

Compte de résultat

En MDt	2016	2017	2018	2019	2020	2021p
Créances sur la clientèle	7 372	8 748	9 322	10 447	11 925	12 461
<i>Progression</i>	-	19%	7%	12%	14%	4%
Dépôts clientèle	7 026	7 634	7 800	8 537	8 778	9 085
<i>Progression</i>	-	9%	2%	9%	3%	4%
PNB	378,8	444,3	553,8	654,3	689,9	740,9
<i>Progression</i>	-	17%	25%	18%	5%	7%
Dotations aux provisions sur les créances	110	81	83	129	221	230
<i>Coefficient d'exploitation</i>	53%	50%	48%	44%	42%	42%
Résultat net publié	140,0	198,6	175,5	123,4	102,3	131,0
<i>Progression</i>	-	42%	-12%	-30%	-17%	28%
Plus value sur cession des titres SFBT	96,1	95,9	33,3	12,7	-	-
Autres éléments exceptionnels*	3,8	4,4	4,0	79,8	15,8	3,8
Résultat net retraité**	47,6	107,2	146,2	190,6	118,9	134,8
<i>Progression</i>	-	125%	36%	30%	-38%	13%
Résultat net part du groupe publié	149,0	195,0	166,0	131,0	107,6	135,8
<i>Progression</i>	-	31%	-15%	-21%	-18%	26%
Résultat net part du groupe retraité**	56,7	103,7	132,7	199,9	123,4	139,6
<i>Progression</i>	-	83%	28%	51%	-38%	13%

* En 2020 et sur la période 2016-2018, ce montant représente la contribution fiscale exceptionnelle au budget de l'Etat et les dons au fonds 1818 pour la lutte contre le Coronavirus. En 2019, ce montant représente la contrepartie comptable du remboursement des dotations de l'Etat. La souscription de l'Etat, en 2019, à l'augmentation de capital par conversion des créances en capital pour un montant de 171MDt a donné lieu à la naissance d'un passif financiers envers l'Etat et la constatation d'une charge exceptionnelle pour 79,8MDt, se rattachant à l'exercice 2019.

** Retraité des plus values de cession et des autres éléments exceptionnels susmentionnés.

♦ **Première banque du secteur public, la BNA a affiché en 2020 un bilan mitigé. Alors que l'activité d'exploitation a maintenu le cap sur la croissance, la rentabilité a subi les contrecoups de la crise de la Covid-19 en raison de la flambée du coût du risque. L'exercice 2020 s'est finalement bouclé avec une baisse du résultat net part du groupe de 17,9% à 107,6MDt.**

♦ **La consolidation de la capacité bénéficiaire et la recapitalisation réussie de l'année 2019 ont significativement renforcé l'assise financière de la banque. La BNA jouit aujourd'hui de niveaux de solvabilité presque inégalés sur le marché, qui correspondent quasiment au double des minima réglementaires. Mais la BNA affiche deux carences de taille dans ses comptes: une qualité du portefeuille encore fragile et des niveaux de liquidité inférieurs à la concurrence.**

♦ **Sur le papier, la valorisation de la banque est intéressante. Mais, la fragilité de la qualité du portefeuille et la conjoncture boursière actuelle marquée par la crise de la Covid-19 ne devraient pas favoriser un retour rapide des investisseurs sur le titre. Nous recommandons de conserver la valeur.**

Prix : 7,970 Dt

Conserver

Actionnariat

Etat tunisien:	35,3%
Sociétés publiques & parapubliques:	22,3%
Actionnaires privées tunisiens:	36,2%
Actionnaires étrangers:	6,2%

Capitalisation boursière: 510MDt

Ratios boursiers*:

PER 2021e:	3,6x
P/B 2020:	0,3x
Yield 2020e:	15,4%
Performance 2021:	-9,8%
ROE 2020:	7,4%

* Données au 18 Mai 2021.

Positionnement de la BNA dans le secteur bancaire coté (2020)

- ♦ **Dépôts:** 2^{ème} avec une part de marché de 12,1%
- ♦ **Crédits:** 1^{ère} avec une part de marché de 16,2%
- ♦ **PNB:** 2^{ème} avec une part de marché de 13,8%

I- Faits & éléments saillants au 31 Décembre 2020

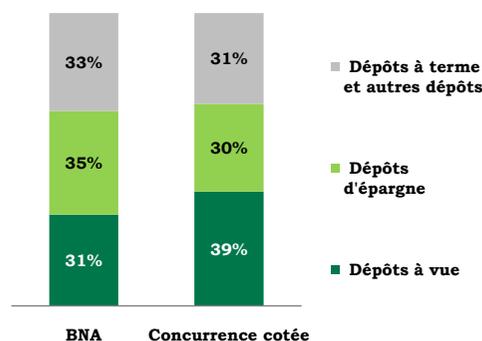
▪ Après une année 2019 « riche en collecte », la BNA a nettement réduit la cadence au niveau de la croissance de ses dépôts. L'encours des dépôts de la banque publique a cru de 2,8% à 8,8 milliards de dinars. Cette performance est redevable à la dynamique remarquable des dépôts à vue (+21,8% à 2,7 milliards de dinars) et à la bonne tenue des dépôts d'épargne (+9,4% à 3,1 milliards de dinars). L'importante décollecte subie sur les dépôts à terme (-15% à 2,9 milliards de dinars) trouve son origine dans les mesures fiscales prises par le Gouvernement ciblant les dépôts à terme (hausse du taux de retenue à la source libératoire de 20% à 35% sur lesdits dépôts) et à la politique de désengagement des ressources chères que la banque semble adopter à partir de 2020.

▪ L'orientation accrue vers les dépôts à vue (augmentation de la contribution des dépôts à vue dans les ressources de 4,9 points de taux à 31,2% à fin 2020) et le contexte baissier des taux ont valu à la BNA de réduire son coût apparent des ressources de 0,4 point de pourcentage à 6%, selon nos estimations. Nonobstant, il demeure parmi les niveaux les plus élevés du secteur bancaire coté (un coût des ressources apparent moyen de 4,5% pour la concurrence cotée, selon nos estimations).

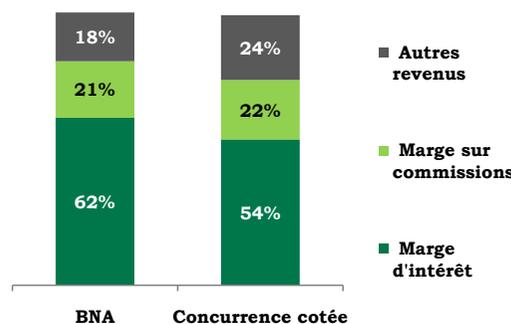
▪ Favorisée par la levée de fonds propres opérée durant l'été 2019 (168MDt), l'activité du crédit continue à avoir le vent en poupe. Le volume des engagements de la banque étatique s'est engraisé de 14,2%, effleurant 12 milliards de dinars. Cette performance a valu à la BNA de se maintenir en

tête des pourvoyeurs de crédits en Tunisie avec une part de marché de 16,2% dans le secteur bancaire coté.

Structure des dépôts de la BNA Vs concurrence cotée (2020)



Structure du PNB de la BNA Vs concurrence cotée (2020)



▪ La politique de conquête des parts de marché sur le front des crédits n'a pas été sans impacts sur le ratio de transformation global* de la banque. **Ce dernier a signé une avancée de 12,4 points de pourcentage à 126,4%, soit le niveau le plus élevé à l'échelle du secteur bancaire coté.**

▪ En 2020, le PNB de la banque a affiché une résistance salubre au contexte baissier des taux, au ralentissement de l'activité économique et aux mesures de tarification édictées par la BCT, visant à soulager les entreprises et les ménages des effets de la crise de la Covid-19 (selon la circulaire n° 2020-05). Les revenus de la BNA ont enregistré une croissance de 5,4% à 689,9MDt. La progression du PNB de la banque a été substantiellement alimentée par la marge d'intérêt (+4,9% à 426,1MDt) et par les commissions (+15% à 141,9MDt). Les autres revenus (les produits de placement et les gains de change) ont, quant à eux, affiché une baisse de 2,1% à 122MDt.

▪ Dans la continuité des dernières années, la BNA a affiché une amélioration de sa productivité en 2020. La politique d'optimisation des charges (quasi-stagnation des frais généraux à 289,2MDt) couplée à la bonne résistance du PNB ont permis à la banque d'améliorer son coefficient d'exploitation de 2,4 points de pourcentage à 41,9%. La BNA figure, ainsi, dans le Top 5 des banques les plus productives du secteur en termes de coefficient d'exploitation.

▪ Si la banque a rattrapé son retard par rapport à la concurrence au niveau du coefficient d'exploitation, il lui reste encore du chemin à parcourir au niveau du ratio de couverture de la masse salariale par les commissions. Ce ratio a beau augmenter de 11,5 points de pourcentage à 69,4% sur l'année, il demeure inférieur aux standards du secteur coté (une moyenne sectorielle de 74,6%, en 2020).

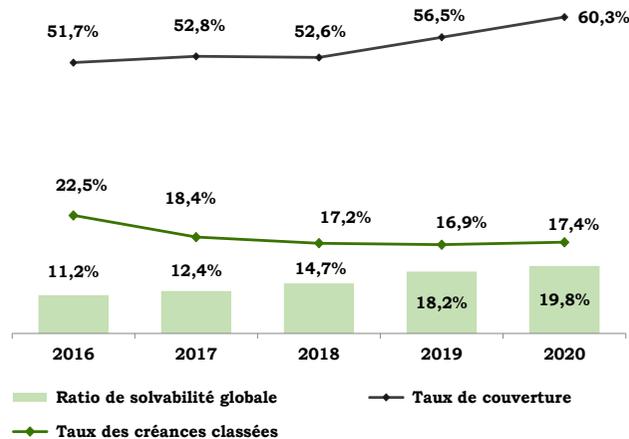
* Le ratio de transformation global Crédits/ (Dépôts + ressources spéciales) nous sert de benchmark pour suivre l'évolution du ratio de transformation réglementaire imposé depuis le dernier trimestre de 2018 et dont la limite a été fixée à 120% jusqu'en 2020.

▪ Ce qui nous interpelle le plus dans les comptes de 2020, c'est la stagnation de la qualité du portefeuille. Avec un taux de créances classées de 17,4% et un taux de couverture de 60,3%, la qualité d'actifs de la BNA reste fragile. L'effet de dilution créé par les nouveaux crédits sains produits sur les dernières années (2,7 milliards de dinars distribués sur la période 2018-2020) a été limité et l'effort de provisionnement déployé reste en deçà des attentes. Il découle de ce qui précède, que la BNA devrait davantage sacrifier ses bénéfices dans les prochaines années pour améliorer son taux de couverture. **Toutes choses étant égales par ailleurs et tenant compte d'un stock de créances classées de 2,6 milliards de dinars (soit le plus élevé du secteur coté), il faudrait au moins deux années de bénéfices à zéro pour atteindre un taux de provisionnement de 70%.**

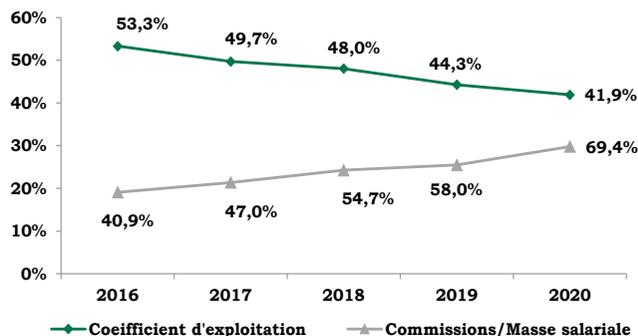
▪ La hausse notable du coût du risque a été l'évènement majeur de l'année 2020. L'enveloppe des dotations aux provisions sur les créances s'est envolée de 71,7% à 220,7MDt. Ce constat est en lien avec l'impact de l'entrée en vigueur de la nouvelle circulaire 2021-01 relative aux provisions collectives, soit un effort additionnel de 46,5MDt, ainsi qu'une aggravation anticipée des impayées et des entrées en défaut impactée par la crise sanitaire de la Covid-19 (des provisions individuelles de 151,8MDt).

▪ A l'instar de la majorité des banques cotées, 2020 a marqué une rupture de croissance pour la BNA au niveau de la rentabilité nette. Retraité des dons au fonds 1818 pour la lutte contre le Coronavirus (une surcharge de 11,4MDt) et de la contribution

Evolution des ratios prudentiels



Evolution des ratios de productivité



exceptionnelle au budget de l'Etat (une charge de 4,4MDt), le résultat net ressort à 118,9MDt, soit un décrochage de 37,6%, par rapport à 2019. A noter que cette performance s'inscrit en décalage de 47,7% par rapport aux business plan publié en marge de la recapitalisation de 2019.

▪ Au niveau consolidé, avant éléments exceptionnels, le résultat net part du groupe s'est monté à 123,4MDt, soit une régression de 38,3% par rapport à 2019. Avec un ROE de 7,4%, la BNA se maintient dans le milieu du tableau du secteur

coté en termes de rentabilité financière.

▪ L'augmentation de capital opérée avec succès en 2019 (pour un montant de 338MDt dont une levée de 168MDt) et le renforcement de la capacité bénéficiaire ont sensiblement consolidé la solvabilité de la banque en 2020. **Les ratios de solvabilité globale et Tier 1 ressortent respectivement à 19,8% et à 15,4%, soit des niveaux historiquement élevés pour la banque, qui correspondent approximativement au double de l'exigence réglementaire.** La BNA dispose, ainsi, d'une bonne marge de manœuvre pour revigorer sa croissance et repartir à la quête des parts de marché dans les prochaines années.

▪ Vu les niveaux de solvabilité confortables de la BNA et conformément à la note de la BCT aux banques et aux établissements financiers du 19 Mars 2021*, nous pensons que la banque est bien outillée pour distribuer un dividende de 1,230Dt par action au titre des bénéfices cumulés des exercices 2019 et 2020, soit un rendement exceptionnel de 15,4%. A noter que la banque n'a pas encore tenu son assemblée générale ordinaire ni annoncé le montant du dividende par action qui sera proposé à l'assemblée.

II- Perspectives d'avenir et prévisions

▪ Dans les prochaines années, le management compte poursuivre son plan de restructuration impliquant des efforts d'investissement conséquents dans les moyens matériels et humains.

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

- Les investissements concernent essentiellement l'extension du réseau (5 ouvertures par an), le relooking des anciennes agences (une enveloppe de 74MDt) dans les cinq prochaines années et la mise en place d'un niveau ERP Global Banking sur une période de cinq ans (pour un coût global de 52MDt).

- En 2021, la BNA évoluera dans un environnement très vraisemblablement similaire à 2020. Assèchement des liquidités, contexte baissier des taux, investissement en berne et hausse des risques d'impayés, tels sont les défis auxquels doit faire face la banque publique.

- Malgré l'énormité des défis à relever, nous pensons que 2021 sera l'année de la reprise pour la BNA. Nous tablons sur une croissance du PNB de 7,4% à 740,9MDt. Dans le cadre d'un scénario pessimiste où le coût du risque sera maintenu à des niveaux élevés (à 230MDt contre 221MDt en 2019), nous pensons que la banque devrait dégager une croissance de son résultat net part du groupe de 13,1% à 139,6MDt, en 2021.

III- Parcours boursier et opinion de Tunisie Valeurs

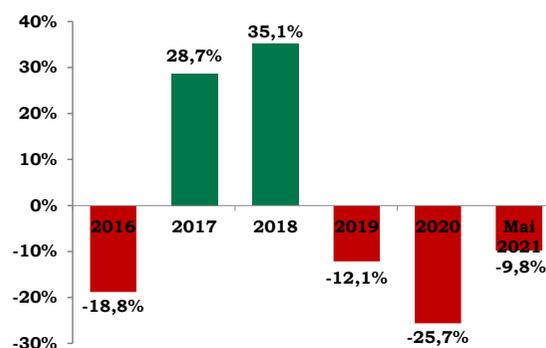
- Le titre BNA a connu depuis le début de l'année un parcours boursier difficile. Le changement managérial qu'a affiché la banque avec le départ à la retraite de l'ancien Directeur Général*, le retard dans la publication des états financiers de 2020 et la dégradation pressentie de la rentabilité sur fond de crise sanitaire ont jeté un froid sur le comportement du titre en bourse.

- Avec une capitalisation de 510MDt, la BNA affiche une valorisation basse compte tenu des

plus values latentes sur son portefeuille de participations cotées et non cotées (d'une valeur aux livres nette de 184,7MDt). Présentement, le titre se négocie à 3,6x ses bénéfices et 0,3x ses fonds propres estimés pour 2021.

- Sur le papier, la valorisation de la banque est intéressante. Mais, la fragilité de la qualité du portefeuille et la conjoncture boursière actuelle marquée par la crise de la Covid-19 ne devraient pas favoriser un retour rapide des investisseurs sur le titre. **Nous recommandons de conserver la valeur.**

Performances boursières de l'action BNA



* Départ à la retraite de M. Habib BELHAJ GOUIDER en octobre 2020 et son remplacement par M. Mondher LAKHAL.