

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

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

#### iv) Une activité de change toujours juteuse

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

■ Les salles de marché et guichets de change manuel ont généré une croissance des gains nets

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

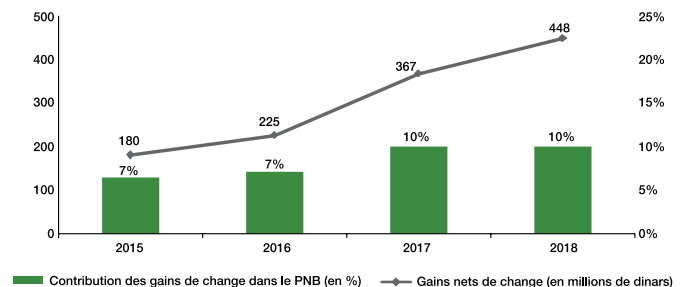
■ 4<sup>ème</sup> centre de profit pour les banques, l'activité de change est appelée à croître dans les prochaines années en raison de sa nature de plus en plus rémunératrice (fluctuations du taux de change) et faiblement consommatrice de coefficient d'exploitation.

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

■ **Wifack International Bank** a été le plus grand gagnant sur l'année. Les revenus de la banque ont renoué avec la croissance (+60% à 25MDt) après une année 2017 difficile en raison de la baisse voulue de l'activité (conversion des anciens contrats de leasing conventionnels en contrats islamiques). Cette performance a été alimentée par les commissions et les revenus du portefeuille qui ont été respectivement multipliés par 5 fois et 6 fois à 5MDt et à 7MDt. La coïncidence de l'ancrage commercial de la banque avec le contexte actuel de resserrement des liquidités a

induit un effritement du *spread* d'intérêt (-53 points de base selon nos estimations) et une stagnation de la marge d'intérêt à 13,4MDt. La baisse de la contribution de l'activité du crédit dans les revenus (revenant de 86% en 2017 à 53% en 2018) signale le début de remodelage du PNB en faveur des autres activités. Avec la poursuite de l'ascension commerciale et la diversification des activités, l'ex-leaseur ambitionne de réaliser une croissance moyenne de son PNB de 46% sur les quatre prochains exercices pour dépasser 100MDt en 2022.

### Evolution des gains nets de change

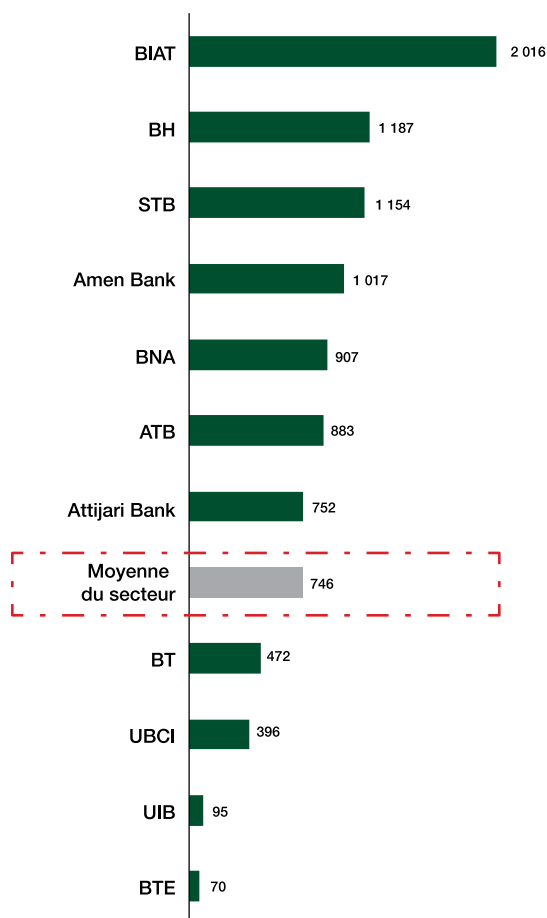


Sources: Etats financiers du secteur coté.

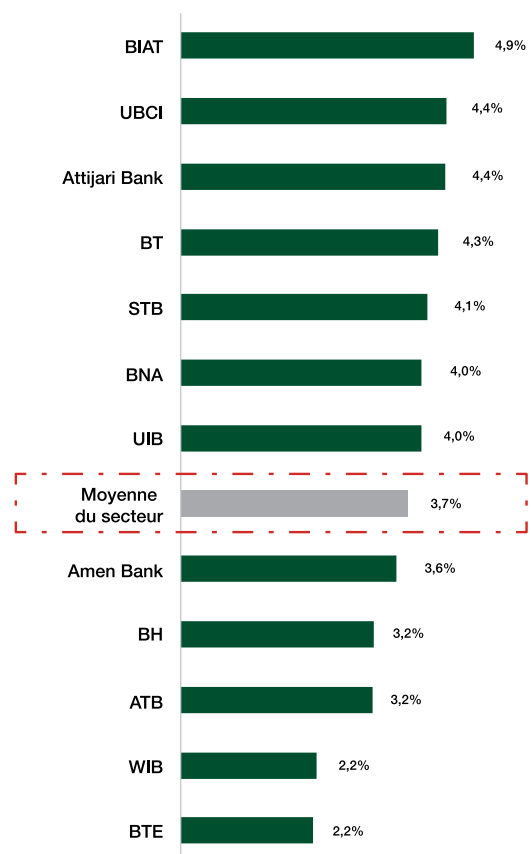




Stock de bons de Trésor par banque en 2018 en MDt



Spread d'intérêt apparent moyen par banque (2018)



■ **L'UIB** a enregistré une performance honorable. La filiale de Société Générale a réalisé un bond de son PNB de 25% à 363MDt, battant ainsi ses prévisions pour l'année (un dépassement de 13%). Cette performance est essentiellement redevable à la marge d'intérêt (+32% à 211MDt) et aux commissions (+15% à 106MDt). Soulignons que l'**UIB** jouit d'une des plus fortes expositions aux commissions et à la marge d'intérêt à l'échelle du secteur (29% du PNB contre 21% pour la

concurrence cotée au niveau des commissions et 58% pour l'**UIB** contre 51% pour ses pairs au niveau de la marge d'intérêt). Autre fait à l'honneur pour l'**UIB** en 2018, c'est la progression remarquable des gains de change (+25% à 37MDt) qui représentent désormais 10% des revenus. L'activité soutenue de la banque sur les opérations de change lui a valu d'être primée à plusieurs reprises « meilleure banque de financement du commerce international en Tunisie » et « meilleur dépositaire

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

■ Le bilan de 2018 a été satisfaisant pour la **BNA**. La banque étatique a affiché une accélération de sa croissance avec un PNB en

hausse de 25% à 554MDt. Sans grande surprise, la **BNA** a tiré profit de la hausse des taux au niveau de sa marge d'intérêt. Cette dernière a progressé de 27% à 332MDt, hissant sa contribution à 60% du PNB ce qui représente l'exposition la plus élevée à l'activité du crédit classique à l'échelle du secteur.

■ La réactivité de la **BNA** est également perceptible au niveau de la marge sur commissions qui a bondi de 27% à 107MDt, profitant sans doute d'un relèvement des tarifs. La bonne surprise est venue





# REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ETUDES ET RECHERCHES / SEPTEMBRE 2019

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

Sources: Etats financiers du secteur coté.

du côté des revenus du portefeuille qui se sont hissés de 19% à 93MDt. Conformément à son plan de relance, la banque a continué sa politique d'investissement active dans les bons du Trésor. Le portefeuille global des titres d'Etat a crû de 11% à 0,9 milliard de dinars à fin 2018, soit 8% du total bilan de la banque.

En confortant l'équilibre de sa structure financière et en élargissant son offre de produits, la banque espère optimiser sa marge d'intérêt et augmenter la part des commissions dans le PNB (27% d'ici 2022 contre 19% en 2018) dans les prochaines années. Les dernières prévisions dévoilées par le management visent une croissance annuelle moyenne du PNB de 8% sur la période 2019-2022 pour dépasser 700MDt à partir de 2021.

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

■ Beau parcours pour la **BT** qui a vu ses revenus croître de 22% à 328MDt. Outre sa bonne exposition au crédit (une hausse de la marge

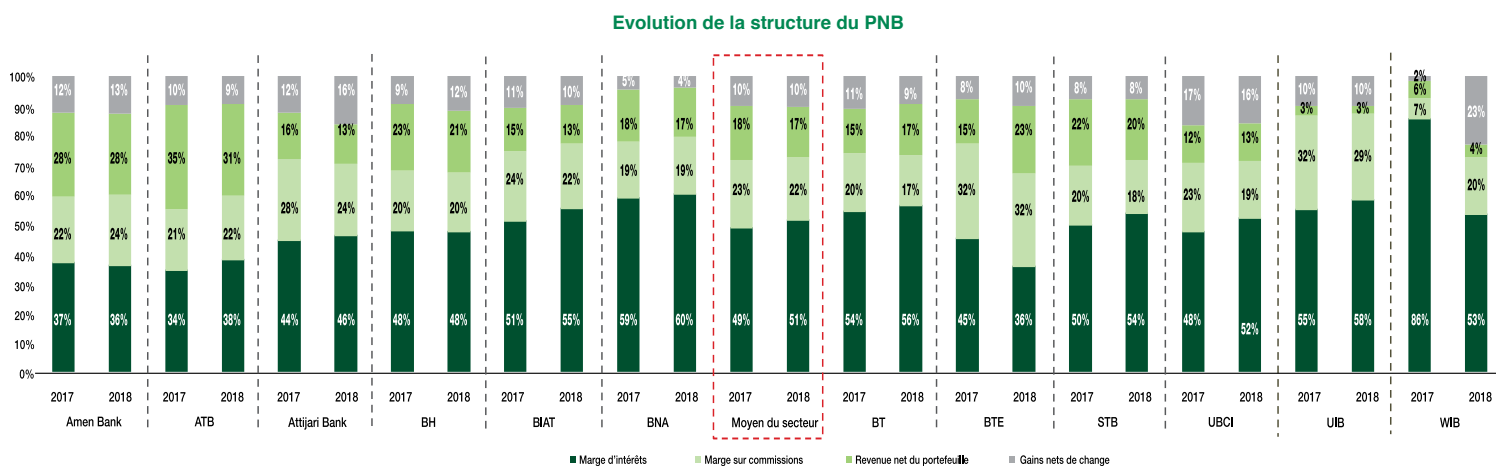
« **L'exposition de la BNA à la marge d'intérêt est la plus élevée à l'échelle du secteur. Cette caractéristique lui a permis de capter la hausse des taux sur les dernières années** »

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

■ 2018 a été un bon cru pour **Attijari Bank**. La filiale du Groupe Attijariwafa Bank a réalisé une croissance du PNB de 21% à 436MDt. Cette performance a été essentiellement boostée par la

marge d'intérêt (une augmentation de 25%), qui a dépassé la barre de 200MDt. La banque a affiché une baisse de son stock de bons de Trésor (-11% à 752MDt), ce qui explique la hausse modérée des produits de placement (+4% à 59MDt). Une évolution qui a été contrebalancée par la dynamique des gains nets de change (+57% à 70MDt).

■ Notons qu'avec un *spread* d'intérêt confortable (un *spread* estimé à 4,4% contre une moyenne sectorielle de 3,7%) et une structure du PNB des plus favorables à la hausse des taux (46% des revenus proviennent de la marge d'intérêt), la banque est en bonne posture pour continuer à profiter du contexte de taux élevés.



Sources: Etats financiers du secteur coté.

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

#### 4) La productivité

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

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

■ Les banques tunisiennes sont désormais tenues de verser une contribution annuelle de 0,3% de leurs dépôts dans le fonds de garantie des dépôts bancaires; une cotisation imputée au niveau des autres charges d'exploitation.

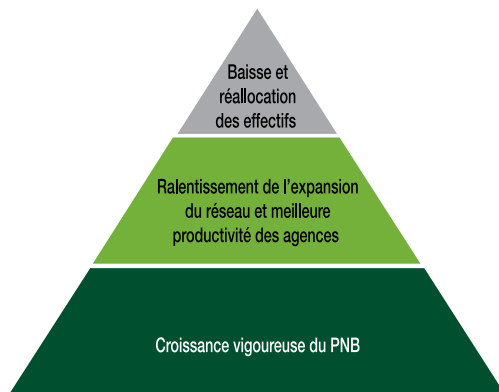
■ Impactant pour la première fois les comptes de 2018, cette dotation biaise la comparabilité avec l'exercice précédent. D'une valeur

globale de 157MDt, cette cotisation a coûté aux banques 3,6 points de taux, en moyenne au niveau de leur coefficient d'exploitation. En effet, n'eût été cette contribution, le coefficient d'exploitation agrégé du secteur aurait été de 43,4%, soit une baisse de 2 points de taux par rapport à 2017.

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

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

## Facteurs expliquant la résistance au niveau de la productivité du secteur



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

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

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

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

### 3) Une baisse couplée à une réallocation des effectifs

■ L'effectif global du secteur\* a poursuivi sa tendance baissière entamée en 2015, profitant de la mise en place de programmes de licenciement et de plans de

départs à la retraite notamment au niveau du secteur public. Nous estimons cette baisse à 4%\* entre 2015 et 2018. A fin 2018, l'effectif global du secteur s'est établi à 16 353\* employés, dont 37% travaillent pour le compte du secteur public.

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

■ Cette réallocation des effectifs a été bénéfique à la capacité de génération du PNB des agences. En effet, le PNB par agence s'est amélioré de 46% sur le même intervalle pour s'établir à 2,7MDt.

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

## Productivité du secteur public Vs secteur privé en 2018

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

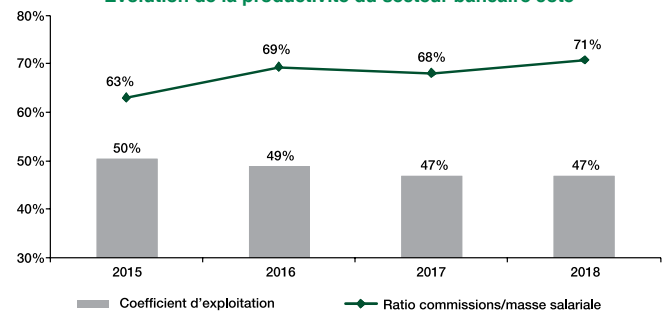
Sources: Etats financiers du secteur coté et estimations de Tunisie Valeurs.

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

■ **BT** (un coefficient d'exploitation de 32%), **Amen Bank** (un coefficient d'exploitation de 39%) et **BH** (un coefficient d'exploitation de 41%) restent à la pointe du secteur en terme de productivité. Les trois banques continuent à faire preuve

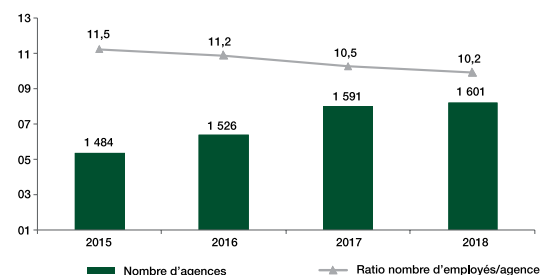
de rigueur, malgré une politique de rémunération très attractive pour la **BT** (adoption d'une politique d'intéressement des salariés), une croissance au ralenti pour l'**Amen Bank** (une augmentation du PNB de 4% à 375MDt en 2018) et les coûts de la relance commerciale et de l'expansion du réseau sur les dernières années pour la **BH** (ouverture de 23 agences depuis 2015). Sur le moyen terme, cette dernière devrait continuer à améliorer sa productivité grâce à l'implémentation du nouveau ERP global bancaire sur une période de 3 ans jusqu'à 2021 et à la refonte du système d'information.

## Evolution de la productivité du secteur bancaire coté



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

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



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

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



■ Les majors privées du secteur, la **BIAT** (un coefficient d'exploitation de 46%), l'**UIB** (un coefficient d'exploitation de 47%) et **Attijari Bank** (un coefficient d'exploitation de 47%) affichent une bonne capacité à poursuivre leur dynamisme commercial sans pénaliser leur productivité. Les efforts de restructuration engagés depuis 2015 ont permis à ces banques de digérer le dérapage des charges d'exploitation après la Révolution (une croissance moyenne des frais généraux de

10% sur la période 2011-2018 pour chacune des banques). A noter que grâce à leur forte capacité génératrice de commissions, ces trois banques affichent des ratios de couverture de la masse salariale par les commissions appréciables, supérieurs à 80%.

■ Les deux banques publiques **STB** (un coefficient d'exploitation de 46%) et **BNA** (un coefficient d'exploitation de 48%) affichent également des performances en amélioration. Les programmes de restructuration des ressources

humaines engagés, dans le cadre de leur plan de transformation leur ont valu de rompre progressivement avec leur image de banques contreproductives. A l'instar de la **BH**, nous nous attendons à une poursuite du redressement de la productivité des deux banques sur le moyen terme avec l'implémentation des nouveaux ERP et la digitalisation des *process*. Signalons que le coût de l'ERP de la **BNA** est estimé à 50MDt et que sa mise en place sera finalisée en 2022.

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

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

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

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

### 5) La qualité du portefeuille

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

■ Malgré un climat des affaires morne et la hausse des risques d'impayés générée par la montée des taux, les banques ont réussi

à contenir la hausse de leur stock de créances classées à 4% (à 10 milliards de dinars). La politique de croissance plus sélective et orientée vers les particuliers a dilué le taux de créances classées de 12% selon nos estimations (une baisse de 0,7 point de taux par rapport à 2017).

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

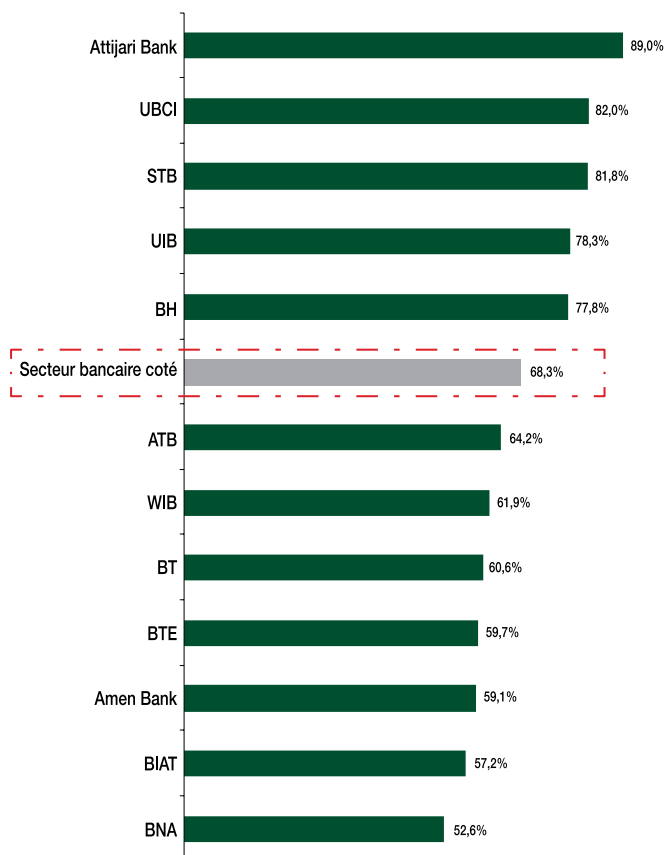
a reculé de 0,3 point de taux à 68,3%.

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

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

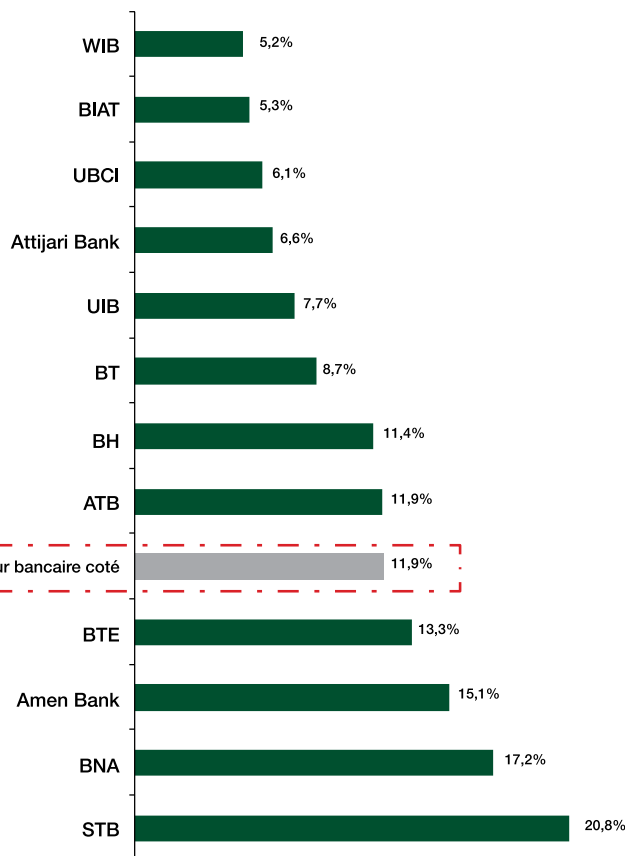
■ Les autres majors du secteur privé comme la **BIAT** et la **BT** ont beau maintenir des taux de créances classées inférieurs à 10% (8,7% pour la **BT** et 5,5% pour la **BIAT**) mais ont subi une dégradation de leur taux de couverture en raison de la classification de deux sociétés d'importance systémique sur le marché, il s'agit de **Carthage Cement** et de **Zitouna Télécom** (un taux de couverture de 57% pour la **BIAT** et de 61% pour la **BT**).

Taux de couverture par banque en 2018



Sources: Rapports d'activité des banques.

Taux de créances classées par banque en 2018



Sources: Rapports d'activité des banques.

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

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

■ Les banques publiques continuent à tirer profit des efforts de nettoyage du bilan et de la nouvelle politique de crédits plus prudente qui a été instaurée conformément à leur plans de

transformation. Cette amélioration de la qualité du portefeuille s'est manifestée à travers une baisse du taux de créances classées de 2,2 points de taux à 16,3% en moyenne pour les banques publiques et à une augmentation du taux de couverture de 0,4 point de pourcentage à 70,1%. Le portefeuille de crédits des banques publiques est désormais mieux provisionné que leurs pairs privés (voir tableau ci-après).



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

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

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

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

■ **Les efforts de la STB, de la BNA et de la BH seront soutenus par le démarrage tant attendu du traitement transactionnel des créances classées.** Cette pratique qui était réservée aux banques privées est devenue possible grâce à la loi sur la consolidation des structures financières des banques publiques votée en mai 2018. Elle permettrait aux trois banques d'éviter la lenteur et la complexité des procédures judiciaires et leur ouvre la voie du règlement à l'amiable. Les banques publiques peuvent ainsi apurer plus efficacement leur stock de créances classées (un encours de 5,7 milliards de dinars soit 56% du stock de créances classées du secteur) et opérer des reprises sur provisions. Les retombées de cette loi devraient être perceptibles dans les comptes de ces banques à moyen terme.

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

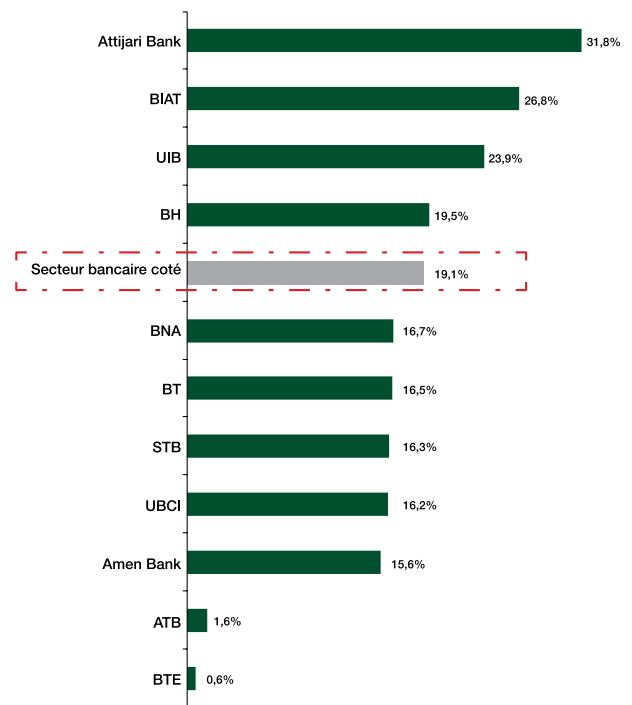
## 6) La rentabilité

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

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

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

## Rentabilité financière (ROE) par banque\*\* en 2018



Sources: Etats financiers du secteur coté.

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

Sources: Etats financiers du secteur coté.

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

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

# REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ETUDES ET RECHERCHES / SEPTEMBRE 2019

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

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

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

■ La bonne surprise est venue du côté de la **BNA**, la **STB** et l'**UBCI** qui ont atteint un nouveau cap de rentabilité grâce à la solide progression de l'activité

intrinsèque (pour la **STB** et l'**UBCI**) et aux cessions sur le portefeuille de participations (pour la **BNA**).

■ N'eût été les plus values réalisées sur le portefeuille **SFBT** (une enveloppe de 33MDt), le ROE de la **BNA** aurait été de 14,4%. Sur les quatre prochaines années, après un premier exercice 2019 ponctué par la poursuite de la cession des actifs stratégiques (une plus value escomptée de 17,4MDt en 2019) et par les corrections comptables des contreparties de la régularisation des dotations de l'Etat (un impact négatif de 81MDt suite à l'augmentation de capital de l'année en cours), le management s'attend à une normalisation des bénéfices. Les résultats individuels se maintiendront dans un palier supérieur à 200MDt d'ici 2020 (un résultat net de 267MDt est attendu en 2022, soit une progression annuelle moyenne de 16% sur la période 2019 - 2022).

■ Après plusieurs années de vaches maigres, la **STB** a affiché un cru 2019 exceptionnel (un résultat net individuel en hausse de 30% à 84MDt\*). Au niveau consolidé, la banque a profité de l'amélioration de la rentabilité des filiales et du retrait de Banque Franco-Tunisienne du périmètre de consolidation, et ce en raison de la nomination d'un délégué de résolution. L'exercice se boucle sur un résultat net part du groupe de 91MDt\* contre 38MDt en 2017. Avec un ROE de 16,3% la rentabilité des fonds propres de la banque s'aligne à la concurrence publique.

■ Grâce à la croissance soutenue du PNB (+14% à 228MDt) et à la baisse de l'enveloppe des dotations aux amortissements (-45% à 5,7MDt), le résultat net de l'**UBCI** s'est apprécié de 14%\* à 50MDt, soit un dépassement estimé de 55% par rapport aux projections du plan stratégique 2017-2020. Les performances consolidées ont été tout aussi satisfaisantes. Le résultat net part

du groupe\* s'est envolé de 24% à 53MDt; un niveau historiquement élevé pour la filiale du **Groupe BNP Paribas** qui lui vaut d'afficher une bonne rentabilité des fonds propres (16,2%).

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

## 7) La solvabilité

■ Le secteur bancaire a affiché une résistance globale au niveau de sa solvabilité malgré la prise en compte du risque du marché dans les ratios réglementaires\*\* en

2018, l'absence d'augmentations de capital sur l'année et le faible nombre des levées de dette mezzanine (quatre émissions pour 215MDt).

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

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

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

Sources: Rapports d'activité des banques

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

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

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

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

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



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

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

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

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

Sources: Rapports d'activité des banques.

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



# REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ETUDES ET RECHERCHES / SEPTEMBRE 2019

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

\* Ne tenant pas compte des éléments exceptionnels comme les plus ou moins values sur cession d'actifs et la contribution conjoncturelle au budget de l'Etat.  
Sources: Etats financiers et prévisions de Tunisie Valeurs

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

■ Malgré la baisse du ratio de solvabilité (revenant à 10,2% en 2018 contre 10,8% en 2017), la **BIAT** a relevé de 18% le montant de ses dividendes. Pour restaurer sa solvabilité et faire face au resserrement de la limite d'exposition aux parties liées (un taux de 40% à fin 2018, en dépassement de 15% par rapport à l'exigence de la BCT) et à la prise en compte du risque de marché, la banque compte opérer une levée de fonds propres. Initialement annoncée en 2018, l'opération va être reportée d'une à deux années selon les besoins de la banque, et ce conformément à ce qui a été dit par le management durant l'AGO d'avril dernier.

## VI - Perspectives d'avenir & prévisions 2019-2020

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

■ Nous pensons que le ralentissement du cœur de métier devrait inciter les banques à chercher de nouveaux gisements de rentabilité à travers: **1)** une politique de tarification plus dynamique pour booster les commissions, **2)** une optimisation

des frais généraux, **3)** une sélectivité accrue en matière de risques (risque de crédit et risque de taux).

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

**i)** un effet à court terme bénéfique sur la marge d'intérêt qui proviendrait substantiellement des crédits neufs (c'est-à-dire des crédits accordés sur les dernières années),  
**ii)** un effet répulsif sur la demande des nouveaux emprunteurs induite par le renchérissement du crédit,  
**iii)** et une pression à la hausse sur le coût de la collecte, érodant à terme la marge d'intérêt.

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

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

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

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





- Nous anticipons une croissance moyenne de l'encours des dépôts du secteur de 6,6% sur la période à venir (contre +9,2% sur l'intervalle 2015-2018).

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

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

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

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

**3) Une décélération du PNB :** Comme en 2018, le PNB serait porté par l'effet prix de la hausse

des taux sur la marge d'intérêt. À partir de cette année, les revenus du secteur devraient connaître un essoufflement de la croissance en raison d'une politique de placement en bons du Trésor plus encadrée et du ralentissement de la production.

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

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

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

**4) Une normalisation de la croissance des bénéfices :**

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

- En envisageant un scénario «pessimiste» qui ramène le coût du risque à ses niveaux de 2013 et qui tient compte d'un plein effet du ralentissement à partir de 2020, nous projetons une croissance moyenne de la masse bénéficiaire part du groupe du secteur de

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

11% sur la période 2019 - 2020 contre une moyenne de 30% sur l'intervalle 2015 - 2018.

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

- Reste une seule inconnue, c'est l'adoption future des normes IFRS prévue en 2021. Une mesure qui affectera notamment le mode d'évaluation des actifs et des fonds propres du secteur. Nous avons peu de visibilité sur les effets d'une telle mesure. Une chose est sûre, l'adoption des normes de comptabilité internationale donnera plus de visibilité aux banques tunisiennes par rapport aux investisseurs internationaux et leur permettra de s'aligner aux pratiques des publications financières.

## VII - Système de Scoring

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

### 1) La dynamique commerciale

- Nous privilégions les banques qui occupent une position concurrentielle forte et qui adoptent une politique de collecte

et de crédit active sans pénaliser leur ratio de transformation réglementaire.

- Ce faisant, la dynamique commerciale est mesurée par :

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

- La croissance moyenne des crédits neufs : de l'encours des crédits sur la période 2015 - 2018,
- Le ratio de transformation global crédits /(dépôts + ressources spéciales) à fin décembre 2018.

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

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

### 3) Le Produit Net Bancaire (2018)

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

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

### 4) La productivité (2018)

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

### 5) La qualité du portefeuille (2018)

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



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

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

### 7) La solvabilité (2018)

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

un indicateur qui tient compte des fonds propres complémentaires.

### 8) Le ratio du levier (2018)

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

Le numérateur du ratio est constitué par les fonds propres nets. Son dénominateur est le total

des actifs y compris les expositions hors bilan.

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

Notre choix porte sur les ratios du P/E, du P/B et du rendement en dividendes. Pour neutraliser l'impact de la politique de provisionnement sur les fonds propres et remettre les banques sur le même pied d'égalité au niveau de la couverture, nous avons déterminé un P/B ajusté. Ce dernier se base sur des fonds propres retraités qui sont calculés par référence à un taux de couverture uniforme de 70% pour

tout le secteur. Les retraitements incluent, de surcroît, les dotations de l'Etat de la **STB** (117MDt) et ne tiennent pas compte des plus ou moins-values éventuelles sur la cession des participations pour se conformer à la limite de 20% sur le capital des entreprises non financières.

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

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

### Résultats du système de Scoring (1)

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

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

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

\*\* Non significatif car les résultats estimés sont déficitaires.



## Résultats du système de Scoring (2)

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

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

<sup>(2)</sup> ROE négatif.

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

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

### IX- Valorisation et recommandations de Tunisie Valeurs

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

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

■ **Attijari Bank**, la **BIAT** constitueront ainsi le cœur de notre sélection de valeurs bancaires. Indépendamment de l'issue de l'affaire de la Douane pour **Attijari Bank** et de la possibilité de réalisation d'une augmentation de capital pour la **BIAT**, la position dominante de ces deux banques, leur structure

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

de dépôts avantageuse et leur bonne qualité du portefeuille leur permettent d'afficher un profil de croissance structurellement supérieur à la concurrence.

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

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

■ **L'UIB** et la **BT** restent également à l'achat dans une optique de diversification sectorielle. La gestion rigoureuse de ces deux banques (maîtrise des frais généraux et une politique du crédit prudente) et leur forte capacité



# REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ETUDES ET RECHERCHES / SEPTEMBRE 2019

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

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

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

\*\* Non significatif car les résultats estimés sont déficitaires.

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

génératrice de commissions sont des avantages comparatifs de taille dans le contexte actuel.

■ La **BNA**, l'**UBCI** demeurent des valeurs sous surveillance. L'augmentation du capital de la **BNA** est une bonne nouvelle dans l'absolu. Les résultats de cette opération enverront un signal fort sur l'appétit du marché pour la banque. Cependant nous restons dans l'expectative d'une meilleure qualité du portefeuille. Nous restons également, dans l'attente d'une croissance plus vigoureuse pour l'**UBCI**. L'annonce de la volonté du Groupe BNP Paribas de se désengager de la banque et un tournant stratégique pour elle. A l'heure actuelle, nous ne disposons d'une visibilité sur la nature de l'opération (cession à un nouvel entrant ou à un acteur local

bien implanté). Une chose est sûre le futur repreneur disposera d'une plateforme de rentabilité prometteuse sur le long terme avec des levier de croissance présentement sous-exploités : 1) optimisation de la productivité, 2) densification du réseau et 3) un portefeuille de crédit sans qui permet d'avoir une politique commerciale plus dynamique.

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

la **WIB** et d'une croissance plus saine pour l'**Amen Bank**. Quant à l'**ATB**, celle-ci est sous la loupe des investisseurs. L'annonce de la nouvelle équipe managériale à la tête de la banque a été saluée par le marché. Cependant, nous préférons attendre le retour vers le palier historique de résultat pour recommander la banque à l'achat.

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



Rédigé le 28/06/2019

## SAH LILAS

### Une stratégie bien définie pour une croissance pérenne

#### Compte de résultat

En MDt	2014	2015	2016	2017	2018	2019e
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>289,8</b>	<b>323,1</b>	<b>339,2</b>	<b>373,4</b>	<b>440,3</b>	<b>560,0</b>
<i>Variation</i>	-	11%	5%	10%	18%	27%
<b>Marge Brute</b>	<b>106,4</b>	<b>124,0</b>	<b>137,3</b>	<b>154,2</b>	<b>159,1</b>	<b>217,3</b>
<b>Taux de marge Brute</b>	<b>36,7%</b>	<b>38,4%</b>	<b>40,5%</b>	<b>41,3%</b>	<b>35,9%</b>	<b>38,8%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>46,2</b>	<b>56,3</b>	<b>64,7</b>	<b>72,1</b>	<b>62,1</b>	<b>97,3</b>
<i>Variation</i>	-	22%	15%	11%	-14%	57%
<b>Marge d'EBITDA</b>	<b>15,9%</b>	<b>17,4%</b>	<b>19,1%</b>	<b>19,3%</b>	<b>14,1%</b>	<b>17,4%</b>
<b>Résultat net part du groupe*</b>	<b>17,7</b>	<b>26,4</b>	<b>34,5</b>	<b>24,6</b>	<b>22,8</b>	<b>39,9</b>
<i>Variation</i>	-	49%	31%	-29%	-8%	53%
<b>Marge nette</b>	<b>6,1%</b>	<b>8,2%</b>	<b>10,2%</b>	<b>6,6%</b>	<b>6,0%</b>	<b>7,1%</b>

\* Retraité des éléments exceptionnels comme les plus ou moins values de cession d'actifs et la contribution exceptionnelle au budget de l'Etat  
Sources: Etats financiers et prévisions de Tunisie Valeurs

#### I- Présentation du Groupe SAH Lilas

- Créée en 1994 par Madame Jalila Mezni, la société SAH (Société d'Articles Hygiéniques) est l'un des fleurons de l'économie tunisienne.
- Initialement lancée dans la fabrication des serviettes hygiéniques sous la marque 'Lilas', la société a connu un développement considérable au fil des années. Elle assure actuellement la production de couches bébés, les produits d'hygiène féminine, les produits en papier et les produits d'incontinence adulte.
- Depuis 2007, le groupe a étendu ses activités sur les marchés limitrophes via l'installation d'unités de production (Algérie, Libye, Côte d'Ivoire) et de distribution (Maroc). Aujourd'hui, le groupe SAH réalise environ 40% de son chiffre d'affaires en dehors du territoire tunisien.
- Dans le cadre de sa stratégie d'intégration en amont et de maîtrise de coûts, SAH s'est lancé depuis 2013 dans la fabrication du Ouate de cellulose à travers sa filiale « Azur Papier ».

- En 2016, le fonds d'investissement « Abraaj » a fait son entrée au capital de SAH afin d'accélérer l'internationalisation du groupe notamment en Afrique subsaharienne.
- LILAS entame aujourd'hui une nouvelle étape de son développement en se lançant dans une nouvelle ligne de métier, celle des détergents.

#### II- Faits & éléments saillants de l'exercice 2018

- Poursuivant sa bonne dynamique commerciale, LILAS a enregistré une croissance vigoureuse de son chiffre d'affaires de 18% à 440,3MDt, un rythme supérieur à la moyenne historique (une croissance moyenne de 9% sur la période 2014-2017).
- Cette évolution est le fruit: i/ d'une demande toujours soutenue sur le marché local, ii/ du lancement d'une nouvelle gamme de produits dédiée aux professionnels et aux entreprises, iii/ d'une année pleine d'exploitation de la filiale Ivoirienne.
- Le constat est tout autre au niveau de la rentabilité. L'EBITDA s'est plié de 14% à 62,1MDt. Quant à

la marge d'EBITDA, elle a reculé de 5,1 points de pourcentage à 14%, retrouvant, ainsi ses niveaux d'avant 2014.

- La rentabilité opérationnelle du groupe a pâti de la jonction de plusieurs facteurs défavorables: 1) La flambée des prix des matières premières (+ 30% pour la cellulose et +15% pour le super absorbant).

**Prix : 10,600Dt  
Acheter (+)**

#### Actionnariat

JM Holding*	62,7%
Blakeney:	10,6%
CTKD:	4,2%
Arisaig Africa Consumer Fund	3,9%
Public:	18,6%

#### Capitalisation boursière:

**639 MDt**

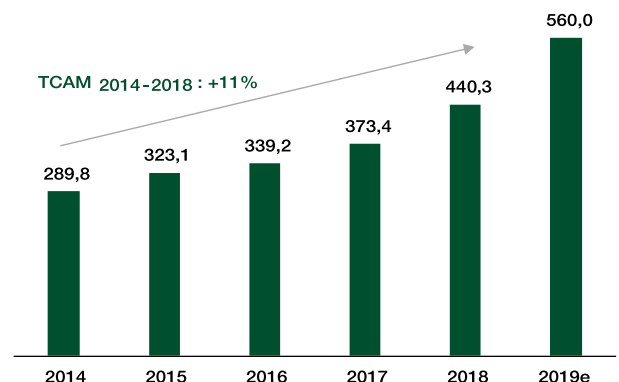
#### Ratios boursiers\*\*:

PER 2019e:	16,0x
VE/EBITDA 2019e:	10,4x
Yield 2019e:	0%
Performance 2019:	-6,9%

\* Holding détenu conjointement par Mme Jalila MEZNI et le fonds d'investissement 'Abraaj Group'  
\*\* Données au 28/06/2019

**« Diversification des lignes de produits à travers le lancement de l'activité détergents »**

#### Evolution du chiffre d'affaires (en MDt)



**« Une vision stratégique bien définie axée sur le renforcement de la capacité de production sur les marchés traditionnels, la pénétration de nouveaux marchés africains et la diversification vers de nouveaux métiers »**

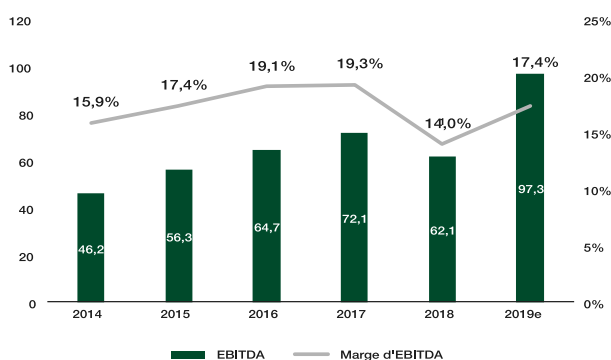




# REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ETUDES ET RECHERCHES / SEPTEMBRE 2019

Evolution de l'EBITDA et de la marge d'EBITDA



2) La dépréciation du dinar par rapport aux autres monnaies étrangères (pour rappel 80% des matières premières sont importées dont 65% sont libellées en Euro et 35% en Dollar).

2) La répercussion tardive (au T4 2018), de la hausse des inputs, sur les prix de vente, en raison d'une guerre des prix avec la concurrence.

■ Outre la politique intensive d'investissement adoptée et qui s'est matérialisée par des amortissements importants et de la hausse de la dette, le groupe s'est heurté à une augmentation des charges financières liées à des pertes de change et aux intérêts bancaires. Ces charges ont pesé sur le résultat net du groupe qui a reculé de 8% à 22,8 MDT.

### III- Perspectives d'avenir et prévisions 2019

■ 2019 est une année charnière pour LILAS. Elle doit permettre, au terme d'un projet d'entreprise extrêmement ambitieux, de transformer le modèle du groupe afin de mieux répondre aux enjeux de demain. Assurément, l'exercice 2019 devrait profiter des retombées de:

1) L'entrée en exploitation imminente (Juillet 2019) de la filiale «Azur Détergent», d'une capacité totale de 140k Tonnes/an.

Cette nouvelle activité, profitera des synergies liées au réseau de distribution et de stockage et bénéficiera de la notoriété acquise par la marque LILAS. Les détergents génèreraient des recettes potentielles de 92MDt en 2019, selon les estimations du management.

2) L'extension de capacité de production d'«Azur Papier»: une deuxième ligne de production est en cours d'installation (lancement effectif au T4 2019), visant à doubler la capacité actuelle. Cet investissement permettra de répondre aux besoins croissants du groupe en Ouate de cellulose et offrira un potentiel additionnel d'amélioration des marges. Ce projet génèrera des revenus de l'ordre de 70MDt en 2019.

3) L'affirmation de l'activité en Côte d'Ivoire avec l'obtention des autorisations nécessaires pour l'export et les ventes locales.

4) La poursuite de l'internationalisation: le groupe ambitionne de devenir un acteur continental en Afrique, un marché peu concurrentiel. C'est dans ce sens qu'une implantation au Sénégal entrera en exploitation au T3 2019 et procurera un chiffre d'affaires additionnel de 14MDt sur l'exercice 2019.

■ LILAS a affiché une bonne dynamique de croissance sur le premier trimestre de l'année en cours avec un bond des revenus de 32% à 147MDt. Le groupe a, par ailleurs, presque doublé son EBITDA consolidé (passant de 9,5MDt au 31/03/2018 à 18,7MDt au 31/03/2019). A la lumière des réalisations trimestrielles et des chiffres avancés par le management, nous tablons sur une croissance de 27% du chiffre d'affaires consolidé à 560MDt et sur un EBITDA de 97,3MDt, équivalent à une marge de 17,4%.

### IV- Parcours boursier & opinion de Tunisie valeurs

■ Le titre LILAS a entamé une longue décrue, cumulant une contreperformance de 26% sur les deux dernières années. Les retards de l'entrée en exploitation de certains projets et la baisse de

la rentabilité ont pénalisé le titre en bourse. Cette correction boursière a ramené le titre à des niveaux acheteurs.

■ En effet, le Groupe est valorisé, actuellement, à 639MDt, soit un PER 2019 estimé de 16x et VE/EBITDA 2019e de 10,4x. Une valorisation attrayante, comparativement à la moyenne internationale et qui ne reflète pas les relais de croissance à moyen terme (diversification des produits et marchés et amélioration des marges).

■ LILAS est sur un bon trend de croissance, elle jouit d'un profil totalement défensif et est en phase de consolider son assise financière (via une augmentation de capital) pour assainir son bilan et accélérer les investissements futurs. Autant de facteurs qui plaident en faveur d'un positionnement sur le titre.

« Nous maintenons notre opinion positive sur le titre »

### Echantillon de comparables boursiers

Société	Pays	PER 2019e	EV/EBITDA 2019e
The Procter & Gamble Company	USA	21,8	15,5
Reckitt Benckiser Group plc	UK	18,0	14,2
Kimberly-Clark Corp,	Mexique	18,4	11,8
Kao Corp,	Japan	25,8	14,0
Unilever PLC	UK	0,2	13,1
Edgewell Personal Care Co,	USA	13,5	8,8
Svenska Cellulosa Aktiebolaget	Suède	16,6	10,6
Sappi Limited	Afrique du Sud	8,0	5,3
Ontex Group N .V.	Belgique	15,0	9,2
C&S Paper Co., Ltd,	Chine	23,7	14,3
<b>Médiane Internationale</b>		<b>17,3</b>	<b>12,5</b>
<b>SAH LILAS</b>		<b>16,0</b>	<b>10,4</b>

## Le pari gagné de l'export

### Compte de résultat

En MDt	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>59,5</b>	<b>64,9</b>	<b>70,3</b>	<b>87,1</b>	<b>101,7</b>	<b>116,9</b>
<i>Variation</i>	<i>3%</i>	<i>9%</i>	<i>8%</i>	<i>24%</i>	<i>17%</i>	<i>15%</i>
Dont local	38,5	40,8	44,0	47,6	55,9	63,7
Dont export	21,0	24,1	26,4	39,5	45,8	53,2
<b>Marge brute</b>	<b>36,1</b>	<b>36,1</b>	<b>41,1</b>	<b>53,3</b>	<b>61,0</b>	<b>71,3</b>
<b>Taux de marge brute</b>	<b>61%</b>	<b>56%</b>	<b>58%</b>	<b>61%</b>	<b>60%</b>	<b>61%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>22,2</b>	<b>19,8</b>	<b>22,0</b>	<b>31,2</b>	<b>36,6</b>	<b>41,2</b>
<i>Variation</i>	<i>-5%</i>	<i>-11%</i>	<i>11%</i>	<i>42%</i>	<i>18%</i>	<i>12%</i>
<b>Marge d'EBITDA</b>	<b>37%</b>	<b>31%</b>	<b>31%</b>	<b>36%</b>	<b>36%</b>	<b>35%</b>
<b>Résultat net ordinaire*</b>	<b>13,1</b>	<b>11,9</b>	<b>12,5</b>	<b>18,4</b>	<b>20,4</b>	<b>22,6</b>
<i>Variation</i>	<i>6%</i>	<i>-9%</i>	<i>5%</i>	<i>46%</i>	<i>11%</i>	<i>11%</i>
<b>Marge nette</b>	<b>22%</b>	<b>18%</b>	<b>18%</b>	<b>21%</b>	<b>20%</b>	<b>19%</b>

\* Retraité des éléments exceptionnels comme les plus ou moins values de cession d'actifs et la contribution exceptionnelle au budget de l'Etat  
Sources: Etats financiers et prévisions de Tunisie Valeurs

### Prix : 10,300Dt Acheter (+)

#### Actionnariat

M. Ridha CHARFEDDINE:	63,0%
CTKD:	12,3%
SQM Frontier Master Fund:	7,2%
Public:	17,5%

#### Capitalisation boursière:

**330 MDt**

#### Ratios boursiers:

PER 2019e:	16,1x
VE/EBITDA 2019e:	9,2x
Yield 2019e:	3,3%
Performance 2019:	+24,1%
ROE 2018:	18%

\* Données au 16/07/2019

### I- Présentation de la société

■ Créée en 1989 par M. Ridha CHARFEDDINE, UNIMED est une société pharmaceutique leader sur le marché des produits stériles (les solutions et poudres injectables, les solutions Ophta – ORL, les collyres et les solutions de perfusion) avec une part de marché de 27%.

■ Les produits d'UNIMED se regroupent en deux principales familles :

- **Les médicaments génériques:** Il s'agit de la production et la commercialisation de médicaments sous la propre marque d'UNIMED.

- **Les médicaments façonnés (sous-traitance):** Ce sont des médicaments fabriqués pour le compte de laboratoires tiers, donneurs d'ordre. UNIMED a conclu plus d'une vingtaine de contrats pour le compte de laboratoires étrangers et locaux pour la production de médicaments.

■ La société dispose de 6 sites de production et de 350 AMM (Autorisation de Mise sur le Marché) enregistrées, dont plus de la moitié (204 AMM) sont enregistrées sur le marché local.

### II- Faits & éléments saillants de l'exercice 2018

■ Bien qu'elle ait démarré l'année sur une baisse de régime (un déclin du chiffre d'affaires de 15% au T1 2018), liée aux retards des

appels d'offres enregistrés par la Pharmacie Centrale, UNIMED a réussi à inverser la donne durant le reste de l'exercice. La société pharmaceutique est parvenue à accélérer la cadence, clôturant l'année avec des revenus de 87,1MDt, soit une croissance soutenue de 24%.

■ Une progression portée principalement: i/ par d'excellentes réalisations à l'export (+50% à 39,5MDt) grâce à la reprise de l'activité en Libye et la diversification des marchés et ii/ par une augmentation des prix de vente sur le marché local.

■ L'entreprise, dans sa stratégie de se libérer de la dépendance aux conditions difficiles du marché local (maturité du marché, prix de vente administrés, ventes hospitalières liées aux appels d'offres de la Pharmacie Centrale), monte en charge à l'international.

■ L'export représente aujourd'hui près de 45% du chiffre d'affaires d'UNIMED. Les exportations de la société prennent deux formes:

- **La sous-traitance** pour le compte

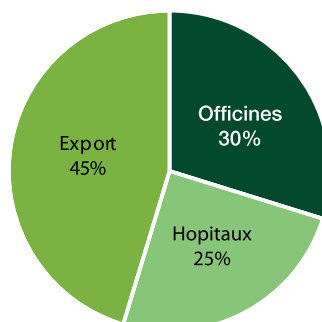
de laboratoires pharmaceutiques étrangers;

- **L'export direct** par le biais de l'enregistrement des Autorisations de Mise sur le Marché (AMM) dans des pays étrangers (UNIMED dispose actuellement de 64 AMM en Asie et 82 en Afrique). Notons que 127 dossiers sont déposés à l'étranger et sont en attente d'enregistrement.

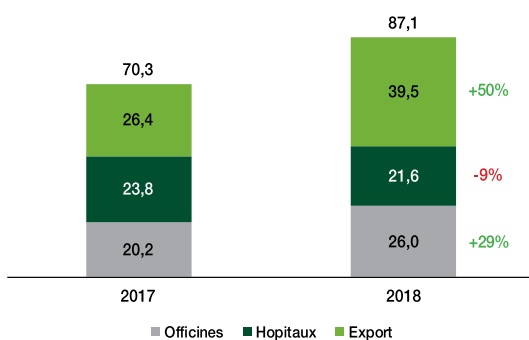
■ La réussite de l'offensive à l'international a permis à la société de se prémunir contre le risque de change et la flambée des matières premières. Rappelons que l'essentiel (presque 90%), des achats des intrants (molécules, capsules...) d'UNIMED, est importé d'Europe.

■ Le développement des exportations auquel s'ajoute le positionnement « générique », a permis à la société d'afficher des niveaux de marges très appréciables par rapport aux normes du secteur. UNIMED est parvenue à améliorer sa marge brute de 276 points de base à 61,2%.

Structure du Chiffre d'affaires par marché



Evolution de la structure du chiffre d'affaires par marché



La société a réalisé une croissance plus rapide de son EBITDA (+42% à 31,2MDt) - l'équivalent d'un taux de marge de 35,9% - en hausse de 452 points de base par rapport à 2017. La rentabilité opérationnelle de la société a profité *i* des gains d'échelle générés par une activité plus soutenue et *ii* d'une meilleure optimisation des charges d'exploitation.

Un changement majeur est, cependant, à signaler au niveau de la politique financière de la société. On avait connu, UNIMED avec un bilan, structurellement, sans dettes. Cependant, l'accélération du programme d'investissement (une enveloppe de 40MDt sur les trois dernières années), a contraint la société à contracter des emprunts afin de financer ses investissements. L'endettement net s'élève à 8,2MDt, soit 9% des fonds propres. Ce recours au levier financier améliorera, davantage, la rentabilité des capitaux propres, déjà à des niveaux très satisfaisants.

### III- Perspectives d'avenir & prévisions

Renonçant au projet de croissance externe à la fin de l'année 2017 (rappelons qu'il

s'agit d'une acquisition d'une participation majoritaire dans un groupe pharmaceutique en Afrique de l'Est), UNIMED a privilégié la consolidation de sa présence sur les marchés historiques (en Europe et au Maghreb) à forts potentiels.

Les objectifs stratégiques de la société étant de développer davantage l'activité export et renforcer ses partenariats à l'étranger, UNIMED s'est attelée à renforcer l'outil de production avec des investissements d'extension et d'automatisation.

Le vaste plan d'investissement prévu pour une enveloppe totale de 82MDt est à moitié achevé. Le reste devrait être finalisé dans les trois prochaines années.

Les principaux projets en cours sont :  
 - La mise en place de lignes de production et de conditionnement automatiques (55,2MDt),  
 - La construction d'un nouveau bloc (9,3MDt),  
 - L'acquisition du matériel pour le nouveau laboratoire (2MDt),  
 - L'installation d'un système de trigénération de l'énergie (3,6MDt)  
 - La mise en oeuvre d'un projet de sérialisation (3MDt).

**« La double exposition aux génériques et à l'export permet à la société d'afficher des niveaux de marges très confortables »**

La croissance d'UNIMED sera portée par:

**1)** Une diversification des marchés à l'export: des contrats ont été conclus avec de nouveaux clients et sur de nouveaux marchés (l'IRAK notamment), dans la région MENA. UNIMED a prouvé sa capacité d'étendre son portefeuille d'AMM à l'étranger.

**2)** Une accélération de l'activité sur le marché local coïncidant avec l'entrée en exploitation des nouvelles AMM (70 actuellement en cours).

Les investissements engagés par la société commencent à être visibles sur les comptes et le développement des exportations est bien tangible sur les chiffres d'UNIMED. Ce constat se confirme encore en ce début d'année. Sur le premier trimestre, le chiffre d'affaires de la société à l'export a plus que doublé dépassant les 12,8MDt.

Pour l'année pleine, nous tablons sur une croissance du chiffre d'affaires global de 17% à 101MDt et une progression du résultat net de 11% à 20,4MDt.

### IV- Comportement boursier & opinion de Tunisie Valeurs

Le titre UNIMED a connu un joli parcours boursier depuis le début de l'année (+24%) et continue de susciter un engouement de la part des investisseurs de la place.

Au prix actuel, le groupe est valorisé à 330MDt, correspondant aux niveaux de valorisation suivants: un P/E 2019e de 16,1x et un VE/EBITDA 2019e de 9,2x.

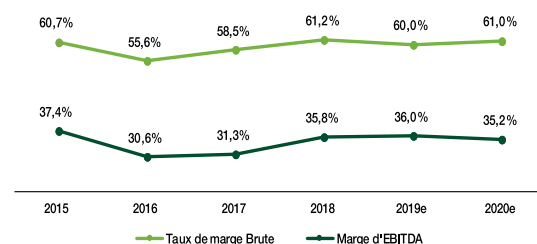
Des multiples qui demeurent attractifs en raison de:

- du positionnement régional de la société ainsi que sa stratégie expansive qui devrait avoir des retombées plus perceptibles dans le futur.

- l'appartenance de la valeur à un secteur défensif, dont les barrières à l'entrée (intensité en capital, normes d'hygiène, R&D...) sont dissuasives pour la concurrence,

**■ Nous réitérons notre recommandation à l'«Achat» sur le titre.**

Evolution des marges



**« L'année 2019 s'annonce sous de bons auspices grâce à l'entrée en exploitation de nouveaux AMM sur le marché local et la signature de nouveaux contrats à l'export »**

En MDT	2014	2015	2016	2017	2018
Cash Flow d'exploitation	16,0	11,3	21,1	14,5	13,3
Investissements	7,2	6,1	8,1	13,6	17,8
Free Cash Flow	8,8	5,2	13,0	0,9	-4,5
Dettes Nette	-7,7	-7,7	-11,8	-5,5	8,2
Gearing	-11%	-10%	-15%	-7%	9%
ROE	22%	21%	17%	18%	24%
ROCE	23%	24%	18%	21%	27%



Rédigé le 28/06/2019

# STAR

## En bonne santé malgré la sinistralité

### I- Aperçu du secteur

- Les primes souscrites par les compagnies d'assurance en 2018, devaient atteindre 2,4 milliards de dinars, contre 2 milliards de dinars en 2017, selon les estimations de l'Instance Générale des Assurances (IGA). Si la croissance du secteur est indéniable (+20%), ceci n'occulte en rien la faiblesse de son intégration dans l'économie.
- Le taux de pénétration du secteur des assurances ne dépasse pas 2% du PIB contre une moyenne mondiale de 6%.
- Cette situation s'explique par les difficultés auxquelles fait face le secteur des assurances qui le rend moins performant par rapport au reste du secteur financier.
- Le secteur de l'assurance en Tunisie souffre de plusieurs carences dont principalement la faible densité, le rôle modeste dans la mobilisation de l'épargne en plus du déficit structurel persistant de certaines branches d'activité : (Automobile et Groupe Maladie).
- La branche assurance automobile contribue à hauteur de 50% du total des primes d'assurances, avec un chiffre d'affaires de 1 milliard de dinars, alors que la valeur des indemnités des clients a atteint 800MDt.
- A cet égard, un vaste et ambitieux programme de réformes en profondeur du code des assurances sera soumis au vote à l'ARP pour améliorer la compétitivité des compagnies d'assurance et promouvoir leur productivité.

- Ce programme s'articule, autour de la modernisation de la législation et son adaptation aux normes internationales, le renforcement de l'assise financière des compagnies d'assurance à travers l'augmentation du capital minimum requis, l'extension de l'assurance obligatoire limitée maintenant à l'automobile, l'instauration du principe de la spécialisation en assurance vie.

### II- Présentation de la compagnie

- Fondée en 1958 à l'initiative des pouvoirs publics, STAR est la première société d'assurance et de réassurance en Tunisie.
- Elle a été privatisée en 2008 suite à l'entrée dans son capital, du groupe français GROUPAMA à hauteur de 35% via une augmentation de capital. Cette recapitalisation qui s'est faite par le biais d'une injection de 132MDt a permis à la compagnie de se conformer aux normes règlementaires de solvabilité.
- Confiante dans son important potentiel dans le marché des assurances, GROUPAMA a accompagné la STAR dans plusieurs programmes de modernisation et de transformation: une nouvelle politique commerciale, la refonte du système d'information, l'extension du réseau, l'assainissement du portefeuille et le changement de la gouvernance.
- Aujourd'hui la STAR est leader dans le secteur, sa part dans la production s'élève à 17%. Elle est qualifiée comme l'assureur principal des sociétés et institutions publiques.

### III- Faits & éléments saillant de l'exercice 2018

#### 1) Les primes

- Après six années consécutives de croissance franche, la STAR a enregistré un léger recul de son chiffre d'affaires (-2% à 358,7MDt) au terme de l'exercice 2018. Une baisse qui s'explique en partie par un repli volontaire de la production d'affaires nouvelles en automobile (-7,4% à 207,6MDt), afin d'assainir le portefeuille.
- S'agissant de l'assurance maladie, les cotisations perçues sont en hausse sensible. La progression a atteint 9,8% à 93,5MDt, grâce à un gain élevé du côté des contrats collectifs de l'assurance groupe maladie dans les entreprises.
- Enfin, le chiffre d'affaire vie a enregistré une croissance timide de 3% à 12,7MDt, une progression qui reste insuffisante compte tenu du potentiel du marché.

**Prix : 131,800 Dt**  
**Acheter (+)**

#### Actionnariat

Etat tunisien :	38,6%
GROUPAMA :	35,0%
CTKD :	5,5%
Flottant :	20,9%

#### Capitalisation boursière:

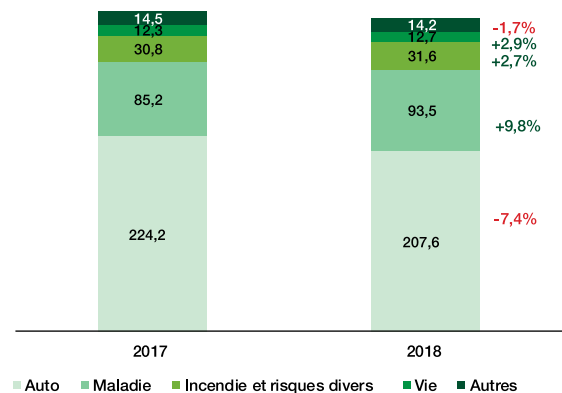
**304 MDt**

#### Ratios boursiers\*:

P/ANR 2018:	0,5x
PER 2019e:	15,3x
P/B 2019e:	0,9x
Yield 2019e:	2,3%
Performance 2019:	-0,6%

\* Données au 28/06/2019

Evolution des primes émises par secteur (en MDt)







# REVUE DE RECHERCHES

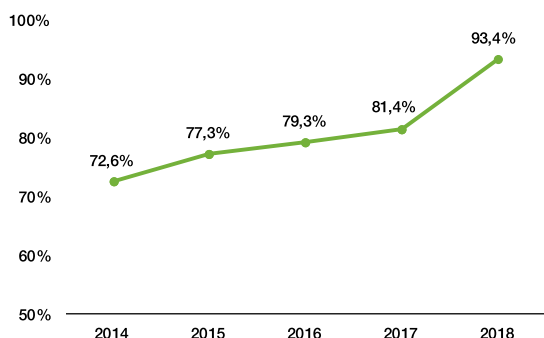
DÉPARTEMENT ETUDES ET RECHERCHES / SEPTEMBRE 2019

## 2) Les sinistres

Le volume total des dommages versés par la compagnie s'est inscrit à la hausse au cours de l'année 2018 pour atteindre 332,4MDt contre 274,2MDt au cours de la même période de 2017, soit une flambée de 21%. L'accélération de la cadence des règlements est imputable à la forte

exposition aux deux branches les plus sinistrées: Automobile et Groupe Maladie. Les indemnités payées au titre de l'assurance auto et groupe maladie représentent 83% du montant global des compensations. Le taux de sinistralité s'est dégradé, en conséquence, passant de 81% à 93%.

Evolution de la sinistralité



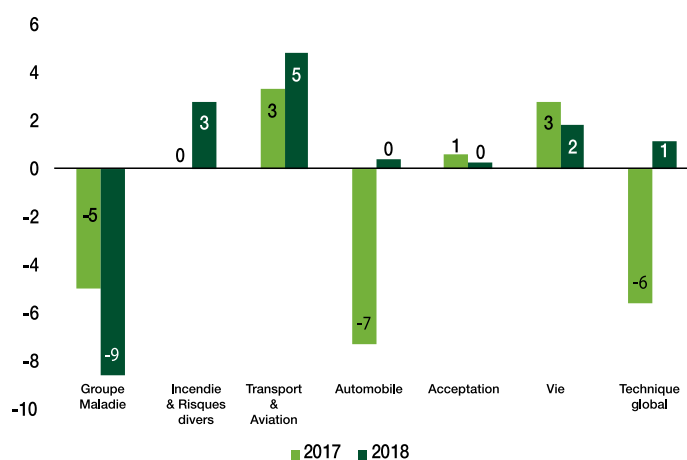
« La structure des règlements reste dominée par la sinistralité automobile et groupe maladie »

## 3) Le résultat technique

La forte hausse du taux de sinistralité ainsi que la baisse des primes émises, ont inéluctablement pesé sur la rentabilité technique de l'assureur, qui a vu son ratio combiné\* se détériorer de 1,2 points de taux par rapport à 2017, à 105,7%.

La performance de l'assureur par branche révèle une amélioration de la rentabilité de la majorité des branches; excepté la branche maladie qui a vu son déficit s'aggraver, lésée par le renchérissement des frais des soins.

Evolution du résultat technique par branche (en MDt)



« La STAR profite de revenus financiers annuels récurrents, qui lui permettent de palier aux insuffisances du résultat technique »

## 4) Le résultat net

La baisse de la productivité n'a, toutefois, pas empêché l'assureur de signer une bonne année 2018. Le bénéfice net de la STAR reprend de la vigueur et bondit de plus de 150% à 17,7MDt, propulsé par les revenus financiers de la compagnie, qui ont dépassé les 90MDt. L'actif financier de la STAR recèle des plus values latentes de l'ordre de 225MDt, portant la valeur réelle des placements financiers à 1 milliard de dinar, et consolidant davantage la capacité de la compagnie à couvrir ses provisions techniques (taux de couverture des provisions techniques par les placements de 108%). En matière de bilan, la STAR conserve son atout en terme de solvabilité. Le ratio de solvabilité a

été consolidé sur l'année et reste nettement supérieur au minimum réglementaire (4x). C'est grâce à cette assise financière renforcée que la compagnie a révisé son plan de développement.

## IV- Perspectives d'avenir & prévisions 2019

Le management a dévoilé son plan stratégique à horizon 2022 et a mis l'accent sur les principaux chantiers sur lesquels la compagnie devrait s'atteler dans l'avenir:

- Un renforcement de son positionnement commercial afin de conforter sa position de leader sur le marché.
- Une orientation de la production sur les segments les plus rentables comme l'assurance multirisques

\* Le ratio combiné mesure la rentabilité d'un assureur, un chiffre supérieur à 100% signifiant que les frais et les règlements des sinistres dépassent le montant des primes touchés par l'assureur.



habitation, l'assurance dommage pour les entreprises, tout en mettant l'accent sur les produits d'assurance Vie.

- Une meilleure sélection des risques et un pilotage technique renforcé.

- Une approche proactive en matière de tarification avec une renégociation des contrats non bénéficiaires.

- Une politique de placement prudente et attentiste dans un marché volatil et un contexte en pleine mutation.

- La maîtrise des frais généraux, la modernisation et l'optimisation des processus ainsi que la digitalisation figurent, également parmi les orientations stratégiques de la compagnie.

- Dans le cadre de son plan de développement, l'assureur vise une baisse du ratio combiné non vie de 112,7% à 108% et un rendement des capitaux propres (ROE) supérieur à 7% à la fin

de l'exercice 2019 contre 5,6% actuellement.

- A la lumière des prévisions du management, nous tablons sur une croissance des revenus de 5% en 2019 à 376MDt. Le résultat net devrait, quant à lui, croître à un rythme de 22% pour atteindre 22,4MDt.

#### V- Comportement boursier & opinion de Tunisie Valeurs

- Sur le marché boursier, le titre fait du quasi-surplace depuis le début de l'année. Actuellement, l'action traite à 131,800Dt, correspondant à une capitalisation de 304MDt. Ce niveau de valorisation correspond à un multiple d'Actif Net Réévalué de 0,5x (contre 1,5x pour SALIM et 1,2x pour ASTREE).

- Compte tenu de la valorisation attrayante, de la solidité financière de la compagnie et de ses perspectives prometteuses, **nous réitérons notre opinion 'Acheter' sur le titre.**

#### Chiffres clés

En MDt	2015	2016	2017	2018	2019e
<b>Résultat technique non vie</b>	<b>48,3</b>	<b>3,2</b>	<b>-8,4</b>	<b>-0,7</b>	<b>7,0</b>
Variation	-	-93%	-	92%	-
<b>Résultat technique vie</b>	<b>3,8</b>	<b>-0,5</b>	<b>2,8</b>	<b>1,8</b>	<b>2,3</b>
Variation	-	-	-	-35%	28%
<b>Résultat Net de l'exercice</b>	<b>73,5</b>	<b>15,5</b>	<b>7,0</b>	<b>17,7</b>	<b>22,4</b>
Variation	-	-79%	-55%	152%	27%
<b>Résultat net de l'exercice retraité</b>	<b>19,3*</b>	<b>16,7**</b>	<b>7,7**</b>	<b>18,1**</b>	<b>22,4</b>
Variation	-	-13%	-54%	135%	27%

\* Le résultat net de 2015 est retraité de la plus value exceptionnelle réalisée sur la cession des titres SFBT.

\*\* Les résultats nets de 2016, 2017 et 2018 sont retraités de la contribution fiscale exceptionnelle au budget de l'État.  
Sources: Etats financiers et prévisions de Tunisie Valeurs

Rédigé le 30/06/2019

## SOTIPAPIER

### Promesses tenues!

#### Compte de résultat

En MDt	2015	2016	2017	2018	2019e
<b>Chiffre d'affaires</b>	<b>67,6</b>	<b>73,6</b>	<b>78,1</b>	<b>106,6</b>	<b>125,7</b>
<i>Variation</i>	<i>8%</i>	<i>9%</i>	<i>6%</i>	<i>36%</i>	<i>18%</i>
Dont Kraft	48,0	51,0	49,9	65,9	69,7
Dont TestLiner	17,5	20,9	28,4	40,9	56,1
<b>Marge Brute</b>	<b>20,0</b>	<b>21,7</b>	<b>25,2</b>	<b>37,0</b>	<b>44,0</b>
Taux de marge brute	29,6%	29,5%	32,3%	34,8%	35,0%
<b>EBITDA</b>	<b>12,4</b>	<b>13,8</b>	<b>15,8</b>	<b>25,0</b>	<b>28,7</b>
<i>Variation</i>	<i>22%</i>	<i>15%</i>	<i>11%</i>	<i>-14%</i>	<i>57%</i>
Marge d'EBITDA	18,4%	18,7%	20,2%	23,5%	22,8%
<b>Résultat net part du groupe retraité*</b>	<b>7,1</b>	<b>6,6</b>	<b>9,3</b>	<b>14,7</b>	<b>15,8</b>
<i>Variation</i>	<i>96%</i>	<i>-8%</i>	<i>41%</i>	<i>58%</i>	<i>7%</i>
Marge nette	10,6%	9,0%	11,9%	13,8%	12,5%

\* Retraité des éléments exceptionnels comme les plus ou moins values de cession d'actifs et la contribution exceptionnelle au budget de l'Etat  
Sources: Etats financiers et prévisions de Tunisie Valeurs

**Prix : 6,200 Dt  
Acheter (+)**

#### Actionnariat

Recall Holding:	34,4%
Value consulting:	28,8%
Public:	36,8%

#### Capitalisation boursière:

**173 MDt**

#### Ratios boursiers\*:

PER 2019e:	11,0x
VE/EBITDA 2019e:	6,2x
Yield 2019e:	5,3%
Performance 2019:	+39,5%

\* Données au 28/06/2019

#### I- Présentation de la SOTIPAPIER

SOTIPAPIER est un producteur d'envergure de papier, spécialisé dans deux lignes de métiers:

- Le papier Kraft, fabriqué à partir de pâte à papier totalement importée. Le principal débouché du papier Kraft est le secteur du ciment, dans un pays où l'essentiel de la production de ciment est vendue en sacs. La société détient une position dominante sur le marché national de papier Kraft avec une part de marché de 80%.

- Les papiers pour ondulé Test Liner et Cannelure, fabriqués à partir du vieux papier recyclé, et destinés aux cartonneries. Contrairement au Kraft, le marché du Test Liner est plus concurrentiel avec une forte présence étrangère (plus de la moitié du marché est servi par les importations) et une concurrence locale (le groupe Poulina, depuis 2011). Sur ce segment, la SOTIPAPIER, détient une part de marché de 30%.

Sur les deux dernières années, les efforts de développement de SOTIPAPIER se sont concentrés sur le métier de Test Liner dont les marges et les perspectives sont plus importantes que le Kraft. La vétusté de l'outil de production face au potentiel inexploité du marché a imposé de nouveaux investissements (d'extension de capacité de production) à partir de l'année 2017.

Tirant profit de ces investissements, le chiffre d'affaires Test Liner a commencé à rattraper celui du Kraft et est appelé à devenir le principal moteur de croissance sur les prochaines années.

#### II- Faits & éléments saillants de l'exercice 2018

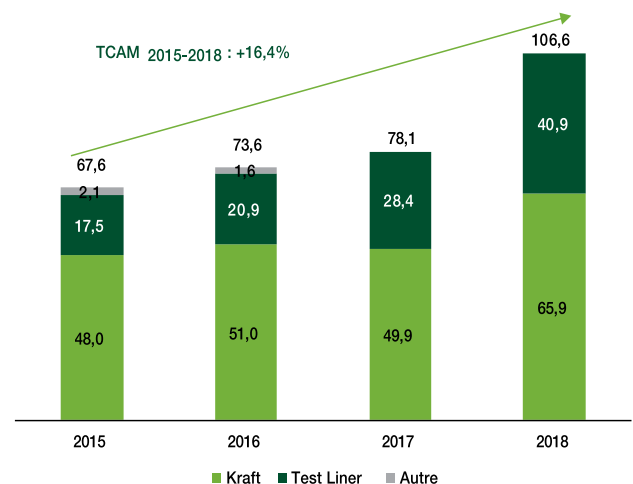
Les réalisations de 2018 ont été supérieures à nos attentes. SOTIPAPIER a affiché une accélération de sa croissance avec un bond de 36% de son chiffre d'affaires franchissant le cap de 100MDt. Cette performance est

d'autant plus louable qu'elle a concerné les deux lignes de métier du groupe (Kraft et Test Liner).

L'évolution des revenus a été portée principalement par:

**« SOTIPAPIER a engagé un vaste plan de développement axé sur la montée en capacité et en valeur sur la ligne Test Liner »**

#### Répartition du Chiffre d'Affaires du groupe

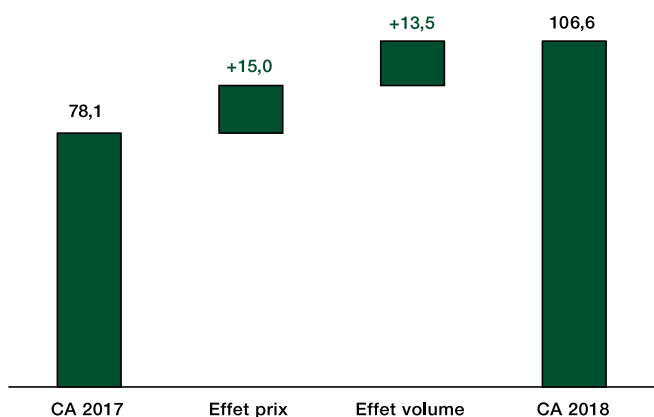




- 1) Un relèvement des prix de vente des deux types de papier.
- 2) Un effet volume positif: Les volumes de production ont augmenté de 15%, grâce à l'investissement opéré sur l'une des machines, qui a permis de produire simultanément du Test Liner et du papier Kraft. L'augmentation de la

capacité de production permettra de répondre au besoin du marché local et de prendre des parts de marché aux produits importés. Cette performance aurait pu être plus prononcée, s'il n'y avait pas eu l'arrêt de la production de l'usine (pendant 14 jours) à cause des inondations (survenue en

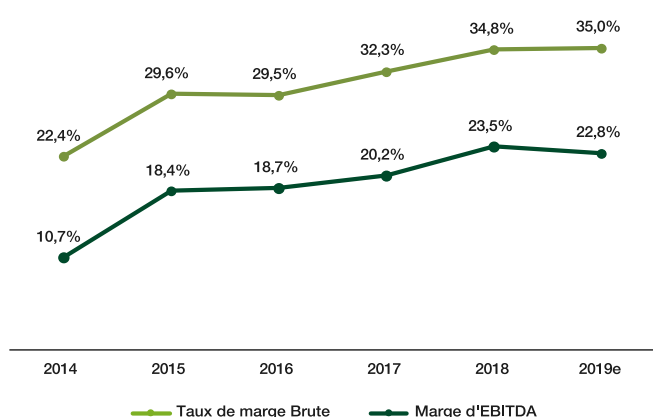
Effet Volume – Prix dans l'évolution des ventes (en MDT)



septembre 2018 dans la région de Nabeul où les locaux de la société sont localisés), et les dégâts qui en ont découlé, des stocks de produits finis et de matières consommables. Outre la bonne tenue des ventes, la société est parvenue à améliorer ses marges. Malgré le renchérissement des matières premières (la pâte à papier et le vieux papier), et l'exacerbation de la facture énergétique (augmentation de 34% des prix de gaz en 2018), SOTIPAPIER a réussi à améliorer

sa marge brute de 25 points de base à 34,8%. Cette embellie a émané d'un meilleur recentrage sur l'activité de Test Liner à plus fortes marges, et de l'augmentation des prix de vente. Les investissements engagés (de capacité et de mise à niveau), se sont rapidement ressentis sur la productivité. Nonobstant la hausse sensible des frais généraux (une progression de 27% à 12MDt en 2018), la marge d'EBITDA s'est hissée de 33 points de base à 23,5%.

Evolution de la marge brute et de la marge d'EBITDA



« L'optimisation de la productivité et de la qualité des produits se sont reflétées sur les marges du groupe »

Malgré la constatation d'une perte exceptionnelle (liée à l'endommagement des stocks à cause des inondations) portant sur un montant de 1,5MDt, SOTIPAPIER a enregistré une progression solide de son Bottom Line (+41% à 13,2MDt. Retraité des éléments exceptionnels, le résultat net aurait dépassé 14MDt. Sur le plan financier, l'amélioration de la rentabilité d'exploitation et l'opération d'augmentation de capital opérée en 2017 (une levée de 15MDt) ont permis de

financer substantiellement les investissements. La dette nette de SOTIPAPIER a atteint 39MDt en 2018. Rapportée au fonds propres, le Gearing du groupe s'élève à 59%, un niveau qui nous semble raisonnable et peu inquiétant puisque les cash flow futurs devraient restaurer la structure financière de la société.



# REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ETUDES ET RECHERCHES / SEPTEMBRE 2019

En MDt	2016	2017	2018
Cash Flow d'exploitation	7,2	9,6	8,5
Variation du BFR	2,5	2,7	9,7
Investissements	- 5,5	- 14,5	- 5,6
Free Cash Flow	4,2	- 2,2	12,6
Dette nette	34,4	25,0	39,2
Gearing	90%	43%	59%
ROE	19%	21%	23%
ROCE	16%	15%	22%

### III- Perspectives d'avenir & Prévisions 2019

■ SOTIPAPIER vient de finaliser un vaste plan de développement qui a porté principalement sur:

- La mise à niveau de l'outil de production et l'amélioration de la qualité des produits finis (la régularité de la qualité du papier Kraft),
- Le doublement de capacité et la montée en valeur dans la ligne de TestLiner (de 25 000 tonnes à 50 000 tonnes).

■ Soutenu par ces investissements, la stratégie du groupe sur la période à venir est de:

**1/** Consolider sa position de leader sur le segment du papier Kraft grâce aux efforts d'optimisation de la productivité et de la qualité des produits.

**2/** Monter en volume dans l'activité TestLiner et trouver de nouveaux gisements de croissance en se substituant aux produits d'importation. Le challenge de la société est d'accompagner cette croissance par l'innovation et l'élargissement du portefeuille clients.

■ L'année 2019 s'annonce sous de bons auspices, en témoigne les indicateurs d'activité au premier trimestre 2019 (une croissance du chiffre d'affaires de 49% à 35MDt).

■ Nous pensons que sur l'année pleine, SOTIPAPIER devrait afficher

une croissance vigoureuse des ventes (+18% à 125MDt) et une consolidation des marges et donc des résultats. Le résultat net du groupe pourrait atteindre 15,8MDt.

### IV- Comportement boursier & opinion de Tunisie Valeurs

■ Sur les deux dernières années, le titre SOTIPAPIER a connu un véritable rallye boursier, cumulant une performance de 80%.

■ Malgré son parcours, nous pensons que la valeur affiche encore des multiples intéressants. Actuellement la société est valorisée à 173MDt, soit un PER2019e de 11,0x et un VE/EBITDA2019e de 6,2x.

■ La société a entamé un nouveau cycle de croissance depuis le lancement du programme de développement, qui a été bien accueilli par le marché. Le timing de cet investissement a donné une nouvelle envergure à la société et lui permettra de gagner des parts de marché par rapport aux importations.

■ Certes, la SOTIPAPIER est sur un bon trend de croissance, mais elle reste tributaire:

- des efforts commerciaux, pour diversifier son portefeuille clients, qui demeurent une clé de développement de l'entreprise afin de grappiller des parts de marché,
- de la volatilité des prix de la

pâte à papier, sur les marchés internationaux, qui pèse pour ¾ des intrants, d'autant plus que la société exporte peu pour pouvoir se prémunir contre le risque de change et « sécuriser » ses marges contre une potentielle flambée.

■ **Nous passons à l'« Achat » sur le titre**, tout en restant attentifs quant aux facteurs de risques exposés ci-dessus.

**« L'exposition aux fluctuations des matières premières et la dépendance du marché local demeurent les deux carences de la SOTIPAPIER »**



# REVUE DE RECHERCHES

DÉPARTEMENT ETUDES ET RECHERCHES / SEPTEMBRE 2019

Stock Guide du Marché Principal													Recommandation	Acheter (+) Conservser avec perspective + (Cs+) Conservser (Cs) Alléger (-)
PER*				Dividende par Action			Rendement			Performance				
2017 (x)	2018e (x)	2019e (x)	P/B 2018e (x)	2017 Dt	2018e Dt	2019e Dt	2017 %	2018e %	2019e %	1 semaine	(%) début 2019	(%) début 2018	SECTEUR	
22,6	21,9	17,5	4,9	0,650	0,650	0,650	2,8%	3,3%	3,5%	+0,5%	+2,5%		Acro-alimentaire	
n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	+0,0%	-30,5%		SFBT	
n.s.	59,9	32,8	n.s.	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	+4,8%	+20,1%		ELBEN INDUSTRIE	
15,6	19,6	14,1	4,0	0,410	0,410	0,410	3,7%	3,7%	3,7%	-2,1%	-15,9%		SOPAT	
													DELICE HOLDING	
35,8	78,2	26,7	n.s.	0,700	0,400	0,400	2,2%	1,2%	1,2%	+1,7%	-14,4%		Distribution	
n.s.	n.s.	n.s.	5,8	0,200	0,000	0,000	2,0%	0,0%	0,0%	-1,2%	-19,2%		MAGASIN GENERAL	
n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-5,5%	-4,2%		MONOPRIX	
17,0	26,7	21,6	2,3	0,150	0,100	0,100	3,9%	2,6%	2,6%	-2,6%	-15,5%		Pharmaceutique	
25,9	17,6	17,0	3,9	0,235	0,345	0,345	2,3%	3,4%	3,4%	-1,0%	+26,1%		SIPHAT	
													ADAWA	
13,7	10,2	12,1	2,5	4,100	4,500	4,500	5,0%	5,6%	5,6%	-0,0%	-0,6%		UNIMED	
n.s.	n.s.	n.s.	5,1	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	+0,0%	-19,8%		Chimie	
27,6	20,9	8,8	4,5	4,000	9,000	10,000	2,0%	4,6%	5,1%	-0,5%	+14,5%		AIR LIQUIDE	
													ALKIMIA	
													ICF	
9,2	10,3	9,6	1,7	0,350	0,350	0,370	4,9%	4,9%	5,2%	-1,4%	-4,0%		Composants Automobile	
n.s.	n.s.	14,2	0,9	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-2,9%	-4,0%		ASSAD	
n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	+9,0%	-9,2%		GIF	
													STIP	
6,1	7,0	7,6	1,5	0,615	0,530	0,580	10,8%	9,3%	10,2%	+0,5%	-0,8%		Distribution Automobile	
12,0	15,3	17,5	3,0	0,650	0,580	0,550	5,4%	4,9%	4,6%	+0,0%	+3,1%		ARTES	
9,1	9,4	11,1	4,1	0,920	0,950	0,900	9,2%	9,5%	9,0%	-0,5%	-3,9%		ENNAKL	
68,3	39,8	41,5	0,6	0,150	0,150	0,150	12,4%	12,4%	12,4%	+1,7%	-35,3%		City Cars	
													UADH	
5,0	15,7	11,1	0,3	0,240	0,070	0,100	12,1%	3,5%	5,1%	+0,0%	-19,6%		Immobilier	
36,0	n.s.	30,2	0,5	1,250	0,000	0,800	3,8%	0,0%	2,4%	+0,0%	+6,2%		ESSOUKNA	
n.s.	n.s.	n.s.	1,0	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	+0,0%	-20,2%		SIMPAR	
													SITS	
n.s.	n.s.	n.s.	1,1	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-3,7%	-49,3%		Industrie	
25,9	15,4	12,9	4,7	0,260	0,300	0,300	2,4%	3,0%	3,0%	+3,5%	+16,7%		CIMENTS DE BIZERTE	
12,2	7,0	8,2	0,6	0,075	0,000	0,000	7,6%	0,0%	0,0%	-1,0%	-5,7%		SOTUVER	
16,1	12,4	11,2	2,6	0,230	0,240	0,250	4,7%	4,9%	5,1%	+0,6%	+8,4%		SOMOCER	
8,6	15,8	12,4	4,3	1,500	1,200	1,200	9,1%	7,3%	8,0%	-4,0%	-3,7%		TPR	
31,3	33,8	19,3	3,5	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-0,1%	+3,5%		Euro-Cycles	
14,5	12,9	9,9	1,3	0,180	0,200	0,200	3,0%	3,5%	3,5%	-1,7%	+73,4%		LLAS	
20,7	14,8	12,2	3,5	0,245	0,330	0,330	3,6%	4,8%	4,8%	+4,8%	+64,5%		MPBS	
13,6	7,1	5,8	1,9	0,260	0,300	0,300	6,7%	7,7%	7,7%	+2,4%	+0,5%		SOTIPAPIER	
													SAM	
30,3	21,8	19,5	2,8	0,335	0,335	0,335	2,7%	2,7%	2,7%	-1,2%	+0,3%		Holding	
19,1	14,0	12,3	2,8	0,300	0,330	0,330	2,0%	2,2%	2,2%	-1,6%	-4,2%		PQH	
													OTH	
n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-5,6%	-37,7%		Divers	
18,1	16,0	10,9	1,7	0,100	0,150	0,150	3,2%	4,8%	4,8%	+5,8%	+28,7%		ELECTROSTAR	
10,7	9,8	20,4	1,0	0,000	0,100	0,100	0,0%	1,7%	1,7%	-3,8%	+3,8%		SIAME	
9,0	7,8	6,5	1,5	0,800	0,950	0,950	5,8%	7,1%	7,1%	+2,7%	-12,7%		SOTETEL	
10,3	9,3	8,5	1,4	0,100	0,110	0,110	4,5%	4,9%	4,9%	-2,6%	+3,5%		SOTRAPIL	
n.s.	12,2	11,6	0,4	0,100	0,000	0,000	0,0%	0,0%	2,3%	-13,9%	-27,1%		SOTUMAG	
23,2	11,3	11,1	4,2	0,500	0,700	0,800	5,1%	7,2%	8,2%	-2,8%	+10,2%		STEQ	
n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-2,8%	+10,2%		TELNET Holding	
n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-3,1%	-19,2%		TUNISAIR	
16,4	12,6	11,5	4,2	1,040	1,800	1,460	3,2%	11,0%	4,4%	-0,9%	+43,3%		CELLCOOM	
													Tunisie Valeurs	
6,5	5,6	6,1	0,8	1,250	1,350	1,350	4,5%	4,8%	4,8%	+0,1%	+5,5%		Bancaire	
15,3	54,9	n.s.	0,9	0,230	0,070	0,070	4,7%	1,4%	1,4%	-0,4%	+35,9%		AMEN BANK	
4,9	3,8	3,2	0,7	0,600	0,600	0,600	4,9%	4,9%	4,9%	-0,5%	-0,5%		ATB	
9,1	7,4	6,8	1,7	4,250	5,000	5,000	3,6%	4,2%	4,2%	+1,8%	+2,9%		BH	
7,6	5,5	4,0	0,7	0,000	0,000	0,500	0,0%	0,0%	2,2%	-0,5%	-9,3%		BIAT	
10,0	8,8	8,5	2,5	1,200	2,200	2,200	3,4%	6,4%	6,4%	+1,2%	-10,7%		BNA	
13,0	15,0	13,5	2,4	0,400	0,250	0,300	4,0%	3,1%	3,8%	+8,3%	+3,3%		ATTUARI BANK	
38,1	44,4	17,6	0,3	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-2,1%	-20,6%		BT	
n.s.	n.s.	27,4	1,1	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	+3,5%	-8,6%		BTE (ADP) <sup>(3)</sup>	
26,7	7,0	6,7	0,7	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-0,2%	+12,0%		WIFACK INTERNATIONAL BANK	
13,0	10,5	10,5	1,6	1,000	1,200	1,200	3,6%	4,3%	4,3%	-9,8%	+26,2%		STB	
8,6	6,9	6,1	1,5	0,650	0,700	0,700	2,8%	3,0%	3,0%	-0,6%	+0,4%		UBCI	
													UIB	
4,7	5,6	3,7	0,7	0,250	0,200	0,200	11,7%	9,3%	9,3%	-0,6%	-30,9%		Leasing	
6,5	6,3	6,2	1,0	0,900	1,000	0,900	5,7%	6,3%	5,7%	-0,6%	+10,2%		ATL	
5,2	6,1	4,1	0,7	1,400	1,200	1,200	10,9%	9,4%	9,4%	-2,9%	-15,6%		CIL	
7,5	21,4	7,5	0,5	1,000	0,650	1,000	9,5%	7,1%	10,9%	-2,2%	-33,3%		ATTUARI LEASING	
3,5	n.s.	2,6	0,3	0,250	0,000	0,000	15,2%	0,0%	0,0%	+0,0%	-48,6%		TUNISIE LEASING & FACTORING	
5,7	22,4	4,7	0,7	0,500	0,300	0,350	7,7%	4,6%	5,4%	+0,0%	-10,9%		Modern Leasing	
7,3	8,4	5,8	0,8	0,120	0,130	0,130	6,5%	7,0%	7,0%	+0,0%	+7,8%		Hannibal Lease	
													Best Lease	
15,6	14,1	14,5	2,2	1,600	1,800	1,800	3,9%	4,3%	4,3%	-14,6%	+17,1%		Assurances	
11,2	8,9	8,9	1,3	1,000	0,000	1,000	3,7%	0,0%	3,7%	+0,0%	-19,2%		ASTREE	
38,7	16,9	15,1	0,9	1,220	3,075	3,075	0,9%	2,4%	2,4%	-3,0%	-1,9%		SALIM	
11,5	8,8	5,3	0,8	0,500	0,550	0,550	6,7%	7,3%	7,3%	-2,7%	+0,5%		STAR	
													TUNIS RE	
21,5	16,5	15,0	3,0	2,000	2,200	2,000	4,8%	5,2%	4,8%	+0,0%	-4,1%		Sociétés d'Investissement	
19,4	12,1	11,5	1,1	0,500	0,500	0,500	9,1%	9,1%	9,1%	-4,3%	-4,1%		PLACEMENTS DE TUNISIE	
13,9	10,0	9,1	5,0	0,550	0,600	0,550	6,3%	6,9%	6,3%	-4,7%	-7,3%		TUNINVEST <sup>(4)</sup>	
													SPDIT	
2017 (x)	2018e (x)	2019e (x)	P/B 2018e (x)	Rendement Sectoriel			Performance Sectorielle			SECTEUR				
9,6	7,9	6,8					2017 (%)	2018e (%)	2019e (%)	1 semaine (%)	début 2019 (%)	début 2018 (%)		
21,3	21,7	17,1					3,2%	3,5%	3,8%	+1,4%	+10,7%	+17,0%	Bancaire	
22,4	16,9	9,4					2,8%	3,3%	3,5%	+0,2%	-3,3%	+33,5%	Acro-alimentaire	
23,4	19,0	17,8					3,9%	4,3%	4,6%	-0,4%	+6,2%	+130,6%	Chimie	
20,7	18,4	14,1					2,6%	3,2%	3,2%	-1,4%	+11,4%	+13,8%	Pharmaceutique	
14,7	10,6	9,7					2,4%	2,4%	2,5%	+2,2%	-2,3%	-2,8%	Industrie	
35,8	78,2	26,7					6,2%	6,7%	6,2%	-4,1%	+25,5%	+50,7%	Sociétés d'Investissement	
6,1	9,0	5,2					2,1%	0,9%	0,9%	+0,8%	-9,2%	-21,1%	Distribution	
17,8	12,7	10,5					8,6%	6,9%	7,8%	-6,8%	-18,9%	-19,1%	Leasing	
9,2	10,3	9,1					1,1	1,6	4,1%	-6,8%	-0,3%	+15,5%	Assurances	
9,4	10,8	12,1					0,5	2,0	4,8%	-1,0%	-11,0%	-23,8%	Composants Automobile	
15,4	15,7	22,0					8,1%	7,4%	7,5%	+0,2%	-4,0%	-5,9%	Distribution Automobile	
26,2	18,9	16,9					3,7%	0,5%	2,0%	+0,0%	-8,9%	-31,7%	Immobilier	
							2,5%	2,6%	2,6%	-1,3%	-1,9%	+18,6%	Holding	
2017	2018e	2019e	P/B marché 2018e	Rendement en dividende du marché			MARCHÉ PRINCIPAL							
13,3	11,5	9,8	1,8	2017	2018e	2019e	3,2%	3,2%	3,7%					

(3) Hormis STIP

(4) Nous nous abstenons d'émettre une recommandation sur la valeur





## Lexique

<b>ANR</b>	Actif net réévalué.	<b>PER ou P/E</b>	Cours / BPA. Il signifie le nombre d'années de bénéfices que l'acquéreur est prêt à déboursier pour acquérir une société.
<b>BPA</b>	Bénéfice par action.	<b>P/E du marché ou sectoriel</b>	Au numérateur la capitalisation boursière du marché ou du secteur (hors sociétés déficitaires) et au dénominateur la somme des bénéfices de l'année de référence.
<b>Capitalisation Boursière</b>	Nombre de titres d'une entreprise multiplié par le cours de bourse.	<b>PNB</b>	Produit net bancaire.
<b>Cash Flow ou CF</b>	Résultat net + dotations aux amortissements et aux provisions.	<b>Dividend Yield</b>	Le rapport du dividende ajusté au cours, de l'action exprimé en pourcentage.
<b>DPA</b>	Dividende par action.	<b>Recommandation ou Opinion</b>	Nos opinions sont résumées par une recommandation. La principale composante reflète l'appréciation que nous portons sur les qualités fondamentales des sociétés et en deuxième lieu leurs ratios de valorisation. Cette note doit donc être comprise comme un jugement à moyen terme et est représentée par : (+) Acheter ; (Cs) Conserver ; (Cs+) Conserver avec perspectives positives, (-) Alléger.
<b>Dette nette</b>	Le solde des dettes financières d'une part et des placements financiers et de la trésorerie d'autre part.	<b>Résultat net part du Groupe (RNPG)</b>	Correspond au résultat net consolidé (ce que l'ensemble des sociétés du Groupe a dégagé comme résultat) duquel est déduite la partie qui appartient aux actionnaires tiers des filiales dont le groupe ne détient pas la totalité du capital.
<b>EBE</b>	Excédent brut d'exploitation. C'est le résultat d'exploitation avant amortissements et provisions.	<b>ROE (Return On Equity)</b>	Résultat de l'exercice N divisé par la moyenne des fonds propres avant résultat de l'année N et les fonds propres après répartition de l'année N-1.
<b>EBIT</b>	Résultat avant charges financières et Impôt.	<b>ROCE</b>	Retour sur capitaux mis en œuvre pour l'exploitation. Résultat d'exploitation net d'impôt / (Immo. Nettes + BFR).
<b>EBITDA</b>	Earnings Before Interest, Taxes Depreciation and Amortization. C'est l'équivalent de l'EBE.	<b>Split</b>	Division de la valeur nominale de l'action.
<b>Flottant</b>	Pourcentage de la capitalisation détenu par le public.	<b>Stockpicking</b>	Technique de sélection de valeurs pour se constituer un portefeuille.
<b>Gearing</b>	Dette financière nette rapportée aux fonds propres, et exprimée en pourcentage. Ce ratio n'est calculé que lorsque les fonds propres sont positifs. Un Gearing négatif indique une trésorerie nette positive.	<b>VE (Valeur d'entreprise)</b>	Capitalisation boursière + dette nette.
<b>Goodwill (écart d'acquisition, survaleur)</b>	Lorsque qu'une société prend le contrôle d'une autre, elle paie en général un prix supérieur à la valeur des capitaux propres. Le Goodwill est l'écart entre le prix payé et les capitaux propres de la société rachetée.		
<b>IPO</b>	Initial Public Offering (Introduction en bourse).		
<b>NPL</b>	Non Performing Loans ou créances classées, appellations qui désignent les créances douteuses des banques ou des sociétés de leasing.		
<b>Pay-out</b>	Montant distribué sur résultat net, exprimé en pourcentage.		
<b>P/ANR</b>	Capitalisation Boursière/ Actif Net Réévalué.		
<b>P/B (Price to Book)</b>	Capitalisation Boursière / Fonds propres.		



# Tunisie Valeurs

BIEN PLACÉE POUR MIEUX PLACER

membre d' **INTEGRA**  
PARTNERS

INTERMÉDIAIRE EN BOURSE - GESTIONNAIRE D'ACTIFS - SPÉCIALISTE EN VALEURS DU TRÉSOR - LISTING SPONSOR  
DÉPARTEMENT ÉTUDES & RECHERCHE : (216) 71 189 600 - recherche@tunisievaleurs.com



Siège social - Centre Urbain Nord