

LE BANCAIRE TUNISIEN... « A CONTRARIAN INVESTMENT »



Dans un contexte de globalisation des marchés, le système bancaire tunisien est en pleine restructuration et il est appelé à être de plus en plus transnational.

Investment Highlights

Analyse Top-Down

- ✦ Un financement prépondérant de l'économie tunisienne par le secteur bancaire à l'instar de la plupart des pays émergents. Chiffres à l'appui, les crédits octroyés représentent 63% du PIB, sachant que ce taux a atteint 70% au Maroc. (Sources: les banques centrales)
- ✦ Une qualité d'actif et une couverture des créances accrochées en nettes progressions mais qui restent en dessous des standards internationaux.
- ✦ Une arrivée imminente de géants internationaux de la profession bancaire, avec l'élimination des barrières à l'entrée; le besoin de se conformer aux normes internationales se fait ainsi des plus pressants.
- ✦ Une forte dépendance envers les secteurs du tourisme et de l'immobilier.
- ✦ Un potentiel de croissance sur le marché local jugé modeste. Nous estimons que l'issue logique sera de s'orienter vers un processus de regroupements et de fusions, non pas pour générer des gains en rentabilité et des économies d'échelles mais plutôt pour se doter d'un poids permettant l'accès à des marchés africains à forte croissance, donnant ainsi un souffle additionnel au système bancaire tunisien, à l'instar de l'expérience marocaine.
- ✦ Un bon positionnement au niveau régional : le secteur bancaire tunisien se trouve être un des meilleurs parmi ses homologues au niveau régional (nord-africain et maghrébin). Il présente, toutefois, un certain retard par rapport au secteur marocain, vu que les restructurations au Maroc ont été engagées bien avant.
- ✦ Un intérêt remarquable des investisseurs étrangers à ce secteur en dépit des EVA négatives affichées par les banques étudiées (à l'exception de la BH). Il relève ainsi de la vision stratégique qu'ils portent sur le système bancaire tunisien (consolidation, concept de bancassurance, expansion régionale, etc)
- ✦ Un accroissement considérable du PNB au niveau sectoriel, confirmé par le développement des produits et l'expansion de l'activité de crédit. Côté rentabilité, une régression est affichée en raison des efforts énormes fournis en matière de provisionnement, de modernisation des systèmes d'information et d'expansion des réseaux d'agences.

Evaluation

- ✦ L'analyse des banques couvertes par cette étude, en relation avec l'environnement dans lequel elles évoluent a permis d'identifier trois catégories de valeurs :
 - Des valeurs à multiples élevés (primes de qualité) qui sont caractérisées par de bons fondamentaux : un portefeuille sain, une bonne gestion des risques et un niveau adéquat de provisionnement.
 - Des valeurs présentant des fondamentaux de qualité, certes moindres, mais satisfaisante et en nette amélioration. Il s'agit de banques à fort potentiel de croissance, mais qui se vendent également cher sur le marché (primes de restructuration/ fusion).
 - Des valeurs à multiples nettement inférieurs à la moyenne sectorielle mais qui présentent les moins bons fondamentaux et qui sont loin de respecter les ratios prudentiels. Néanmoins, leurs fondamentaux étant en amélioration, ces banques bénéficient d'un potentiel de restructuration considérable qui n'est pas incorporé dans leurs prix actuels.
- ✦ L'investissement dans le secteur bancaire tunisien s'avère intéressant vu le potentiel qui lui sera offert suite à une refonte de son paysage par des opérations de fusions.
- ✦ Dans un contexte caractérisé par un manque de visibilité, il relève de l'absurdité de miser sur une valeur bien précise. Il convient, alors, de détenir un portefeuille diversifié couvrant les différentes catégories de titres de manière à « garantir » un niveau minimum de rentabilité quelque soit l'état de la conjoncture.

Avant propos

A l'instar de la plupart des pays émergents, la Tunisie reste encore une économie d'endettement dont le système bancaire constitue une variable majeure dans l'équation de la croissance, il représente un baromètre de l'état de santé de toute l'économie. Chiffre à l'appui, les crédits octroyés représentent 63% du PIB.

Sujet à de profondes mutations, le système bancaire tunisien illustre les choix stratégiques de la Tunisie. Ces transformations ont été réalisées aussi bien sur le plan organisationnel que sur le plan des activités à travers les phénomènes de déréglementation, de désintermédiation et de décloisonnement.

Nous proposons dans cette étude d'effectuer un diagnostic du secteur bancaire tunisien afin de repérer les opportunités d'investissement qu'il présente et les risques y afférents.

Le présent rapport s'articulera de la manière suivante : dans un premier temps et afin de mieux comprendre la situation actuelle du secteur bancaire tunisien, il convient de rappeler les étapes de son évolution, vient ensuite un état des lieux du secteur, nous nous intéresserons à la solidité et à la rentabilité des banques tunisiennes. Nous essayerons d'effectuer un positionnement du secteur bancaire tunisien en Afrique du Nord, axé également sur la solidité et la rentabilité des banques tunisiennes. Nous effectuerons par la suite une appréciation du potentiel de croissance du secteur, pour finalement passer à une analyse concurrentielle permettant de cerner les forces qui régissent le secteur bancaire. Suite à cela, nous proposerons une approche d'évaluation adaptée aux spécificités du secteur.

Système bancaire tunisien : un passé tourmenté

A l'indépendance, la première préoccupation de l'Etat tunisien était de libérer l'économie tunisienne du contrôle français et d'édifier un système financier national capable de financer le développement de l'économie. C'est ainsi que la Banque Centrale de Tunisie a vu le jour en 1958. Depuis cette date, et pendant de nombreuses années, le système financier tunisien était prédominé par l'interventionnisme direct de l'Etat, et ce, en raison de l'absence d'un secteur financier privé ainsi que d'une faiblesse au niveau de l'épargne.

Jusqu'à la fin des années 80, les banques, dont la marge de manœuvre était très étroite, subissaient de nombreuses contraintes. En effet, l'encadrement du crédit reposait sur la fixation des taux d'intérêt, l'imposition du taux d'emploi des liquidités bancaires, et la nécessité d'un accord préalable de la Banque Centrale pour tout octroi de crédit. La réglementation stricte du secteur bancaire, dans un contexte où la concurrence et la compétitivité font défaut, a eu pour effet de décourager l'épargne.

Vers la fin des années 80, les actions des autorités se sont inscrites dans une optique plus libérale; le but étant de doter l'économie tunisienne d'un système financier efficace capable d'assurer un financement sain de l'activité économique. Une réforme du marché financier est ainsi venue adoucir la législation bancaire. Les principales mesures entreprises consistaient en la suppression de l'encadrement du crédit et l'adoption d'une nouvelle politique de refinancement, exprimée notamment par la libéralisation des taux d'intérêt et la mise en place d'une nouvelle politique de réserves obligatoires. Ces réglementations visaient principalement à assurer la sécurité et la stabilité nécessaires à un système bancaire sain, à renforcer l'assise financière des banques et à créer un environnement bancaire plus concurrentiel.

Profitant de ces réformes, le système bancaire a fortement favorisé le développement économique en Tunisie. Toutefois, la promotion des projets d'investissement et l'octroi massif de crédits ont fait que la croissance se soit réalisée aux dépens de la maîtrise des risques, ce qui s'est soldé par un niveau élevé de créances classées. L'accumulation d'un lourd portefeuille de créances irrécouvrables, pas assez provisionnées, n'a fait que fragiliser le secteur bancaire tunisien.

Vers la fin des années 90, les objectifs stratégiques du pays concernaient largement l'ouverture du système financier tunisien, aussi bien au niveau régional qu'international. Dès lors, les autorités, désormais conscientes de la faiblesse du secteur

bancaire tunisien, ont entrepris une autre série de réformes visant l'assainissement et le renforcement de la gestion prudentielle des banques.

En effet, au début des années 90, la gestion des risques par les banques tunisiennes était jugée peu efficace. Sous l'argument de préserver leurs bénéfices (par conséquent leurs dividendes), et afin de faire face à toute augmentation de capital nécessaire, les banques n'ont ni effectué le provisionnement nécessaire ni constitué les fonds propres adéquats.

Aussi est-il intéressant de noter que l'accumulation des créances non performantes est attribuée dans une grande mesure à la participation des banques au financement des secteurs d'activité définis comme prioritaires par l'Etat, en particulier le secteur du tourisme, dont le taux des impayés est très élevé.

L'amélioration de la qualité d'actif et la meilleure couverture des créances accrochées demeure la préoccupation majeure des pouvoirs publics. A cet effet, les mesures entreprises pour l'apurement des créances irrécouvrables consistent en l'abandon des créances sur les entreprises en difficulté (la loi de 1995), la création des sociétés de recouvrement auxquelles a été transférée une partie des créances les plus compromises, la titrisation qui consiste à transformer une catégorie de créances bancaires en valeurs mobilières.

C'est ainsi que l'assise financière des banques s'est améliorée : le taux des crédits carbonisés du secteur est passé de 24% en 2003 à 19,2% en 2006. L'objectif visé par les autorités publiques est de réduire le taux de crédits accrochés à 15% en 2009 et à 12% en 2011. Selon les autorités, le taux de 15% relatif à l'année 2009 demeure à la portée des banques tunisiennes si le secteur du tourisme se porte bien. La part du financement de ce secteur par les banques représente 12,3% de l'ensemble des crédits bancaires en 2006.

Pourcentage des crédits non performants chez les banques tunisiennes							
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Créances classées (en % du total engagement)	21.6	19.2	20.9	24	23.7	20.9	19.2
Banques privées	15.4	16.1	18.1	21.6	20.4	20	18.7
Banques publiques	26.8	22.8	24.3	26.7	27.4	22.1	19.7

Source : Rapport FMI, mai 2007

La couverture des créances classées par les provisions reste également faible. Le FMI rapporte un taux de provisionnement de l'ordre de 49,2%, des crédits non performants en 2006. Toutefois, ce taux est en progression depuis 2003, résultat des efforts déployés par les autorités pour que le secteur puisse jouer pleinement son rôle. Notons à cet effet que, pour encourager les banques à provisionner davantage, il a été décidé de relever la déductibilité des provisions de 85% à 100% en 2005. Il est à noter également qu'un taux de provisionnement de 70% sera exigé par la Banque Centrale sur les créances nouvellement classées à l'horizon de 2009.

Provisionnement effectué par les banques tunisiennes							
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Provisions (en % des crédits non performants)	49.2	47.4	43.9	43.1	45.8	47.4	49.2
Banques privées	54.7	47.7	44.9	39.9	43.5	45.9	48.4
Banques publiques	46.6	47.1	42.9	46.2	47.6	49.1	50

Source : Rapport FMI, mai 2007

Par ailleurs, le choix stratégique des pouvoirs publics de libérer la politique monétaire s'est concrétisé à travers une démarche assez prudente et ce, en instaurant des normes en matière de solvabilité, de division des risques et de liquidité. L'adoption de ces normes prudentielles conduit les banques à octroyer des crédits avec plus de rationalité et de discipline et les incite à consolider leurs fonds propres et à constituer les provisions nécessaires.

L'entrée en vigueur de la loi du 10 juillet 2001 relative aux établissements de crédit, est venue apporter davantage de liberté à la profession bancaire et créer un environnement concurrentiel en supprimant le cloisonnement juridique entre les banques de développement et les banques de dépôts en faveur de la banque universelle ou « la banque à tout faire ».

Au niveau de la gestion, des réformes portant sur la modernisation des établissements de crédits ont également été réalisées. Elles visent l'amélioration des services bancaires, le renforcement de la sécurité des opérations bancaires en mettant en place un système de télécompensation, l'amélioration de la gestion du personnel, l'introduction de nouveaux instruments financiers et le développement de la monétique.

Des mécanismes sécuritaires ont ainsi été instaurés notamment par la création de comités permanents d'audit interne au sein des établissements de crédits. Ce mécanisme garantit l'évaluation permanente des procédures internes, le suivi et la maîtrise des risques. Par ailleurs, le système bancaire tunisien a longtemps connu un retard au niveau de la gouvernance. Soucieuses de pallier ce problème, les autorités ont adopté en 2006 une loi visant la promotion de la bonne gouvernance. Ce nouveau concept part du principe de la séparation entre les organes de gestion et de contrôle afin d'assurer plus de transparence dans la gestion des banques.

Notons enfin, que le système bancaire tunisien a subi plusieurs mutations depuis sa création jusqu'à nos jours. Les réformes entreprises ont eu d'importantes implications, et visent essentiellement la conformité aux standards internationaux. Il importe également pour les banques tunisiennes de présenter un gage de stabilité pour les investisseurs étrangers et d'être enfin prêtes à une concurrence étrangère imminente.

Etat des lieux du secteur bancaire tunisien

Le secteur bancaire tunisien comporte 18 banques universelles, 8 banques off-shore et 2 banques d'affaires. Il reste encore partagé entre banques privées et banques publiques, dans le capital desquelles sont entrées des banques étrangères telles que la Société Générale pour l'**UIB** en 2003, et les banques Santander et Attijariwafa Bank pour la **Banque du Sud** en 2005. Une autre banque publique vient d'être privatisée à savoir la banque Tuniso-Koweïtienne (**BTK**) et la banque Franco-Tunisienne (**BFT**) est en cours de privatisation.

Cette étude se limitera aux banques cotées¹ sur la bourse des valeurs mobilières de Tunis. Il nous convient à présent d'exposer l'état actuel du système bancaire tunisien en procédant à l'analyse des ratios qui nous semblent les plus pertinents en matière de diagnostic du secteur.

Cette analyse part du positionnement de chaque banque au sein du système bancaire, puis il sera question d'analyser l'activité de crédit et de collecte de dépôts, ensuite, vient la décortication du PNB, la mise en relief des charges liées à l'exploitation, pour arriver à l'examen de la rentabilité et l'évaluation des risques de liquidité et de solvabilité, ainsi que la qualité des actifs.

Notons que trois banques de la place présentent des caractères atypiques par rapport au reste des banques :

- § L'**UIB** a enregistré un résultat nul au terme de l'exercice 2006, du fait de la volonté de la banque de provisionner au maximum.
- § Au titre de l'exercice 2006, **ATTIJARI BANK** a enregistré un résultat net déficitaire record suite à la politique d'assainissement qu'elle adopte, pouvant affecter la moyenne du secteur.
- § La **BTE** était une banque de développement (BTEI), et ce n'est que récemment qu'elle est devenue une banque universelle, acquérant ainsi les caractéristiques d'une banque de dépôt.

NB : Toutes les moyennes sectorielles, utilisées dans le cadre de cette étude, sont calculées en tenant compte du poids de chaque banque dans le secteur (le poids étant déterminé sur la base de la capitalisation boursière).

¹ Les trois banques publiques sont : la STB, la BNA et la BH ; les huit banques privées sont : Amen Bank, ATB, Attijari Bank, BIAT, BTE, BT, UBCI et UIB.

Classement des banques

Dans un système bancaire, afin de connaître le poids des établissements qui y figurent, on procède généralement à leur classement selon deux indicateurs d'activité à savoir: le total bilan et le Produit Net Bancaire (PNB).

En terme de **total bilan**, le classement des banques tunisiennes n'a pratiquement pas changé entre 2005 et 2006. Au terme de l'exercice 2006, la **STB** a continué à occuper la première place, avec 4 706 MDT de PNB, soit une part de marché de 16,43%. La **BNA** et la **BIAT** occupent la seconde et la troisième place du classement avec, respectivement, 15,68% et 14,43% du total bilan de toutes les banques. Nous constatons également que les trois banques publiques de la place sont très bien placées en termes de total bilan. Il est aussi à noter que l'**ATB** est la banque qui a enregistré la plus importante hausse du total bilan en 2006, soit une évolution de plus de 18%, ce qui reflète le développement de l'activité de la banque. En effet, l'exercice 2006 a été marqué par une expansion importante du réseau d'agences de l'**ATB**. Par ailleurs, signalons que seule **ATTIJARI BANK** a enregistré une régression de son total bilan en 2006, soit une baisse de 6,5%, qui s'explique par la phase de restructuration par laquelle passe la banque et par la radiation d'un important montant de créances classées.

Au chapitre du **produit net bancaire (PNB)**, la première place a été accaparée par la **BIAT**, avec un PNB dépassant les 212 MDT en 2006, soit une part de marché de 17%, suivie de la **STB** et de la **BNA**, avec respectivement 182 MDT et 175 MDT.

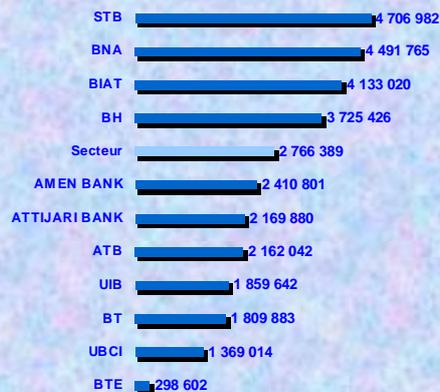
Remarquons que, outre le classement selon le total bilan, le critère du PNB fait également ressortir un bon positionnement des banques publiques. Pour ce qui est des variations, la plus forte hausse a été réalisée par la **STB**, avec un accroissement de plus de 27% de son PNB entre 2005 et 2006. En bas du classement, nous retrouvons les quatre banques dont le capital est contrôlé par des participations étrangères, à savoir **ATTIJARI BANK** et l'**UIB**, qui traversent des phases de restructuration.

Evolution du PNB

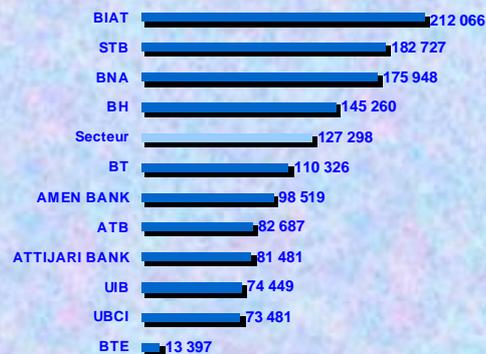
En mDT	2005	2006	Var 05/06
STB	143 637	182 727	27,21%
BT	89 908	110 326	22,71%
BNA	147 937	175 948	18,93%
BIAT	178 509	212 066	18,80%
BH	123 270	145 260	17,84%
ATB	71 220	82 687	16,10%
BTE	11 674	13 397	14,76%
UBCI	68 861	73 481	6,71%
AB	92 414	98 519	6,61%
ATTIJARI BANK	76 878	81 481	5,99%
UIB	73 967	74 449	0,65%

Source : Maxula Bourse

Classement des banques selon le total bilan en 2006 (En mDT)



Classement des banques selon le PNB en 2006 (En mDT)



Parts de marché en terme de PNB

	2005	2006
BIAT	16,57%	16,96%
STB	13,33%	14,61%
BNA	13,73%	14,07%
BH	11,44%	11,62%
BT	8,35%	8,82%
AMEN BANK	8,58%	7,88%
ATB	6,51%	6,61%
ATTIJARI BANK	7,14%	6,52%
UIB	6,87%	5,95%
UBCI	6,39%	5,88%
BTE	1,08%	1,07%

Source : Maxula Bourse

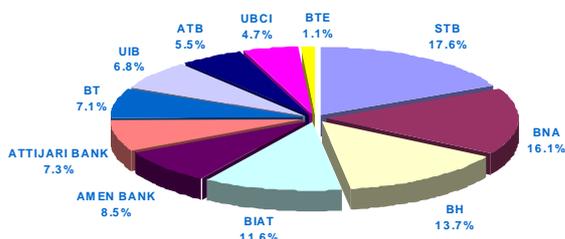
Activité des banques

Crédits à la clientèle

Les crédits à la clientèle constituent l'essentiel de l'activité des banques. L'encours de crédits du secteur bancaire tunisien a connu un accroissement de 6,92% en 2006 par rapport à 2005, atteignant un montant de 20 958 MDT à fin 2006. En effet, la majorité des banques, particulièrement l'**ATB** qui a élargi son réseau d'agences et qui s'est surtout focalisée sur l'activité de « *retail* » (avec une hausse de 17% de ses crédits), ont renforcé leur activité d'octroi des crédits, exception faite d'**ATTIJARI BANK** qui a connu un repli de 15,11%, des crédits octroyés.

La **STB**, la **BNA**, la **BH** et la **BIAT**, détiennent, à elles seules, presque 60% de l'encours total des crédits accordés, dont 50% reviennent aux banques publiques, ce qui atteste de leur importance dans le secteur bancaire tunisien. En outre, l'accroissement du niveau des crédits, en 2006 revient, en partie, à l'intensification des efforts déployés par les banques en vue de se rapprocher de leurs clientèles.

Part de marché des crédits à la clientèle en 2006



Dépôts de la clientèle

Le total de dépôts de la clientèle du secteur, s'est établi à fin 2006 à 21 195MDT contre 19 138MDT une année auparavant, soit une progression de 10,75%. Durant l'exercice 2006, la **BIAT** est leader en termes de dépôts de la clientèle, avec une part de marché d'environ 16%, suivie de la **BNA**, la **STB**, puis la **BH** : ces banques collectent presque 58% du total des dépôts du secteur.

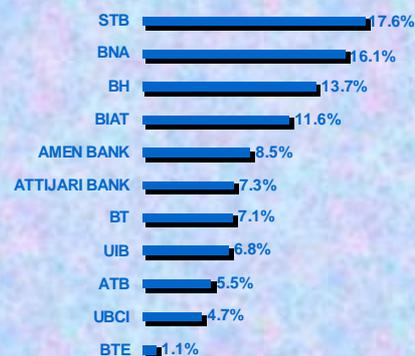
La hausse la plus importante et la plus remarquable est à mettre au crédit de la **BTE** (+376%). La transition de cette dernière de la catégorie des banques de développement vers celle des banques universelles, lui a fait acquérir, entre autres, les propriétés des banques de dépôts, dont le passif du bilan est essentiellement constitué par les dépôts de la clientèle. L'**ATB** a également affiché une hausse significative de ses dépôts (+18%), corrélée à une croissance de ses crédits (+17%) au titre de l'exercice 2006, ce qui témoigne de la nette amélioration de l'activité de la banque grâce au développement de son réseau d'agences.

Evolution de l'encours de crédits (En MDT)

En MDT	2005	2006	Var 05/06
ATB	966	1 135	17,42%
BH	2 563	2 857	11,46%
UBCI	885	980	10,79%
STB	3 326	3 672	10,39%
BT	1 343	1 480	10,23%
AMEN BANK	1 628	1 771	8,78%
BNA	3 123	3 346	7,14%
BIAT	2 414	2 566	6,30%
UIB	1 354	1 413	4,37%
BTE	215	224	4,19%
ATTIJARI BANK	1 784	1 514	-15,11%
Total	19 601	20 958	6,92%
Moyenne du Secteur	1 812	1 960	8,18%

Source : Maxula Bourse

Classement des banques selon les crédits en 2006



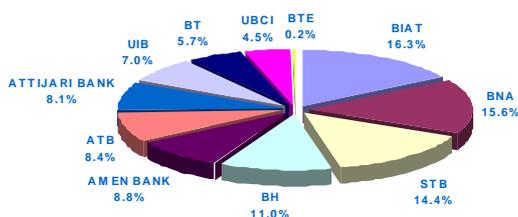
Evolution des dépôts de la clientèle (En MDT)

En MDT	2005	2006	Var 05/06
BTE	7	33	376,54%
ATB	1509	1 786	18,31%
BIAT	3 004	3 464	15,31%
BH	2 023	2 329	15,13%
AMEN BANK	1 688	1 860	10,19%
STB	2 775	3 057	10,16%
BT	1 103	1 217	10,29%
UBCI	863	945	9,53%
UIB	1 370	1 487	8,58%
BNA	3 066	3 301	7,65%
ATTIJARI BANK	1 730	1 716	-0,82%
Total	19 138	21 195	10,75%
Moyenne du secteur	1 789	2 027	13,27%

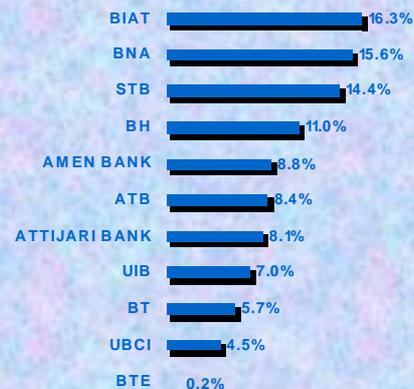
Source : Maxula Bourse

Par ailleurs, la baisse des crédits à la clientèle d'ATTIJARI BANK a été associée à une baisse, moins prononcée de ses dépôts : cette dernière est la seule banque à avoir subi une baisse de ses dépôts en 2006.

Part de marché des dépôts de la clientèle en 2006



Classement des banques selon les dépôts en 2006



Couverture des crédits par les dépôts (Crédits à la clientèle/ Dépôts de la clientèle)

Six banques de la place à savoir, la BTE, la BH, la BT, la STB, l'UBCI et la BNA, présentent un ratio de couverture des crédits par les dépôts qui est nettement plus élevé que celui du secteur (96,72%), de sorte que les crédits accordés à la clientèle excèdent les dépôts collectés. Cette situation est de nature à générer un problème de croissance certain entre les crédits et les dépôts.

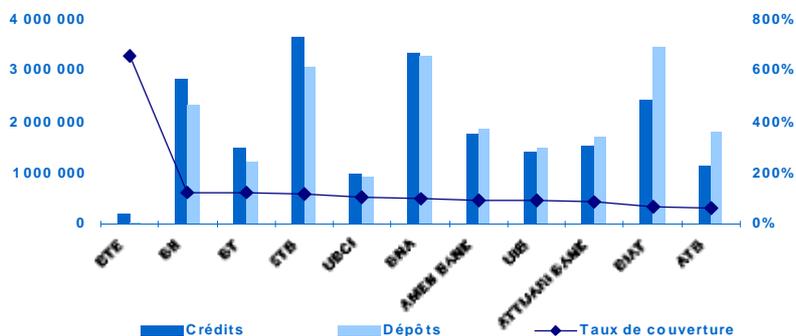
Concernant le secteur, le ratio de couverture des crédits par les dépôts a connu une baisse, passant de 101,27% en 2005 à 96,72% en 2006. Il ressort que le système bancaire collecte de plus en plus de dépôts (+10,75%), contre une hausse moins importante des crédits octroyés (+6,92%). Cela traduit les efforts déployés par les banques tunisiennes pour s'aligner sur les normes internationales en matière de solvabilité (les accords de Bâle I). Matériellement, ces efforts sont concrétisés par une attitude plus méfiante lors de l'octroi des crédits reposant dans une grande mesure sur la prise en compte des risques encourus.

Evolution du taux de couverture des crédits par les dépôts

	2005	2006	Var 05/06
AMEN BANK	96,40%	95,21%	-1,19 Pts
ATB	64,00%	63,56%	-0,44 Pts
ATTIJARI	103,10%	88,24%	-14,86 Pts
BH	126,70%	122,68%	-4,02 Pts
BIAT	85,40%	69,69%	-15,71 Pts
BNA	101,80%	101,36%	-0,44 Pts
BTE	3024,10%	659,36%	-2364,74 Pts
BT	121,70%	121,64%	-0,06 Pts
STB	119,90%	120,13%	0,23 Pts
UBCI	102,50%	103,71%	1,21 Pts
UIB	98,80%	94,99%	-3,81 Pts
Moyenne du secteur	101,27%	96,72%	4,55 Pts

Source : Maxula Bourse

Evolution de taux de couverture des crédits par les dépôts



Produit Net Bancaire

Les revenus des banques proviennent essentiellement de l'activité d'octroi de crédits. Il s'en suit que la marge nette d'intérêt est la principale source de bénéfice, elle n'est rien d'autre que le différentiel entre, d'une part, les intérêts et revenus assimilés, et d'autre part, les intérêts encourus et les charges assimilées.

Le ratio de la marge nette d'intérêts du secteur-défini comme étant le rapport de la marge nette d'intérêts par le PNB- a légèrement augmenté au titre de l'exercice 2006 par rapport à 2005 (+1,63 points de pourcentage). Cette marge représente plus de la moitié du PNB des banques tunisiennes.

La **STB** et la **BIAT** ont connu les hausses les plus importantes de leurs ratios de marge d'intérêts, qui ont respectivement augmenté de 8,95 et de 8,13 points de pourcentages.

Avec le développement des services bancaires ces dernières années, les commissions représentent également une importante source de revenus des banques. Au titre de l'exercice 2006, la marge nette sur commissions du secteur, qui est le différentiel entre les commissions perçues et les commissions encourues, a connu une légère baisse de l'ordre de 14 points de base par rapport à 2005. Trois banques ont suivi cette tendance baissière du secteur : la **BNA**, la **STB** et la **BIAT**. Par ailleurs, la **BTE** est la première banque à avoir réalisé une évolution importante de sa marge nette sur commissions en 2006 (+2,2 points de pourcentage). **ATTIJARI BANK**, l'**UIB**, l'**UBCI**, la **BNA**, l'**ATB** et la **STB** ont réalisé des ratios de marges nettes sur commissions qui sont nettement supérieurs à la moyenne du secteur qui est de 21,73%.

Il ressort ainsi que le Produit Net Bancaire des banques tunisiennes est constitué essentiellement par les marges nettes d'intérêts (60,31%), puis par les marges nettes sur commissions (21,73%). En termes de performance par rapport au secteur, nous retrouvons la **STB**, la **BNA** et l'**UBCI** qui ont réalisé des ratios de marges nettes d'intérêts et des ratios de marges nettes sur commissions supérieurs à ceux du secteur.

Efficacité opérationnelle

Les charges de gestion, constituées essentiellement par les frais du personnel et les autres frais généraux, comptent parmi les charges les plus importantes supportées par les banques, et qui ont un effet direct sur le PNB. Ainsi, il est nécessaire de recourir au coefficient d'exploitation, qui est exprimé par le rapport entre les charges de gestion et le PNB, et dont le contenu informationnel nous permet de diagnostiquer l'état de santé d'une banque.

Les charges opératoires du secteur ont augmenté de 6,82% en 2006. Cette hausse s'explique, d'une part, par des investissements lourds engagés par certaines banques pour la modernisation de leurs systèmes d'information, la densification de leurs réseaux d'agences et l'amélioration de la qualité de leurs services, et d'autre part, par le poids important que pèse la masse salariale sur la gestion des banques tunisiennes.

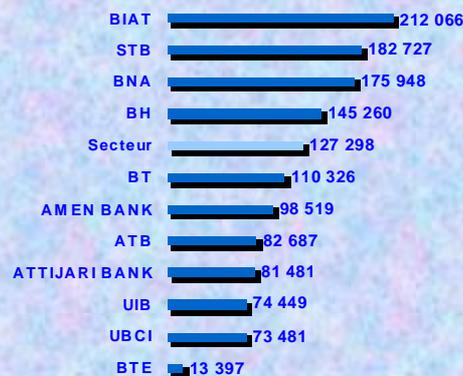
La **BIAT**, la **STB**, la **BNA** et la **BH** ont supporté des charges de gestion beaucoup plus importantes que celles du secteur, particulièrement la **BIAT** (110 MDT).

Composition du PNB en 2006

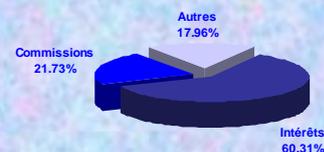
	Intérêts	Commissions	Autres
AMEN BANK	53,60%	21,20%	25,20%
ATB	57,20%	22,70%	20,10%
ATTIJARI BANK	57,00%	33,50%	9,50%
BH	65,50%	18,40%	16,10%
BIAT	55,90%	20,60%	23,40%
BNA	59,40%	23,60%	17,00%
BTE	81,70%	4,10%	14,10%
BT	63,70%	18,30%	17,90%
STB	65,80%	23,50%	10,60%
UBCI	61,20%	24,00%	14,80%
UIB	51,70%	32,90%	15,30%
Moyenne du secteur	60,31%	21,73%	17,96%

Source : Maxula Bourse

Classement des banques selon le PNB en 2006



Composition du PNB sectoriel en 2006



En revanche, et en terme de variation par rapport à l'exercice 2005, la **BNA** est la seule banque à avoir baissé ses charges de gestion (-8,6%). Elle y est parvenue en allégeant la masse salariale via des politiques de restructuration du personnel telles que l'encouragement pour les départs à la retraite.

En mDT	Evolution des charges de gestion			Evolution du coefficient d'exploitation		
	2005	2006	Var 05/06	2005	2006	Var 05/06
AMEN BANK	33 553	38 285	14,10%	36,20%	38,80%	2,60 Pts
ATB	33 395	39 455	18,10%	46,89%	47,70%	0,81 Pts
ATTIJARI BANK	45 753	51 834	13,3%	59,50%	63,60%	4,10 Pts
BH	60 476	62 729	3,70%	49,00%	43,20%	-5,80 Pts
BIAT	103 148	110 689	7,30%	57,70%	52,20%	-5,50 Pts
BNA	91 473	83 575	-8,60%	61,83 %	54,29%	-7,54 Pts
BTE	3 755	4 831	28,60%	32,20%	36,00%	3,80 Pts
BT	27 746	28 921	4,20%	30,80%	26,20%	-4,60 Pts
STB	88 497	101 856	15,10%	61,60%	55,70%	-5,90 Pts
UBCI	40 355	46 050	14,10%	58,60%	62,70%	4,10 Pts
UIB	48 479	50 060	3,20%	65,50%	67,20%	1,70 Pts
Moyenne du secteur	55 384	59 159	6,80%	49,80%	46,71%	3,09 Pts

Source : Maxula Bourse

En conséquence, le **coefficient d'exploitation** sectoriel, exprimé par le rapport entre les charges de gestion et le PNB, est passé de 49,80% en 2005 à 46,71% en 2006, soit une baisse de 3 points de pourcentage. L'amélioration de la productivité est due à une évolution remarquable du PNB moins importante que celle des charges d'exploitation.

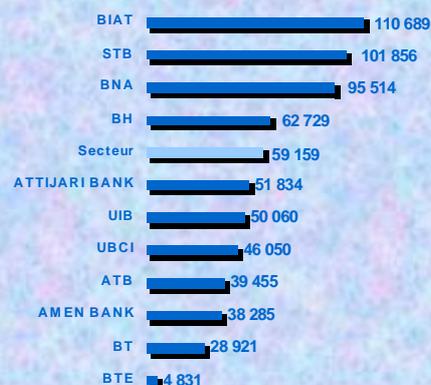
La **BT** affiche le meilleur ratio de productivité du secteur (26,21%), alors que ceux de l'**UIB** et d'**ATTIJARI BANK** sont les plus faibles du secteur. En fait, le souci majeur de ces deux banques est pour l'instant le nettoyage de leur portefeuille au détriment de la maîtrise des charges.

La **BNA**, la **BT**, la **BH**, la **BIAT** et la **STB** sont les seules banques à avoir amélioré considérablement leur coefficient d'exploitation.

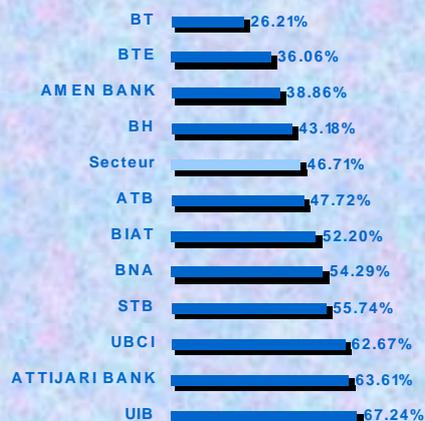
Résultat Net

L'exercice 2006 a été caractérisé par une baisse du résultat net sectoriel de l'ordre de 21,68% par rapport à 2005. Du côté des baisses, nous retrouvons l'**UBCI** avec un léger repli de 0,02%, la **STB** avec une forte régression de 39% et **ATTIJARI BANK** avec une baisse prononcée atteignant les 4143%, pénalisant par la même la rentabilité du secteur. La dégradation du résultat d'**ATTIJARI BANK** est due essentiellement à une radiation massive des créances douteuses d'un montant de 267 mDT et à l'allocation de près de 200 mDT aux dotations aux provisions. Du coup, le résultat net de la banque est fortement négatif de 176 mDT alors que le résultat avant provisionnement se situe à 25,2 MDT. En revanche, toutes les autres banques ont affiché une hausse de leurs résultats nets, variant entre 2,17% pour l'**Amen Bank**, et 102% pour la **BNA**. Sept banques sur onze, dont les trois banques publiques de la place, ont été plus performantes que le secteur : la **BT**, en haut du classement avec 39 MDT, devant une moyenne sectorielle de 15 MDT, puis la **BH** avec 37 MDT, l'**ATB**, la **STB** et la **BIAT**

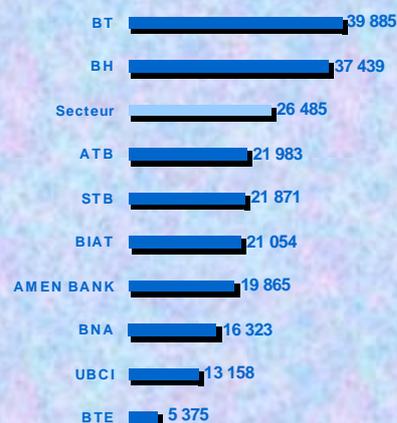
Charges de gestion en 2006 (En mDT)



Coefficient d'exploitation en 2006



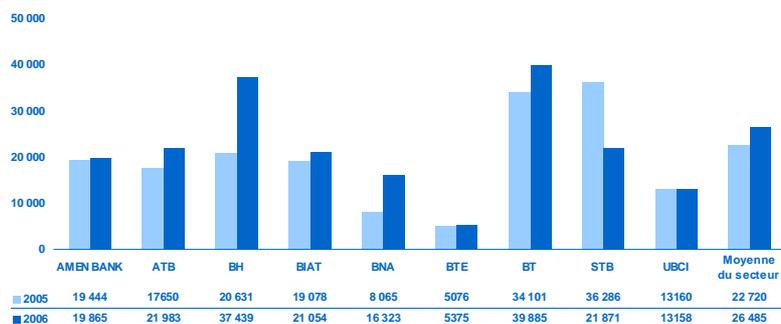
Résultat Net en 2006 sans ATTIJARI BANK et UIB



avec 21 MDT... Il est à rappeler que l'**UIB** a enregistré un résultat nul en 2005 et 2006, en raison de sa politique de provisionnement.

Excluant l'**UIB** et **ATTIJARI BANK** de l'échantillon, une amélioration du résultat net sectoriel est constatée en 2006. Il en découle que les résultats nets sectoriels relatifs aux années 2005 et 2006 passent respectivement à 22 720 mDT et 26 485 mDT en 2006, soit une hausse de 16,57%.

Evolution du résultat net (sans ATTIJARI BANK et UIB) (En mDT)



Source : Maxula Bourse

La rentabilité des Fonds Propres (ROE)

L'évaluation de la rentabilité financière des banques consiste à apprécier la capacité des gestionnaires à affecter les ressources stables aux activités génératrices de profits. Cette rentabilité est calculée en rapportant le bénéfice net des banques à leurs fonds propres (ROE).

Le ROE sectoriel est passé de 7,47% en 2005 à -1,42% en 2006. Cette contre performance s'explique par la baisse très accentuée du résultat net d'**ATTIJARI BANK**, qui vient plus que compenser le résultat bénéficiaire du reste du secteur.

En 2006, la **BH** affiche la meilleure rentabilité du secteur avec 15,10%, suivie de la **BT** avec 12,61%, l'**ATB** avec 12,06%, puis l'**Amen Bank** avec 8,85% pour retrouver en queue de peloton l'**UIB** avec une rentabilité nulle et **ATTIJARI BANK** clôturant la marche avec une rentabilité fortement négative. Le ROE sectoriel passe de 8,93% en 2005 à 9,55% en 2006, soit une hausse de 62 points de base, si l'on exclut l'**UIB** et **ATTIJARI BANK** au niveau du secteur.

La rentabilité des Actifs (ROA)

La mesure de la rentabilité des actifs (ROA) est un indicateur qui permet d'apprécier l'efficacité avec laquelle les managers des banques exploitent les actifs dont ils disposent, de manière à générer le plus de bénéfices. Le ROA est ainsi calculé en rapportant le bénéfice net au total actif.

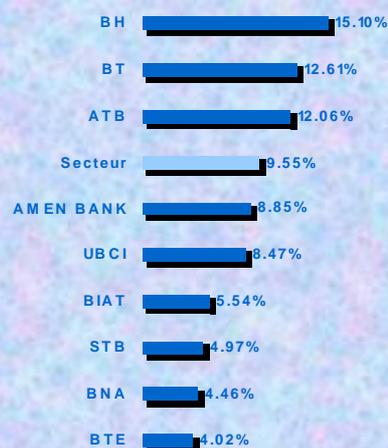
L'exercice 2006 a été marqué par une baisse du ROA du secteur, passant de 0,93% en 2005 à 0,61% en 2006. Cet effritement est l'effet conjugué de la baisse du résultat net sectoriel (-21,68%) et de la hausse des actifs (+12,61). Rappelons que c'est la chute importante des résultats d'**ATTIJARI BANK** qui vient encore grever la rentabilité du secteur.

Croissance des bénéfices

En mDT	2005	2006	Var 05/06
BNA	8 065	16 323	102,39%
BH	20 631	37 439	81,47%
ATB	17 650	21 983	24,55%
BT	34 101	39 885	16,96%
BIAT	19 078	21 054	10,35%
BTE	5 076	5 375	5,89%
AMEN BANK	19 444	19 865	2,17%
UIB	0	0	0,00%
STB	36 286	21 871	-39,73%
UBCI	13 160	13 158	-0,02%
ATTIJARI BANK	-4 114	-174 576	4143,46%

Source : Maxula Bourse

ROE en 2006 sans ATTIJARI BANK et UIB



Ce ratio passe de 1,02% en 2005 à 1,05% en 2006, soit une évolution de 3 points de base, **ATTIJARI BANK** exclue. La majorité des banques ont remarquablement amélioré la rentabilité de leurs actifs: en tête du classement, nous retrouvons la **BH** de 38 points de base, la **BNA** avec une hausse de 17 points, et la **BT** de 22 points. En outre, d'autres banques ont surperformé le secteur, à savoir la **BT** qui présente le meilleur ROA du secteur (2,20%) et la **BTE** dont le ROA est de 1,80%.

Liquidité

A long terme, les banques doivent être prêtes à faire face à d'éventuels retraits massifs et imprévisibles des dépôts de la clientèle. Le ratio de liquidité, établi en 2001, par la Banque Centrale de Tunisie, permet justement de juger de la capacité de la banque à générer de la liquidité en temps voulu. Il est défini par le rapport de l'actif réalisable (avoirs en caisse ou auprès d'autres banques) au passif exigible (dépôts de la clientèle et engagements vis-à-vis d'autres établissements). Ce ratio a été fixé pour un minimum réglementaire de 100%.

Bien que le ratio de liquidité du secteur ait baissé en 2006 relativement à 2005, se situant à 117,56%, il demeure conforme aux standards fixés. Ce ratio témoigne d'une trésorerie en équilibre, et que les banques adoptent, dans l'ensemble, une politique saine d'allocation des ressources à court terme.

Néanmoins, deux banques affichent des ratios de liquidité inférieurs à 100% : **ATTIJARI BANK** avec 94,95% et la **BIAT** avec 98,10%. Le reste des établissements sont dans les normes : nous retrouvons la **BTE** avec un ratio de liquidité de 471,1%, la **BH** (141%), la **BT** (126,6%) et la **STB** (123,7%).

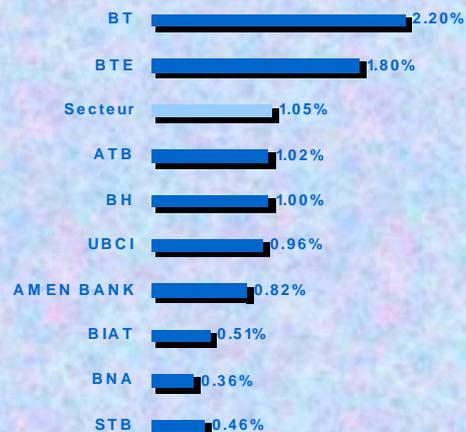
Suivi des risques et qualité d'actif

La qualité des créances bancaires est désormais un problème structurel dont souffre le secteur bancaire tunisien. Les banques tunisiennes sont caractérisées par une inadéquation entre la nature des créances et le provisionnement effectué. Fitch Ratings, ainsi que le FMI, estiment que les banques tunisiennes ne sont pas suffisamment provisionnées (*IMF Country Report No.06/207, Juin 2006*). Cependant, et en se référant au rapport annuel de la Banque Centrale de Tunisie de l'année 2006, nous constatons que les banques tunisiennes multiplient leurs efforts en matières de provisionnement et de maîtrise de leurs créances douteuses.

Le taux des créances classées par rapport aux engagements est passé de 20,9% en 2005 à 19,2% en 2006. Cette performance est attribuée principalement aux banques publiques; « La **BH** est devenue la deuxième banque de la place avec un taux d'actifs accrochés qui ne dépasse pas les 8%, la **BNA** a vu sa situation largement s'améliorer avec un taux de 15% d'actifs accrochés et la **STB** revient de loin ». (Extrait de l'interview accordé par le gouverneur de la BCT à African Manager).

Les banques privées ont aussi amélioré leur situation en matière de recouvrement des crédits non performants. En effet, le taux d'actif accroché a nettement baissé en passant de 20% en 2005 à 18,7% en 2006. Ces progrès attestent de l'effort

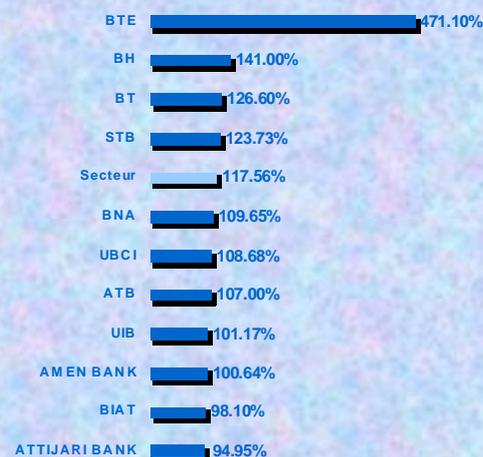
ROA en 2006 sans ATTIJARI BANK et UIB



Evolution du ratio de liquidité

	2005	2006	Var 05/06
AMEN BANK	103,79%	100,64%	-3,15 Pts
ATB	108,20%	107,19%	1,01 Pts
ATTIJARI BANK	102,08%	94,95%	7,13 Pts
BH	144,41%	141%	3,41 Pts
BIAT	94,15%	98,10%	3,58 Pts
BNA	113,75%	109,65%	4,10 Pts
BTE	842,82%	471,10%	371,72 Pts
BT	130,18%	126,60%	3,58 Pts
STB	132,21%	123,73%	8,48 Pts
UBCI	114,73%	108,68%	6,05 Pts
UIB	102,23%	101,17%	1,06 Pts
Moyenne du secteur	123,38%	117,56%	5,82 Pts

Ratio de Liquidité en 2006



considérable consenti par les banques tunisiennes afin de réduire leurs créances accrochées. Il est à noter que la **BT** présente le niveau de créances accrochées le plus faible du secteur (6,38%). Rappelons que la BCT a fixé ce taux à un seuil maximal de 15% en 2009 et à 12% à l'horizon de 2011.

Notons que plusieurs banques ont créé des filiales spécialisées dans le recouvrement, dont le rôle est de racheter les créances improductives moyennant un rabais, puis de gérer le risque de défaut de paiement. Cependant, ce risque reste supporté par les banques puisque ces dernières détiennent une participation majoritaire dans le capital de ces sociétés de recouvrement. A titre d'exemple, la STB détient 90% du capital de la Société Tunisienne de Recouvrement des Créances (STRC).

Quant au **niveau de provisionnement** des banques tunisiennes, il est effectué à la limite des 50 % aussi bien pour les banques privées que publiques. En 2006, les banques publiques ont provisionné leurs créances classées à hauteur de 50%, enregistrant une hausse de 90 points de base par rapport à 2005. Les banques privées ont en moyenne amélioré leur taux de couverture de 2,5 points de pourcentage par rapport à 2005, le portant à 48,40% en 2006.

L'évolution de ce taux durant ces dernières années, confirme l'ampleur et l'intérêt que portent les banques tunisiennes pour l'assainissement et la consolidation de leurs assises financières, afin de se conformer aux standards internationaux. D'ailleurs, ce ratio a enregistré une hausse de 14,15 points de pourcentage sur la période 2003-2006. Rappelons, à ce propos, que les autorités monétaires se sont fixées l'objectif de porter ce taux de provisionnement à 70% d'ici 2009. La **BH**, la **BT** et l'**UBCI** ont déjà réussi à atteindre cet objectif contrairement à l'**UIB** pour qui, tout reste à faire.

Ratio de couverture des risques

Le ratio de couverture des risques, défini comme étant le rapport des fonds propres d'une banque par ses actifs pondérés par les risques, est un indicateur qui permet d'apprécier à quel point le système bancaire est menacé par les risques des crédits et la qualité des créances détenues. La nouvelle réglementation bancaire en Tunisie a fixé ce ratio à un minimum de 8%, le 31 décembre 1999 (circulaire de la BCT n°99-04). Au dessous de ce seuil, l'établissement bancaire est qualifié de sous-capitalisé, présentant des signes évidents d'insolvabilité.

Le ratio de couverture des risques encourus également appelé ratio Cooke, montre que le système bancaire tunisien dans son ensemble, respecte le seuil fixé à 8%. Au titre de l'exercice 2006, le ratio de couverture des risques du secteur est de 11,8%.

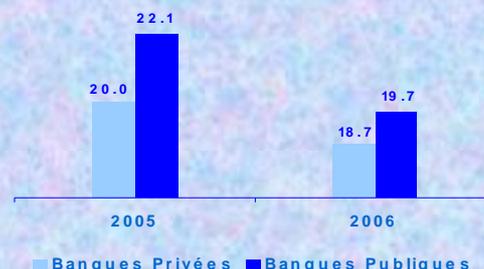
Le respect du ratio prudentiel du secteur revient au fait que la plupart des banques ont procédé au renforcement de leurs fonds propres notamment la **BIAT** et **ATTIJARI BANK** et particulièrement la **BH** qui a procédé à l'émission d'un emprunt subordonné.

Taux de créances classées		
	2005	2006
ATB	-	12,34%
Amen Bank	22%	24%
BH	-	7,65% *
BIAT	16%	15,70%
BNA	-	15,5%
BT	6,53%	6,38%
STB	43,12%	41,51%

* Le taux des créances classées de la BH exclu les hypothèques immobilières.

Le tableau se limite à ces sept banques en raison de l'indisponibilité des données pour les autres banques,

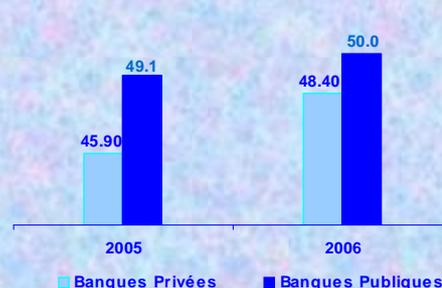
Créances classées en % du total engagement



Taux de couverture*		
	2005	2006
Amen Bank	46,0%	54,0%
BH	52,0%	71,1%
BNA	-	52,0%
BIAT	50,1%	60,3%
BT	96,7%	98,5%
STB	37,5%	32,6%
UBCI	66,7%	82,6%
UIB	26,9%	22,2%

* Couverture des créances classées par les provisions

Provisions en % des créances classées



Plusieurs banques de la place respectent le ratio Cooke à savoir, la **BT** qui possède le meilleur ratio de solvabilité du secteur avec 18,46%, la **BIAT** avec 13,9%, la **STB** avec 10,42%. Toutefois, d'autres banques n'ont pas encore atteint le seuil réglementaire, telles que l'**UIB** et **ATTIJARI BANK** (7%), qui souffrent encore de l'insuffisance des provisions et des ressources longues, ce qui handicape l'évolution de leurs activités.

En comparaison avec les années 90, caractérisées par un problème de solvabilité aigu des banques tunisiennes, se manifestant par l'inadéquation des fonds propres au montant global des crédits accordés, nous pouvons affirmer que les efforts fournis en matière de restructuration bancaire ont réussi à améliorer la qualité des prêts accordés, ainsi que celle des emprunteurs. Quoiqu'il reste de réels progrès à faire dans ce domaine.

Conclusion

Il ressort de notre étude que le secteur bancaire tunisien a connu durant l'année 2006 une croissance considérable à travers le développement des produits et l'expansion de l'activité de crédit, se traduisant par un accroissement important du PNB. Néanmoins, les banques affichent dans l'ensemble une régression au niveau de la rentabilité en raison des efforts énormes fournis en matière de provisionnement, de modernisation des systèmes d'information et d'expansion des réseaux d'agences. Au chapitre de la gestion prudentielle, quelques banques de la place se sont déjà conformées aux normes en vigueur tandis que d'autres affichent des ratios qui commencent à y converger. D'ailleurs, la levée des ressources longues par certaines banques, leurs politiques de provisionnement intensif ainsi que l'amélioration de la qualité des crédits octroyés attestent de l'avancée des banques tunisiennes au niveau de la gestion des risques. Toutefois, ces efforts diffèrent à travers les différents établissements.

La **BT**, avec une rentabilité de 12,6% et un taux de provisionnement de 98,5% est la banque la plus solide et la plus rentable du secteur. L'**UBCI** affiche l'une des meilleures qualités d'actifs du secteur, celle de la **BH** est relativement bonne. L'**ATB** présente une bonne rentabilité avec un taux de provisionnement satisfaisant. Quand à l'**UIB** et **ATTIJARI**, elles présentent un lourd portefeuille de créances non performantes et leur niveau actuel de fonds propres ne permet pas d'effectuer le nettoyage nécessaire. Une recapitalisation de ces banques permettrait d'assainir leurs bilans et leur offrirait ainsi un potentiel de croissance à long terme.

Cet état des lieux a ainsi permis de donner une idée d'ensemble sur les établissements bancaires tunisiens, notamment sur les plans de la rentabilité et de la gestion des risques. Néanmoins, afin d'évaluer correctement le système bancaire tunisien, il convient de le positionner dans la région de l'Afrique du Nord, pour mesurer l'impact des mutations et restructurations qu'il a connues. Sachant que les principaux pays de l'Afrique du Nord se sont également lancés dans des programmes de restructuration et de mise à niveau profonds, il sera alors intéressant d'effectuer une analyse comparative de leurs avancées.

Positionnement du système bancaire tunisien dans la zone de l'Afrique du Nord

Avec l'introduction des concurrents étrangers sur la scène bancaire tunisienne à partir de 2009, une expansion importante des crédits est attendue, ainsi que l'émergence de nouveaux produits suite à une concurrence intense. Pour apprécier ce potentiel, nous partons d'un positionnement du système bancaire tunisien par rapport à ses homologues en Afrique du Nord.

Les systèmes financiers nord-africains présentent des caractéristiques similaires, toutefois des disparités notables sont observées entre les différents pays. Les plus développés d'entre eux sont ceux de la Tunisie et du Maroc. Le système financier tunisien, en seconde position, présente un total actif valant 90 % du PIB². Les banques dominent le système financier tunisien, comme c'est le cas dans toute la région. On recense une agence bancaire pour 10 mille habitants, en Tunisie, contre une agence pour 15 mille habitants au Maroc et une agence pour 29 mille habitants en Algérie³.

² IMF working paper, Mai 2007, "Financial sector reforms and prospects for financial integration in Maghreb countries".

³ Site www.Tunisieinfo.com

Les systèmes bancaires nord-africains sont en général caractérisés, à des degrés différents, par un taux élevé de créances improductives dont le provisionnement reste insuffisant. Néanmoins, une importante croissance des crédits a été réalisée en Afrique du Nord depuis l'année 2000.

Les comparaisons seront principalement centrées sur le Maroc, dont le système bancaire est jugé le plus performant de la région; puis, la comparaison avec l'Europe nous permettra d'apprécier le potentiel de croissance du secteur bancaire tunisien. Cependant, on a exclu de notre comparaison l'Algérie et la Libye étant donné que leurs secteurs bancaires restent dominés par l'Etat mais sont en recherche de privatisation.

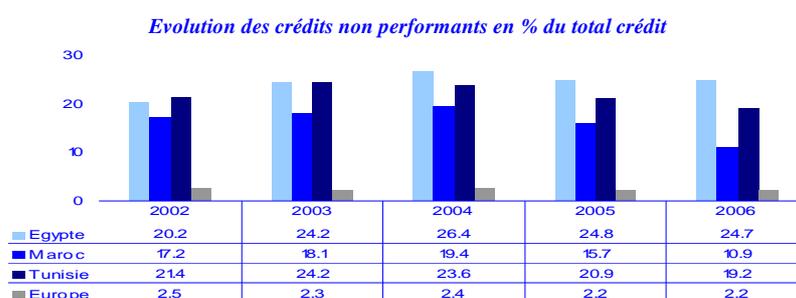
Cette approche comparative touchera à deux aspects : d'une part, à la solidité et, à la gestion des risques et d'autre part, à la rentabilité. La solidité d'une banque est reflétée par la qualité de ses actifs, la politique de provisionnement adoptée, ainsi que l'adaptation de ses fonds propres aux risques encourus.

Qualité d'actif

Le Maroc présente le niveau de crédits non performants le plus bas en Afrique du Nord, grâce, notamment, à la radiation d'un volume important de créances douteuses et à la création d'une centrale des risques. Dans la même lignée s'inscrit la Tunisie, dont la situation est nettement meilleure que celle de l'Egypte. Toutefois, notons l'écart énorme du taux d'actifs accrochés en Europe par rapport à celui en Afrique Du Nord. Ce taux s'est établi en 2006 à 2,2% en Europe contre 24,7% en Egypte, 19,2% en Tunisie et 10,9% au Maroc.

Rappelons que le niveau élevé des créances douteuses en 2003 en Tunisie est attribuable aux chocs subis par le secteur du tourisme en 2001 et dont l'impact sur le secteur bancaire s'est poursuivi quelques années après. Les crédits non performants en Tunisie, imputables au secteur du tourisme, comptent actuellement pour le quart des créances improductives⁴.

L'évolution décroissante des créances douteuses atteste des efforts déployés par la Tunisie afin de réduire au maximum ces créances. A cet effet, l'objectif national consiste à réduire le taux des créances classées de 15% à l'horizon de 2009.



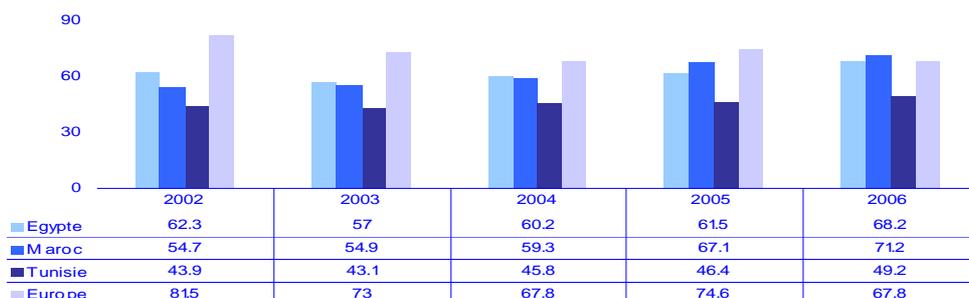
Source: Global Financial Stability Report, September 2006

⁴ Source FMI, working paper, 2007.

La constitution des provisions

Bien que dotées d'un taux élevé de prêts improductifs, les banques nord-africaines sont sous-provisionnées comme le montre le tableau suivant :

Evolution des provisions en % des crédits non performants



Source : Global Financial Stability Report, Avril 2006

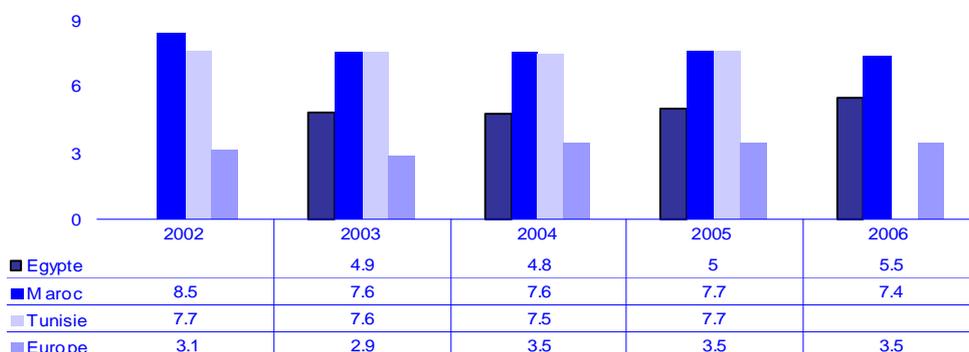
Le niveau de provisionnement effectué par les banques tunisiennes reste en dessous de celui observé en Egypte, au Maroc et en Europe. En effet, les politiques de provisionnement en Tunisie ont longtemps été déterminées par des considérations fiscales et par le souci d'afficher des rentabilités satisfaisantes. Notons, toutefois, la persistance des efforts tunisiens en matière de provisionnement : à partir de 2003, le provisionnement des banques tunisiennes a régulièrement augmenté. Ceci traduit la volonté du système bancaire tunisien de se mettre à niveau pour mieux se préparer à l'entrée imminente des établissements étrangers en 2008.

Niveau des fonds propres

Au niveau des fonds propres, le secteur bancaire tunisien se place loin devant l'Egypte. Il a également rattrapé le Maroc en 2006, qui le devançait en 2002. Le taux de couverture des risques encourus (Fonds propres / actifs pondérés par le risque), imposé par la réglementation tunisienne, a été revu à la hausse de 5% à 8%, conformément aux recommandations du comité de Bale I.

Les banques tunisiennes ont consenti beaucoup d'efforts à ce niveau. D'ailleurs, bon nombre d'entre elles ont procédé à un renforcement de leurs fonds propres afin de faire face à un éventuel défaut de leurs clients, et de répondre ainsi aux exigences de ces nouvelles normes.

Evolution des fonds propres par rapport à l'actif



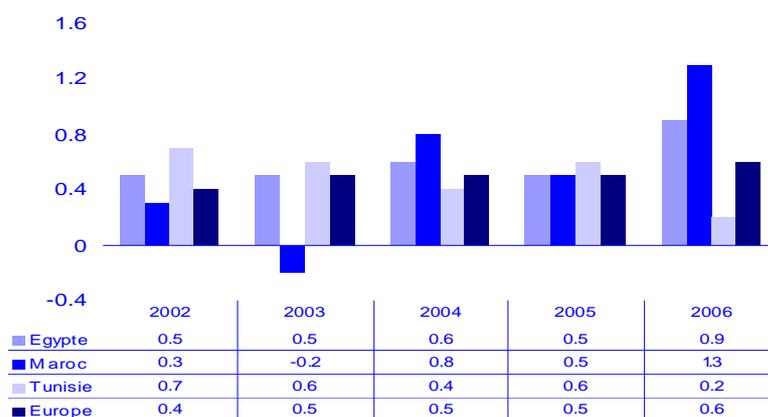
Source : Global Financial Stability Report, Avril 2006

L'avancée du secteur bancaire marocain, au niveau de la solidité, revient au fait que les réformes, et surtout le processus de privatisation, se soient engagés plus tôt que ceux de la région. Ceci s'est également reflété au niveau de la rentabilité.

Rentabilité des banques nord-africaines

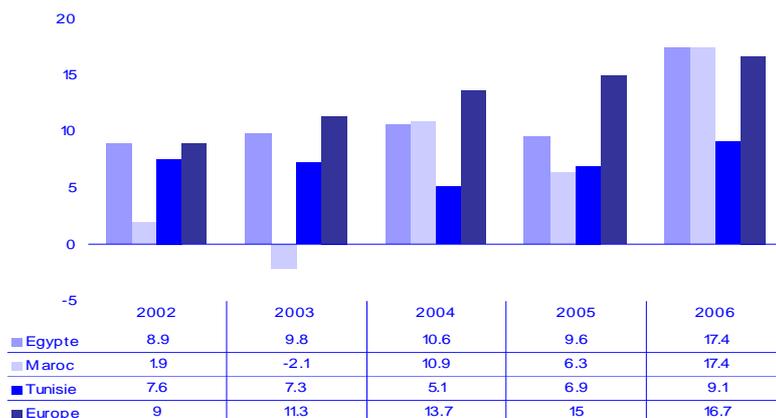
La rentabilité des banques nord-africaines est assez homogène à travers les différents pays de la région. Celle des banques tunisiennes s'est détériorée depuis 2002, en raison de la volonté des banques à multiplier les efforts en matière de provisionnement.

Evolution de la rentabilité des actifs (ROA)



Source : Global Financial Stability Report, Avril 2006

Evolution de la rentabilité des fonds propres (ROE)



Source : Global Financial Stability Report, Avril 2006

Retenons finalement que le Maroc doit sa première place, au niveau des banques nord africaines, principalement, aux privatisations et aux réformes précoces. Elle a ainsi réussi à se doter d'un système bancaire sain, solide, et des plus rentables de la région.

Le secteur bancaire tunisien avance, quand à lui, à pas sûrs, en se fixant des objectifs adéquats et en mettant en place les moyens de ses ambitions. Le développement précédent atteste de ces progrès et on estime qu'au train où vont les choses, le secteur bancaire tunisien pourra rapidement réaliser les rentabilités marocaines. En outre, et au vu de la dynamique de développement dans laquelle la Tunisie s'est engagée à pas fermes emboîtant le pas aux banques Européennes, il n'est sans doute pas optimiste de penser que la rentabilité des banques tunisiennes commencera à converger vers celles des banques européennes à partir de 2008.

Appréciation du potentiel de croissance des banques tunisiennes

Le positionnement du secteur bancaire tunisien en Afrique du Nord a permis de donner une idée sur son développement futur. Néanmoins, au delà d'une analyse purement comparative, il convient d'analyser les différents paramètres susceptibles de déterminer l'évolution future du secteur bancaire tunisien. A cet effet, le potentiel de croissance du secteur bancaire tunisien est déterminé par différents paramètres allant de la conjoncture économique à la psychologie du consommateur tunisien.

Une vulnérabilité aux retournements conjoncturels

Un éventuel retournement conjoncturel affecterait lourdement le secteur bancaire. Cet impact serait d'autant plus important que l'économie tunisienne assiste à une vague de privatisations. En effet, en cas de récession, le secteur privé pourrait réaliser d'importants licenciements, contrairement au secteur public qui veille à préserver l'objectif de l'emploi. Les ménages puiseront donc dans leur épargne pour faire face à cette situation. C'est ainsi que les banques attesteront à une détérioration de leurs ressources (dépôts). Par ailleurs, la récession pourrait causer des difficultés à l'ensemble des secteurs de l'économie, ce qui se répercuterait de facto sur le secteur bancaire à travers une accumulation de créances compromises, freinant ainsi le développement des banques tunisiennes.

Une forte influence de la psychologie du consommateur tunisien

Le consommateur tunisien, largement connu pour être dépensier, n'hésite pas à s'endetter pour s'assurer un minimum de bien être. Le revenu résiduel affecté à l'épargne n'est ainsi que trivial et n'est pas susceptible de croître considérablement sur la période à venir. De ce fait, les dépôts bancaires, formés par l'épargne des consommateurs, ne devraient se développer dans le futur qu'à un rythme modeste.

Dépendance envers le secteur de l'immobilier

L'état du secteur de l'immobilier conditionne celui du secteur bancaire. Cette dépendance est perceptible à au moins deux niveaux. D'une part, au niveau du financement des projets immobiliers vu que le recouvrement des crédits octroyés à ce secteur dépend de l'état de santé du secteur de l'immobilier. Une éventuelle difficulté du secteur de l'immobilier pourrait se répercuter sur le secteur bancaire en anéantissant ses revenus. D'autre part, le secteur immobilier affecte considérablement le secteur bancaire vu que les banques se basent énormément sur les **garanties immobilières** dans leur activité d'octroi des crédits et dans la couverture de leurs créances compromises. D'ailleurs une étude du FMI 2006, conclut à la vulnérabilité du système bancaire tunisien à une chute sensible de la valeur des garanties immobilières.

Un financement important du secteur du tourisme

Le secteur bancaire a toujours été largement dépendant du tourisme. En particulier, les chocs subis par ce dernier en 2001 et 2002 (attentats du 11 septembre et de Djerba), ont affaibli la qualité des actifs des banques, qui jouent un rôle dominant dans le secteur bancaire. Bien que cette situation se soit améliorée en 2005, ces séquelles restent ressenties à l'heure actuelle. Les banques ont vu le taux de leurs créances accrochées imputables au secteur du tourisme augmenter, passant de 19,2% en 2001 à 24% en 2003, puis enregistrant un léger recul en 2004 pour s'établir à 23,7%, et encore en 2005 pour retomber à 20,9% (Source : Rapport FMI, 2006).

Afin de redynamiser le tourisme tunisien, les autorités ont implanté de nouvelles stratégies visant à diversifier les produits touristiques offerts et à améliorer la formation des professionnels du secteur. Le tourisme a ainsi retrouvé peu à peu son rôle moteur dans l'économie tunisienne, battant tous ses records en 2005 et 2006, que ce soit au niveau des entrées, des nuitées ou des recettes. C'est ainsi que la participation du secteur du tourisme dans l'économie tunisienne commence à reprendre de l'ampleur. En 2006, il a contribué à hauteur de 6% du PIB national et 17% des exportations.

Toutefois, le financement du secteur de tourisme par les banques reste encore important, en absorbant 12,3% de l'ensemble des crédits bancaires. L'état de santé des banques tunisiennes reste sensible à celui de tourisme.

...Un potentiel de croissance modeste au niveau local

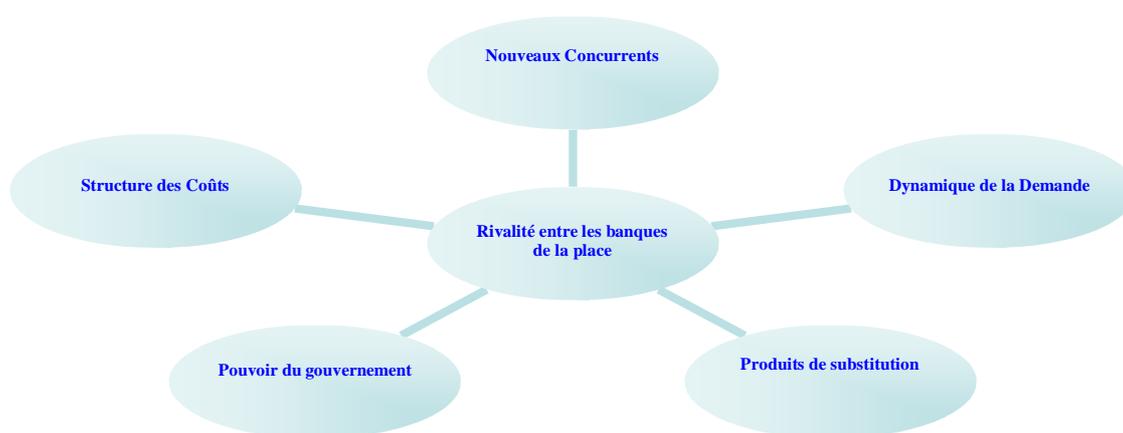
Au vu du développement précédent, le potentiel de croissance sur le marché local s'avère peu important, l'issue naturelle consiste en le rapprochement des banques. Afin de résister à la concurrence internationale et d'accroître l'efficacité des banques tunisiennes, les autorités visent l'émergence d'un nouveau paysage bancaire qui sera caractérisé par la rationalisation du nombre des institutions bancaires et l'augmentation de leur taille. Les petites banques (qui ont une faible part de marché) auront intérêt à fusionner pour pouvoir se confronter à des concurrents de taille. Toutefois, des études récentes mettent en doute le pouvoir des fusions à générer des gains en rentabilité.

Les fusions ne seront bénéfiques qu'en permettant aux banques tunisiennes d'acquérir un poids leur permettant de bien se positionner au niveau régional africain. D'ailleurs, actuellement, les banques tunisiennes n'arrivent à se placer qu'après la vingtième place du classement des banques africaines. Suite à cela, il sera possible de conquérir le marché africain qui jouit de richesses naturelles à travers l'acquisition de banques africaines. Cela suppose la prise d'un risque plus important ce qui justifiera une rentabilité supérieure et permettra de donner un second souffle au système bancaire tunisien à l'instar de l'expérience marocaine.

Analyse concurrentielle

A ce niveau, après avoir eu une idée d'ensemble sur le secteur bancaire tunisien, à travers, son état des lieux, son positionnement en Afrique du Nord ainsi que la détection des paramètres déterminant sa croissance future, il est possible d'analyser l'environnement bancaire tunisien. Il est ainsi question de cerner les forces régissant le secteur dans une analyse synthétique. Cette analyse concurrentielle sera basée sur la logique du modèle de Porter.

Selon Porter, la stratégie a pour objet de déceler les voies et les moyens qu'une banque doit mettre en œuvre pour s'assurer un avantage concurrentiel défendable sur une longue période. A ce stade, il s'avère nécessaire d'étudier l'univers concurrentiel du secteur bancaire tunisien.



Nouveaux concurrents

La menace des nouveaux entrants est devenue de plus en plus importante au sein du secteur bancaire tunisien au fur et à mesure que les barrières à l'entrée ont été abolies. Cette menace connaîtra son apogée lors de l'entrée des banques étrangères sur le marché tunisien à partir de 2009, mais aussi avec l'éventuelle concurrence intersectorielle via le décloisonnement (l'éventualité pour les compagnies d'assurance d'octroyer des prêts commerciaux). Cette concurrence étrangère aura certainement des conséquences énormes sur les banques tunisiennes.

En effet, les banques européennes dépassent de loin les tunisiennes sur tous les plans, elles présentent notamment de meilleures capitalisations (niveaux des fonds propres), une meilleure allocation des ressources et un meilleur respect des règles prudentielles. Ces banques mettront leurs homologues tunisiens dans un contexte concurrentiel très rude. Néanmoins, la libéralisation externe pourrait contribuer à la restructuration et à la modernisation du système bancaire tunisien et à le doter de plus de stabilité, facilitant ainsi la privatisation des banques publiques.

Produits de substitution

Le marché financier constitue une alternative au financement bancaire, de même les produits financiers (OPCVM, emprunts obligataires...etc.) en constituent des substituts. Cependant, cette affirmation est à relativiser dans la mesure où dans un avenir, qu'on espère proche, le marché financier devrait compléter l'offre bancaire à l'instar des pays développés où les deux marchés se chevauchent et se complètent.

Structure des Coûts

Les banques ont toujours entrepris des efforts importants en vue de maîtriser leurs coûts : l'amélioration de l'efficacité opérationnelle à travers la maîtrise des charges de structure ainsi que l'investissement dans des systèmes d'information performants ont pris de l'ampleur : la plupart des banques tunisiennes se sont lancées dans des logiques de *Global Banking*. Cependant, dans un marché de services homogènes, tel que le marché des services bancaires et étant donné que les marges de manœuvre des banques sont assez restreintes, l'autre façon de faire est de se différencier par des services à marges élevées. Toutefois, bien que les banques aient fait des efforts dans ce domaine afin de se démarquer, les clients perçoivent que les services financiers offerts par les différentes banques sont semblables.

Rivalité entre les banques de la place

Dans un premier temps, la rivalité au sein du secteur bancaire dépend du nombre d'institutions établies sur le marché. Le secteur bancaire tunisien comprend actuellement 18 banques universelles, 8 banques off-shore et 2 banques d'affaires. Il est partagé entre banques privées et trois banques publiques. Ce nombre relativement élevé conjugué à un taux de bancarisation jugé satisfaisant, conduisent à une concurrence assez intense sur ce secteur. Les banques sont ainsi amenées à faire davantage d'effort pour grignoter des parts de marché notamment par la proposition de taux avantageux pour les clients, surtout avec la libéralisation financière. D'autre part, les parts de marché dépendent fortement de l'importance du réseau d'agences de chaque établissement. Sur ce point, la BNA possède le principal réseau du pays (145 agences), suivie de la STB avec 119 agences tandis que la BH et l'ATB disposent des réseaux les moins développés. Cette dernière est en train d'investir intensément dans l'expansion de son réseau alors que, la BH est actuellement plus axée sur l'amélioration de ses fondamentaux et le respect des règles prudentielles.

Par ailleurs, la rivalité est déterminée par le degré de spécialisation des banques. En effet, certaines banques se sont spécialisées dans des créneaux particuliers et bénéficient ainsi d'une position dominante sur ces créneaux comme la BH dans l'immobilier, la BNA dans le secteur agricole, et la STB dans le secteur du tourisme.

Pouvoir du gouvernement

Les autorités tunisiennes ont entrepris plusieurs réformes structurelles dans le but de moderniser le système bancaire, de renforcer le cadre réglementaire, d'améliorer la qualité du crédit et la transparence financière et de promouvoir la gouvernance. Rappelons, à cet effet, que les autorités espèrent atteindre un taux de créances improductives de 15% couplé à un taux de provisionnement de 70% d'ici 2009.

La mise en œuvre de ces mesures vise, en premier lieu, à améliorer la culture du crédit chez les banques tunisiennes. Il convient ainsi de recourir à des professionnels bien formés en vue d'effectuer une allocation optimale des crédits en finançant des projets sur la base de leur rentabilité et de leur risque plutôt que sur la base des garanties données.

Le renforcement du secteur transite également par la promotion des pratiques de la bonne gouvernance. A cet effet, il est vivement recommandé de développer des systèmes de notation interne au sein de chaque banque.

Dynamique de la demande

Avec un taux de bancarisation assez élevé (soit une agence bancaire pour 10 mille habitants), un taux de financement de l'économie jugé important, des fondamentaux relativement faibles conjugués à un épargne orienté vers le secteur de l'immobilier, font que la demande locale ne devrait pas évoluer de manière significative sur les années à venir. Toutefois, comme le relève une étude du FMI, le créneau des crédits à la consommation bien qu'en développement remarquable, reste encore sous exploité. La demande attendue est fortement déterminée par la psychologie du consommateur tunisien qui est à la recherche d'un niveau de vie garantissant un minimum de bien-être et de confort, quitte à s'endetter pour satisfaire ses besoins.

Fondement et démarche de l'évaluation

Pour la majorité des entreprises modernes, l'accès au capital est devenu un enjeu stratégique majeur. Cette règle est tout particulièrement applicable aux établissements financiers dans la mesure où l'accès au capital conditionne leur solidité financière et l'extension de leurs activités. Les banques sont, en effet, de grandes consommatrices de fonds propres, en raison notamment des règles prudentielles issues des travaux du comité de Bâle I, imposant un rapport fonds propres sur actifs pondérés en fonction des risques encourus égal à 8% au minimum. Faisant l'objet d'une sollicitation croissante par les entreprises, les banques voient leurs besoins financiers augmenter. Cependant, et en conséquence d'une mondialisation grandissante, l'accès au capital devient de plus en plus concurrentiel.

Dans ce contexte, il est primordial pour ces établissements de rechercher un positionnement leur permettant d'apparaître performants par rapport aux autres secteurs de l'économie. Ainsi, les actionnaires tout comme les bailleurs de fonds exercent une pression croissante pour que les banques soient gouvernées de façon optimale. Traditionnellement, les actionnaires des banques pouvaient se limiter aux seuls critères comptables de la rentabilité, en conformité avec le paradigme dominant de maximisation de la valeur pour s'assurer que leurs intérêts étaient bien sauvegardés. Mais, de plus en plus aujourd'hui, avec les phénomènes de fusions, d'acquisitions, d'offres publiques d'achat (OPA), d'offres publiques d'échange (OPE), les actionnaires des banques, tout comme ceux des autres entreprises sont plus regardants sur la qualité de leur rendement global moyen. Le dividende seul ne suffirait plus à mesurer leur enrichissement, il faut également tenir compte des plus values et des revenus de rachats d'actions.

Partant de ce fait, la question de recherche qui se dégage est celle de savoir quel est le critère le mieux à même de fournir à l'actionnaire le maximum de garantie quant à l'appréciation et l'optimisation de sa richesse. Dans ce contexte, devrait-on évaluer une banque de manière différente de toute autre société commerciale ?

Qu'elle que soit la nature de l'activité, les méthodes d'évaluation seront toujours fondées, dans une économie de marché, sur une approche capitaliste privilégiant la notion d'appropriation des bénéfices. Une entreprise ne vaut que par le profit qu'un investisseur peut en tirer. Ainsi, l'évaluation dépendra tant des caractéristiques de la banque à évaluer (taille, type d'activité, structure du bilan et résultat....) que des objectifs de la transaction envisagée (une participation minoritaire ne s'évalue pas sur la même base qu'une prise de contrôle).

Comme pour l'ensemble des entreprises, toutes les méthodes proposées en pratique pour l'évaluation des banques, se résument en deux types d'approches pouvant être combinées: l'approche patrimoniale et l'approche par la rentabilité. Au-delà des thèmes traditionnels des parts de marché tant dans le financement des entreprises que des particuliers ou de la collecte des ressources clientèles, les évaluations récentes se focalisent sur deux points délicats à savoir la récurrence des profits issus des activités et le concept de l'EVA (Economic Value Added). Ce dernier représente la richesse générée par

l'entreprise diminuée du coût des ressources financières nécessaires au fonctionnement de la société. Associant risque et rendement, cette mesure économique intègre les niveaux de rentabilités exigés par les pourvoyeurs de fonds et les rapproche au résultat opérationnel.

Notre souci est de proposer une méthode qui offre de meilleures chances d'approximation de la valeur boursière des établissements financiers, mais qui apporte surtout une solution raisonnable et pratique au problème de divergence d'intérêts entre les actionnaires et les dirigeants.

A cet égard, une réadaptation du modèle d'évaluation utilisé par la banque **JP Morgan** sera développée. Cette méthodologie repose sur le consensus selon lequel le marché ne valorise plus seulement les fondamentaux des banques, mais il prend également en compte leurs potentiels de restructuration et de consolidation.

Principe général de l'évaluation selon JP Morgan

La création de valeur est un concept primordial en finance qui puise son fondement particulièrement dans un contexte boursier. Elle repose sur le principe de maximisation de la valeur actionnariale, notion résultante d'une synthèse des différentes composantes de la valeur. Elle dépend en premier lieu de la rationalisation des coûts supportés par l'entreprise en vue d'accroître sa productivité faisant par la même veine intervenir les opportunités de croissance créatrices de valeur aussi bien internes qu'externes. Elle est également largement tributaire du système de gouvernance et de la productivité du personnel. Mais, plus que tout autre paramètre, les fondamentaux constituent la pierre angulaire par laquelle transite la création de valeur.

De part l'étroitesse du lien entre les fondamentaux d'une firme et sa capacité à créer de la valeur, la logique financière fait que le constat de fondamentaux médiocres pour une firme témoigne d'une faible création de valeur, voire même d'une destruction de la richesse (EVA négative). De part leur retard en matière de respect des règles prudentielles, les fondamentaux des banques tunisiennes peuvent être jugés comme étant faibles, néanmoins en nette amélioration, comme le montre l'état des lieux du système bancaire, présenté au début de ce document. On entend par fondamentaux les variables déterminantes pour une banque à savoir son taux de couverture des créances classées par les provisions, son taux de capitalisation, son ratio de solvabilité... Une création de valeur signifie que les investisseurs anticipent l'existence d'une certaine rente sur une certaine durée dont la valeur actuelle permet à l'actif économique de la firme de valoir plus que sa valeur comptable. Partant de ce constat, les banques tunisiennes, accablées par de tels fondamentaux, génèrent une rentabilité en dessous du coût du capital engagé, synonyme d'une mauvaise allocation des ressources. Dans un tel contexte, ce raisonnement nous lance à la poursuite d'un objectif équitable pour l'actionnaire, qui se concrétise par au moins, une EVA nulle (le rendement réalisé couvre au moins le rendement exigé). La priorité du moment est donc de converger vers une rentabilité satisfaisante traduite par une croissance génératrice de valeur, afin de redonner aux banques tunisiennes leur attractivité au niveau boursier. Dans ce sens, une réadaptation du modèle JP Morgan est envisagée. Ce modèle stipule que lors de l'évaluation d'un établissement financier, on prend en considération non seulement sa valeur opérationnelle, mais on évalue également son potentiel lié à une restructuration, c'est-à-dire un changement des orientations stratégiques ou un événement extérieur comme une fusion et/ou privatisation.

Utilisant des modèles de prévisions, la banque **JP Morgan**, a développé des outils quantitatifs destinés à assister les investisseurs dans l'analyse et le pilotage de la performance attendue de leur portefeuille, basée sur des scénarios d'allocation d'actif. Ces scénarios aident à maximiser la probabilité que le prix incorpore une prime de restructuration et/ou fusion, privatisation. En ce qui concerne le secteur financier tunisien, des raisons portent à croire que les prix des banques incorporent déjà une prime liée au potentiel de restructurations futures. Ainsi, une logique inverse à celle suivie par la banque **JP Morgan** va être menée afin de voir si les investisseurs valorisent les banques tunisiennes sur la base de leurs opportunités

de développement futur. Cette hypothèse est tout à fait envisageable vu l'intérêt croissant des investisseurs étrangers au secteur financier tunisien.

La méthodologie poursuivie s'articulera autour des quatre étapes suivantes :

- ✚ D'abord, un premier développement aura pour objectif de constater la faible création de valeur par les banques tunisiennes. Ceci sera mis en avant par l'observation, pour la majorité de ces institutions, d'un rendement réalisé inférieur à celui exigé par les actionnaires.
- ✚ Dans un second temps, en vue d'avoir une rentabilité financière tout juste satisfaisante (EVA nulle), il sera opportun de procéder à un réajustement des fonds propres. Un jugement sera alors porté sur la croissance des bénéfices nécessaire pour parvenir à cette fin..
- ✚ Une fois toutes ces conditions réunies, quelle sera alors l'évaluation adéquate? En admettant que tous les banques retrouvent, ou presque, la valeur du marché en terme de croissance et de profitabilité à un horizon lointain, l'idée est alors de faire une extrapolation des caractéristiques actuelles de chaque établissement, et ce en attribuant des primes ou des escomptes.
- ✚ Finalement, il convient de comparer les cours actuels à ceux ajustés par la mise à niveau des banques étudiées. L'écart exprime les opportunités de croissance génératrice de valeur ainsi que le potentiel lié à des éventuelles fusions/ privatisations et restructurations.

Evaluation Des Banques

Pour valoriser une banque, on a coutume de partir des plans d'affaires et d'appliquer les méthodes d'évaluation nécessaires afin de dégager un prix cible. Dans le cas de cette étude, l'établissement de plans d'affaires s'avère un exercice inutile. En effet, les prévisions ne sont pas publiées par certaines banques de la place. De plus, le secteur bancaire tunisien passe par une période déterminante et, il est ainsi en pleine mutation. Loin d'être dans une phase de stabilité, il n'est pas possible de porter un jugement de manière classique sur les revenus futurs des banques tunisiennes et sur leurs valorisations. À cet effet, l'entrée imminente des banques étrangères sur le marché tunisien devra bouleverser l'environnement bancaire tunisien, instaurant ainsi une concurrence intense au sein du secteur. On s'attend donc à une compression inévitable des marges bancaires. Parallèlement, ces marges sont largement dépendantes des taux d'intérêts directeurs qui illustrent l'orientation du pays et constituent le moyen dont dispose la banque centrale pour appliquer sa politique monétaire. De ce fait, la conjoncture économique constitue un élément d'incertitude additionnel dans la détermination des bénéfices futurs individuels des banques.

Dans ce cadre de manque de visibilité, à court et moyen terme, lié à une activité économique fortement conjoncturelle, et à une volatilité des bénéfices futurs des banques qui opèrent dans un marché concurrentiel, l'approche entamée consiste, en premier lieu à calculer la valeur ajoutée économique de chaque banque de notre échantillon et à voir son évolution sur les quatre dernières années. A l'issue de cet exercice, on pourra identifier les banques qui créent de la valeur et celles, qui au contraire en détruisent. A partir de ce constat, on essaiera de proposer une solution pour les banques qui ont des EVA négatives, et ceci en tenant compte du contexte actuel du secteur bancaire tunisien et de ses défis futurs. La logique est essentiellement basée sur les augmentations de fonds propres nécessaires qu'une banque est contrainte de faire afin de se doter de la solidité nécessaire à la survie et à la rentabilité, dans un environnement voué à être de plus en plus concurrentiel.

Classement des banques selon l'Economic Value Added (EVA)

A ce niveau, les banques étudiées sont classées selon leur capacité à créer de la valeur. La mesure de l'EVA nous indique qu'il faut maximiser le résultat économique et minimiser le coût du capital pour qu'il y ait création de valeur. L'EVA représente la différence entre le résultat d'exploitation net d'impôt et la rémunération des capitaux engagés dans

l'actif économique. Le principal objectif des banques est de disposer d'un niveau suffisant de fonds propres afin de couvrir des pertes potentielles. Etant donné que le coût de la dette est déjà pris en compte dans le résultat économique, le coût des capitaux investis n'est pas ici le coût moyen pondéré du capital, mais plutôt le coût des fonds propres, qui est calculé par le modèle du MEDAF : un coût des fonds propres de 14%, soit un rendement sans risque (BTA 10 ans) égal à 6,9%, majoré d'une prime de risque de 7% (pondérée par un bêta de 1).

$$EVA = \text{Résultat d'Exploitation} * (1-T) - (\text{Coût des Fonds Propres} * \text{Capitaux Investis})$$

EVA (mDT)		EVA (mDT)	
Valeur	2006	Valeur	Trailing-2007
BH	2 871	BH	15 796
ATB	-3 163	BT	-204
BT	-4 039	ATB	-2 023
AB	-11 500	AB	-10 392
BIAT	-31 750	BIAT	-18 475
BNA	-34 343	BNA	-35 237
STB	-39 426	STB	-36 572

Le classement des banques selon le critère de l'EVA relatif à l'exercice 2006, montre que la **BH** est la seule banque à pouvoir dégager une valeur ajoutée positive. Cependant, les deux autres banques publiques, se trouvent en bas du tableau, en présentant des EVA fortement négatives, avec -34 MDT pour la **BNA** et -39 MDT pour la **STB**. Du côté des banques privées, nous retrouvons l'**ATB** et la **BT** en seconde et troisième positions du classement. Les EVA trailing 2007 témoignent d'une amélioration significative dans la création de valeur par ces deux banques.

Trailing-2007		
Valeur	ROE	EVA
BH	14,90%	1,00%
BT	13,60%	-0,30%
ATB	12,70%	-1,20%
AB	9,40%	-4,50%
STB	5,70%	-8,20%
BIAT	5,50%	-8,40%
BNA	5,10%	-8,80%

En outre, l'EVA d'une banque peut également être interprétée comme étant le différentiel entre le ROE réalisé et le rendement exigé par les actionnaires. Au 30-06-2007, toutes les banques ont affiché des EVA négatives, à l'exception de la **BH**. Ainsi, nous retrouvons la **STB**, la **BIAT** et la **BNA**, qui détruisent le plus de la valeur, avec des EVA négatives avoisinant les 8% (c'est-à-dire le rendement réalisé, ROE, est en décalage de 8% par rapport au rendement exigé par les actionnaires). Il ressort de ce constat que la situation actuelle des banques tunisiennes laisse à désirer et que le système bancaire est plutôt en train de détruire de la valeur. Paradoxalement, nous assistons à un intéressement remarquable de la part des investisseurs étrangers au système bancaire tunisien. Cet intérêt est perceptible au niveau des privatisations réalisées sur certaines banques tunisiennes telles que l'**UBCI**, l'**UIB** et **ATTIJARI BANK**.

Notons également, l'offre hors norme proposée par la **Caisse d'Epargne** pour l'entrée dans le capital de la **BTK**. Cet intérêt ne peut se justifier que par la confiance de ces investisseurs en un avenir prometteur pour le secteur. Il relève ainsi de la vision stratégique qu'ils portent sur le système bancaire tunisien vu ses potentialités de croissance suite aux efforts déployés pour la consolidation du système. Cette logique peut aboutir à une bonification des prix accordés aux banques tunisiennes.

Or, le potentiel de croissance que nous avons estimé sur le marché local semble être très limité. En conséquence, la croissance potentielle sera réalisée à travers des possibilités de fusions entre les différents établissements bancaires, dans le but d'acquérir un poids suffisant pour pénétrer des marchés prometteurs en terme de croissance tels que ceux du Maghreb et de l'Afrique Subsaharienne.

A la lumière de ce développement, nous allons privilégier l'évaluation des banques tunisiennes sous l'hypothèse que le secteur continue, avec l'aide des autorités, ses efforts de consolidation et de respect des normes prudentielles. Nous allons donc partir d'un classement des banques étudiées, sur la base de trois ratios prudentiels que nous jugeons les plus déterminants quant à l'atteinte de l'objectif de consolidation du secteur.

Ces trois ratios concernent le niveau de couverture des créances classées par les provisions, le taux de capitalisation défini comme étant le rapport des fonds propres par le total actif et le ratio de solvabilité rapportant les fonds propres aux dépôts. A partir de ces trois ratios, nous allons estimer les efforts nécessaires pour chaque banque pour se conformer aux normes en vigueur et repérer celles qui sont les plus proches de cet objectif. Selon cette logique, étant donné que la rentabilité des banques tunisiennes est déjà faible, l'effort de consolidation va sûrement absorber une partie de leurs rentabilités à court terme. Les banques trouveront alors leurs ROE encore plus affaiblis. Une croissance significative des bénéfices sera ainsi impérative pour que les banques réalisent au moins le rendement exigé par les actionnaires, soit une valeur ajoutée nulle. Rappelons, toutefois, que ce constat ne remet pas en question l'opportunité d'investir dans le secteur bancaire vu que les banques tunisiennes sont intéressantes de part leur avenir prometteur, conformément aux développements précédents. Pour ce faire, nous allons déterminer la croissance nécessaire des bénéfices pour que chaque banque réalise au moins exactement le rendement exigé par l'actionnaire, et ce après avoir réalisé les efforts nécessaires de consolidation.

Classement selon l'exigence en fonds propres

Dans la détermination du niveau des fonds propres nécessaire pour chaque banque, on s'est référé à trois ratios prudentiels qui sont, le taux de capitalisation, le ratio de solvabilité et le taux de couverture des créances classées.

Le taux de capitalisation (FP/total actif) est utilisé comme approximation du ratio Cooke vu que nous ne pouvons pas calculer ce ratio nous-mêmes du fait que l'on n'ait pas accès aux risques encourus des banques. Le ratio Cooke réglementaire étant de 8%, nous allons exiger un ratio Fonds Propres sur Actifs plus élevé de l'ordre de 10%, vu que l'actif ne prend pas en compte les risques encourus, comme c'est le cas du ratio Cooke.

La classification des banques selon ce ratio montre que toutes les banques, à l'exception de la **BT**, affichent des ratios nettement en dessous du seuil de 10%. La classification des banques selon ce ratio montre que toutes les banques, à l'exception de la BT, affichent des ratios nettement en dessous du seuil de 10%. A ce niveau nous allons considérer l'hypothèse que les banques ne respectant le seuil de 10%, pallient cette insuffisance via une levée de fonds. Pour ce faire, nous allons mesurer, pour chaque banque, le niveau additionnel de fonds propres nécessaire pour respecter ce ratio minimal. Ce niveau sera déterminé à la date du 30-06-2007. Puis, pour en tenant compte des éventuelles augmentations de capital et émissions d'emprunts subordonnés réalisées depuis cette date jusqu'au 10-04-2008, nous allons déterminer la levée de fonds nécessaire au 10-04-2008.

Ce dernier exercice a révélé, qu'en date du 30-06-2007, la **BH**, la **BNA** et la **BIAT** sont les banques les plus en besoin de fonds propres.

Valeur	FP/Total Actif au 30-06-2007	FP minimums exigés (mDT)	FP additionnels (mDT)
BT	16,85%	-	-
AB	8,94%	255 170	27 145
STB	9,21%	478 636	37 789
ATB	7,58%	241 057	58 343
BIAT	8,33%	451 588	75 461
BH	7,70%	376 308	86 386
BNA	8,06%	457 118	88 658
Ratio cible	10%		

Le ratio de solvabilité, second ratio cible considéré, évalue la couverture des dépôts par les fonds propres. Pour un seuil de 12% exigé pour ce ratio, nous retrouvons la **BT** et la **STB** comme seules banques respectant cette norme. Cependant, la **BIAT** paraît la banque la plus en besoin de fonds propres additionnels (+81 707), toujours en se référant à ce ratio de solvabilité.

Valeur	FP/Dépôts	FP minimums exigés (mDT)	FP au 30 -06-2007 (mDT)	FP additionnels (mDT)
BT	24,60%	158 440	324 173	-
STB	13,30%	397 171	440 847	-
BH	11,90%	292 980	289 922	3 058
AB	11,30%	241 957	228 025	13 932
BNA	10,70%	411 501	368 460	43 041
ATB	9,40%	232 969	182 714	50 255
BIAT	9,90%	457 834	376 127	81 707
Ratio cible	12%			

Le taux de provisionnement des créances classées, troisième et plus importante norme prudentielle considérée, est fixé à un minimum de 70%. Cependant, cet objectif est loin d'être respecté par la plupart des banques tunisiennes. Dans l'échantillon considéré, trois banques se trouvent en manque de provisions : la **BIAT**, l'**Amen Bank**, la **STB** et la **BNA**. En fait, il existe trois moyens possibles de faire en sorte que ce ratio respecte la norme pour une banque donnée. La banque peut procéder à la radiation d'une partie substantielle des créances classées de sorte que les provisions actuelles arrivent à couvrir les créances classées restantes. Elle peut aussi, céder une partie de ses créances improductives à une société de recouvrement. Le troisième moyen consiste à simplement augmenter les provisions. Nous allons considérer ce dernier cas, en supposant que les banques en manque de provisionnement, procèdent à une augmentation de capital pour pallier cette insuffisance. La **STB** est ainsi la banque la plus en manque de provisions.

Valeur	Taux de couverture (2006)	Montant des provisions (mDT)	Provisions réglementaires (mDT)	Provisions manquantes (mDT)
BT	98,51%	110 386	-	-
ATB	74,04%	120 384	115 058	-
BH	71,17%	186 369	183 305	-
BIAT	59,75%	274 974	322 145	47 171
BNA	52%	-	-	-
STB	41,51%	699 000	1 178 752	479 752
AB	41,38%	182 500	308 724	126 224
Taux de couverture cible	70%			

En se basant sur les trois ratios prudentiels cités ci haut, nous avons pu dégager les montants nécessaires en fonds propres que chaque établissement bancaire étudié, devrait avoir afin de se conformer aux normes et respecter les ratios prudentiels considérés. La **BT** est la seule banque de notre échantillon qui soit dans les normes et qui n'ait aucun besoin d'augmenter ses fonds propres. La **STB** est la banque qui a besoin de la plus importante levée de fonds. Rappelons que cette situation difficile revient essentiellement à l'héritage d'un montant très important de créances classées suite à l'opération de fusion qu'elle a entreprise avec la BDET et la BNDT en 2000, de même qu'à sa grande dépendance envers le secteur du tourisme, qui est un secteur fragile et fortement conjoncturel. Cependant, banque publique, la **STB** jouit d'un fort soutien attendu de l'Etat tunisien en cas de difficulté.

Valeur	FP additionnels finals au 30-06-2007 (mDT)	Augmentation de capital ou emprunt subordonné (mDT)	FP additionnels finals (mDT)
BT	0	-	0
BH	86 386	70 000	16 386
ATB	58 343	-	58 343
BNA	88 658	-	88 658
BIAT	128 879	-	128 879
AB	153 369	15 000	138 369
STB	517 541	-	517 541

Classement selon le besoin en croissance des bénéfices

La principale contrainte des banques n'est pas de financer leur exploitation mais de disposer d'un niveau suffisant de fonds propres pour absorber les pertes potentielles. Les autorités financières exigent alors un niveau minimum des fonds propres en rapport avec les ressources et les engagements des banques. L'exigence en fonds propres nécessaires pour satisfaire les normes prudentielles et afin de se doter d'une solidité financière rassurante aura pour effet d'accentuer la faiblesse de la rentabilité des fonds propres. Or, les investisseurs exigent une rentabilité financière aux alentours de 14%, ce qui pour la plupart des banques de la place, est loin d'être réalisé. Une croissance significative des bénéfices s'avère ainsi indispensable pour rendre les banques tunisiennes plus attractives aux investisseurs stratégiques. A ce niveau, nous allons essayer d'estimer le besoin en croissance des bénéfices pour chaque banque, compte tenu des augmentations hypothétiques des fonds propres, et de faire un classement selon ce besoin.

Valeur	FP additionnels (mDT)	FP au 30-06-2007 (mDT)	FP totaux (mDT)	Bénéfice Net Trailing 2007 (mDT)	Bénéfice Net/ EVA=0 (mDT)	Taux de croissance des bénéfices
BH	16 386	289 922	306 308	43 088	42 883	0
BT	0	324 173	324 173	43 984	45 384	3,18%
ATB	58 343	182 714	241 057	23 284	33 748	44,94%
AB	138 369	228 025	366 394	21 359	51 295	140,16%
BNA	88 658	368 460	457 118	18 948	63 997	237,75%
BIAT	128 879	376 128	505 006	20 596	70 701	243,27%
STB	517 541	440 847	958 388	25 067	134 174	435,26%

La **BH** est la seule banque dont les bénéfices soient capables de supporter l'augmentation nécessaire en fonds propres en réponse aux normes prudentielles. A l'opposé, les bénéfices actuels de la **STB** semblent être très limités pour répondre à ces normes. En effet, la **STB** devrait quadrupler ses bénéfices actuels afin de disposer d'une assise financière solide. Pour la **BT** et l'**ATB**, l'objectif de se conformer aux règles prudentielles semble être accessible du fait que ces deux banques soient contraintes d'accroître leurs bénéfices à des taux respectifs de 3,18% et 44,94%, taux jugés raisonnables.

Néanmoins, il importe de signaler que la consolidation des fonds propres aurait pour effet de baisser substantiellement les charges de provisions, et par conséquent, les augmentations des bénéfices nécessaires à l'atteinte de la rentabilité voulue.

Théorie financière et valeur ajoutée

En se référant à la théorie financière, les banques présentant des opportunités de croissance considérables ont tendance à ne pas distribuer des dividendes ou à opter pour une faible distribution de dividendes. Dans ce cas, les actionnaires sont satisfaits du fait que la rentabilité interne soit importante. Cependant, les banques à maturité, ou évoluant dans un secteur à maturité et, par conséquent, dont les opportunités de croissance futures sont limitées, auront tendance à verser un dividende important. Par ce biais, elles distribuent aux actionnaires une part importante du résultat et ne réinvestissent que le reliquat, puisque le taux de rentabilité interne est normal. Cette analyse peut se retrouver en se plaçant sous les hypothèses du modèle de Gordon-Shapiro qui détermine le cours de l'action à partir de la formule suivante : $\text{Cours} = \text{BPA} / k - r(1-d)$, où « d » désigne le taux de distribution des dividendes, « k », la rentabilité exigée par les actionnaires et « r », la rentabilité des fonds propres.

Dans cette optique, trois cas de figure peuvent se présenter. D'abord, la rentabilité exigée par les actionnaires peut être supérieure à la rentabilité des fonds propres de la banque. Dans ce cas et afin de satisfaire les actionnaires, l'établissement doit augmenter son dividende, et pourrait aller jusqu'à la distribution de la totalité de son résultat. Ensuite, la rentabilité exigée par les actionnaires peut être égale à la rentabilité financière. Devant une telle situation, la banque est considérée en maturité, définie par une croissance des bénéfices nulle où les actionnaires seront indifférents entre recevoir un dividende ou pas. Enfin, la rentabilité exigée par les actionnaires peut être inférieure à la rentabilité financière de la banque. Dans ce cas, la banque doit distribuer de moins en moins son résultat et réinvestir le reliquat en vue d'une éventuelle création de valeur.

D'après le développement précédent, une conclusion commune peut être mise en évidence : il n'y a « création de valeur pour les actionnaires », reflétée dans le cours des actions sur le marché, que lorsque la rentabilité des fonds propres réalisée par la banque est supérieure à la rentabilité qu'ils exigent. A partir de ce constat, et en se plaçant dans le cadre des banques tunisiennes, qui vraisemblablement sont loin de dégager un ROE dépassant le taux de rendement exigé par les actionnaires, il importe de converger vers un ROE au moins égal au rendement exigé par les actionnaires. Ainsi, nous allons, à ce niveau, exiger pour chaque banque étudiée un ROE tout juste satisfaisant les exigences des actionnaires. Suite à cela, nous déterminerons un PER d'équilibre pour le secteur bancaire.

Partant de la théorie relatée ci-haut, mettant en évidence la relation entre le prix payé et la croissance à valeur ajoutée, nous proposons une grille d'évaluation en fonction de la pertinence du taux de croissance implicitement incorporé dans le prix de l'action et de sa contribution à la création de richesse. Certes, les fondamentaux des banques, mise à part la **BH**, et avec un moindre degré la **BT** et l'**ATB** sont loin de satisfaire la relation de rendement réalisé égal au rendement exigé. Néanmoins, au regard des efforts déjà fournis par les banques tunisiennes, nous n'avons aucun doute sur leur capacité à converger vers la rentabilité souhaitée, à plus ou moins moyen terme, à des échéances tout de même différentes pour les banques privées et celles publiques. Pour ce faire, l'évaluation sera réalisée sur la base d'une situation d'équilibre atteinte suite aux opérations envisagées de consolidation des fonds propres. Une décomposition des prix des titres sera ensuite effectuée en vue de déterminer les proportions du prix qui rémunèrent respectivement, la rentabilité actuelle des banques, ses perspectives de restructuration et éventuellement des scénarios de fusions ou de privatisations.

Détermination d'un PER d'équilibre pour le secteur bancaire

La théorie financière stipule que pour un rendement des fonds propres égal au rendement exigé par les actionnaires, l'EVA est nulle, et le prix de l'action peut être défini comme étant l'actualisation à l'infini des bénéfices ($\text{cours} = \text{BPA} / k$). Le PER n'est donc que l'inverse du taux de rendement exigé ($\text{PER} = 1/k$). Le taux de rendement exigé de 14% est obtenu à partir du MEDAF. Pour ce taux, nous estimons un PER, à l'équilibre pour les banques tunisiennes, aux alentours de 8 fois.

Ce raisonnement est confirmé par l'évaluation des banques européennes qui sont de loin plus robustes, plus rentables et plus matures que leurs homologues tunisiennes. Nous remarquons que ces banques se transigent, en moyenne, entre 8 à 10 fois leurs bénéfices. Tenant compte du retard au niveau de la gestion des risques et de la rentabilité que présentent les banques tunisiennes, par rapport au système bancaire européen, un PER de 8 fois est donc raisonnable.

Avec un PER égal à 8 et en tenant compte des augmentations nécessaires au niveau des fonds propres et des bénéfices, les cours estimés de chaque banque sont présentés dans le tableau suivant :

Valeur	Bénéfice Net/ EVA=0 (mDT)	Nombre d'actions après levée de fonds	BPA ajusté (DT)	PER d'équilibre	Cours estimé (DT)	Cours au 10-04-2008 (DT)
AB	51 295	13 363 586	3,838	8	30,71	28,10
ATB	33 748	70 326 177	0,480	8	3,84	6,12
BH	42 883	18 516 100	2,327	8	18,62	32,70
BIAT	70 701	20 481 323	3,452	8	27,62	36,60
BNA	63 997	30 086 280	2,127	8	17,02	9,15
BT	45 384	7 500 000	6,051	8	48,41	111,11
STB	134 174	79 800 691	1,681	8	13,45	10,29

Or, le PER de 8 fois correspond à une valorisation moyenne des banques tunisiennes. Pour chaque banque, le multiple des bénéfices, s'écartera de ce PER moyen en fonction de ses spécificités et de la perception des investisseurs de sa stratégie. En effet, dans la pratique, toutes les banques n'ont pas les mêmes caractéristiques : des tailles différentes, des stratégies différentes, des ratios prudentiels respectés pour certaines et non respectés pour d'autres...

De ce fait, il s'avère pertinent d'accorder des primes, afin de réviser à la hausse le cours de certaines valeurs, et des escomptes, en vue de réduire le prix de certaines autres. Pour cette fin, une grille d'évaluation a été établie, incorporant les principaux ratios, et indiquant le rang occupé par chaque banque par rapport aux autres. A partir de ce classement, on essaiera d'apprécier la crédibilité de chaque banque quant aux stratégies poursuivies, puis on intégrera cela dans la valorisation de chaque banque.

Valeur	Taux de couverture des créances classées	Ratio de solvabilité (FP/ Dépôts)	Taux de capitalisation (FP/Actifs)	Coefficient d'exploitation	ROE	Prime/Escompte
AB	7	4	3	3	4	-10%
ATB	2	6	7	2	3	30%
BH	3	3	6	4	1	25%
BIAT	4	7	4	6	6	10%
BNA	5	5	5	5	7	-20%
BT	1	1	1	1	2	40%
STB	6	2	2	7	5	-20%

En fonction du classement de chaque banque par rapport aux critères considérés, une prime ou un escompte ont été appliqués. La prime la plus importante (+40%) à été attribuée à la **BT** du fait de sa qualité d'actifs hors pair, de l'adéquation du niveau de ses fonds propres à ses risques encourus ainsi que sa rentabilité satisfaisante. Parallèlement, l'escompte le plus important a été accordé à la **BNA** et la **STB** vu, principalement, leur qualité d'actif en deçà de la moyenne ainsi que l'importance de leurs charges de gestion.

Valeur	PER d'équilibre (x)	Prime/Escompte relative à la qualité	PER ajustés (x)	BPA ajustés (DT)	Cours Ajustés (DT)	Cours au 10-04-2008 (DT)	% *
AB	8	-10%	7,2	3,838	27,64	28,10	1,64%
ATB	8	30%	10,4	0,480	4,99	6,12	18,46%
BH	8	25%	10,0	2,327	23,27	32,70	28,84%
BIAT	8	10%	8,8	3,452	30,38	36,60	17%
BNA	8	-20%	6,4	2,127	13,61	9,15	- 48,74%
BT	8	40%	11,2	6,051	67,77	111,11	39%
STB	8	-20%	6,4	1,681	10,76	10,29	- 4,57%

* désigne le pourcentage de la prime (ou de l'escompte) dans le cours de l'action au 10-04-2008.

Les cours ajustés calculés dans le tableau précédent permettent d'identifier trois catégories de titres:

- ✚ Un premier groupe comprend les banques surévaluées : **ATB, BH, BIAT** et **BT**, et celles presque correctement évaluées, **Amen Bank**. Les prix actuels de ces banques incorporent à la fois une « prime de restructuration » et une « prime de qualité ». La prime de qualité est accordée suite à l'observation de bons fondamentaux tels qu'une bonne qualité d'actif, un bon taux de provisionnement, une bonne répartition des crédits par secteurs d'activité... La « prime de restructuration », quant à elle, reflète la crédibilité des efforts de consolidation des banques chez les investisseurs ainsi que leur confiance en la réussite de la banque à se conformer aux exigences internationales du secteur dans un avenir proche. En d'autres termes, les investisseurs perçoivent ces valeurs sur la base de leurs situations actuelles, et tiennent compte des efforts de restructuration et de consolidation entrepris par ces banques ces derniers temps.
- ✚ Le second groupe comprend les titres sous évalués : **BNA** et **STB**. Ces deux banques publiques sont pénalisées par le marché du fait qu'elles soient accablées par d'importants niveaux de créances classées, que leurs activités soient fortement conjoncturelles... De plus, la crédibilité des efforts de restructuration pour le cas des banques publiques, n'est importante que si un scénario de privatisation se profile à l'horizon. Cependant, ces banques peuvent présenter des opportunités intéressantes pour les investisseurs de *long terme* du fait que, d'une part, les opérations de restructuration n'ont pas encore donné leurs fruits pour être perçues par le marché, et d'autre part, il existe des opportunités potentielles de fusion et d'expansion pour ces banques qui font que leurs évaluations peuvent être bonifiées dans le futur.

Finalement, rappelons que les prix accordés aux banques étudiées, sont déterminés sous l'hypothèse de réalisation de levées de fonds nécessaires à la conformité aux règles prudentielles considérées.

Conclusion

A la lumière des développements précédents, il ressort que le secteur bancaire tunisien est en pleine mutation. S'étant engagé dans de vastes programmes de restructuration et de modernisation depuis son édification, il a pu réaliser un renforcement considérable de ses assises financières ainsi qu'une amélioration graduelle de sa rentabilité. L'effort de restructuration se poursuit jusqu'à présent et des progrès ont ainsi été enregistrés à différents niveaux, avec toutefois des disparités notables entre les différents établissements considérés individuellement. Actuellement, l'effort est axé sur la consolidation et sur le respect des règles prudentielles imposées par le comité de Bâle I. A l'aube de l'entrée en vigueur de la libéralisation des services en Tunisie, et avec l'arrivée impérieuse de géants internationaux de la profession bancaire, le besoin de se conformer aux normes internationales se fait des plus pressants.

Dans ce contexte, le secteur bancaire tunisien se trouve être un des meilleurs parmi ses homologues au niveau régional (nord-africain et maghrébin). Il présente, toutefois, un certain retard par rapport au secteur marocain, vu que les restructurations au

Maroc ont été engagées bien avant. Les principales faiblesses qui persistent au sein du secteur bancaire tunisien sont relatives aux fondamentaux qui, quoiqu'en amélioration, restent en dessous des standards internationaux, notamment en matière de créances classées, de provisionnement, de capitalisation... Ceci appelle impérativement à des efforts supplémentaires pour se conformer à ces standards, conformité certainement très coûteuse. Ceci étant, la rentabilité des banques doit considérablement progresser pour assurer une telle mise à niveau.

Or, le développement de la rentabilité des banques est fortement tributaire de leur potentiel de croissance. A cet effet, notre appréciation de ce potentiel sur le marché local a révélé une croissance pas très importante. Dans une telle situation, le développement logique consiste en une rationalisation du nombre et de la taille des institutions bancaires à travers notamment des opérations de fusions. Ces opérations doteront les banques tunisiennes de la taille et du poids nécessaires à l'accès aux marchés à fort potentiel de croissance (Libye et Afrique Subsaharienne) et à pouvoir concurrencer les établissements qui comptent également s'y introduire.

L'enjeu est alors de se conformer, dans un premier temps, aux normes internationales pour maîtriser le risque encouru et d'assainir la culture du crédit afin d'assurer un développement sain. Cet assainissement augmentera les chances de privatisations ou de fusions pour se préparer à l'accès aux marchés étrangers.

L'analyse des banques couvertes par cette étude, en relation avec l'environnement dans lequel elles évoluent a permis d'identifier trois catégories de valeurs :

- ✚ Une première catégorie regroupe des valeurs qui sont caractérisées par de bons fondamentaux : un portefeuille sain, une bonne gestion des risques, un niveau adéquat de provisionnement. Seule note discordante, ces valeurs se vendent très cher sur le marché boursier. Avec l'actif le plus sain du secteur, la **BT** est l'exemple parfait de cette catégorie. Nous pouvons également y inclure l'**ATB** du fait qu'elle présente de bons fondamentaux. Avec des efforts incontestables de mise à niveau et de gestion des risques, ces valeurs constituent une « garantie de qualité » dans un secteur où la qualité se trouve être une denrée rare. Dans une logique de portefeuille, la **BT** et l'**ATB** peuvent être considérées comme des valeurs de fond. Il serait intéressant de miser sur ces valeurs, quitte à payer une prime.
- ✚ Une deuxième catégorie est constituée de valeurs qui présentent des fondamentaux de qualité, certes moindre, mais satisfaisante et qui sont en nette amélioration. Il s'agit de banques à fort potentiel de croissance, mais qui se vendent aussi cher sur le marché : c'est le cas de l'**Amen Bank**, la **BH** et la **BIAT**. Vu les progrès et les efforts perceptibles pour l'amélioration de leur système de gestion, ces banques jouissent d'une crédibilité indéniable quant à leur développement futur. Une fois l'actif convenablement assaini et leurs fondamentaux conformés aux normes internationales, ces banques pourraient facilement être sujettes à des privatisations ou à des fusions. Il s'en suit naturellement une amélioration de la gouvernance, une meilleure rigueur au niveau de la gestion et une rentabilisation optimale des ressources.
- ✚ Enfin, la troisième catégorie regroupe des institutions qui présentent les moins bons fondamentaux, bien qu'ils soient en progrès, et qui sont loin de respecter les ratios prudentiels. C'est le cas de la **STB** et de la **BNA**. Au niveau de la valorisation, il est apparu que leurs prix n'incorporent pas de primes liées à des possibilités de fusions ni de restructurations. Sans doute, les investisseurs ne croient pas à la possibilité d'occurrence de tels scénarios vu la faible qualité de leurs fondamentaux. Cependant, la **STB**, possédant l'actif le plus important du secteur, est une valeur stratégique du fait qu'un investisseur qui prévoit des évolutions favorables quant au développement de l'activité du secteur du tourisme en Tunisie peut miser sur cette valeur. De même, l'investissement dans la valeur

BNA, équivaut à un call sur une banque universelle avec une expertise dans le financement de l'agriculture. Nous estimons toutefois que les chances de privatisation de la **BNA** sont minimales vu qu'elle finance un secteur stratégique de l'économie tunisienne. Étant légalement interdit pour les étrangers d'acquiescer des terrains agricoles en Tunisie, il semble dérisoire de voir le financement de l'ensemble du secteur attribué à des non tunisiens.

Ceci étant, sur un horizon d'investissement de long terme, nous estimons que ces banques présentent de bonnes valeurs à couple risque/ rendement élevé, qui en cas d'apurement, pourraient générer une rentabilité très intéressante.

Finalement, l'investissement dans le secteur bancaire tunisien s'avère intéressant vu le potentiel qui lui sera offert suite à une refonte de son paysage par des opérations de fusions. Ceci est toutefois tributaire de la multiplication des efforts en matière de restructuration par les banques tunisiennes, et que les éventuelles possibilités de fusions se présentent dans le futur. En effet, une fois la taille des établissements de crédits tunisiens sera suffisamment grande pour se frayer une place sur les marchés à fort potentiel de croissance, il sera possible de tirer partie de leur développement futur. Néanmoins, quelque soit la taille atteinte, il ne sera pas possible de concurrencer les géants du domaine bancaire au niveau international. La solution consiste plutôt à se focaliser sur des créneaux bien spécifiques dans l'Afrique en misant sur la flexibilité décisionnelle des banques tunisiennes de part leurs tailles relativement plus faibles, ainsi que le *fit* culturel entre les populations du continent africain.

Par ailleurs, dans un contexte caractérisé par un manque de visibilité comme le souligne cette analyse, il relève de l'absurdité de miser sur une valeur bien précise du secteur bancaire. Il convient, en effet, de détenir un portefeuille diversifié couvrant les différentes catégories de titres de manière à réaliser un minimum de rentabilité quelque soit l'état de la conjoncture.

Les « valeurs de qualité », à savoir la **BT** et l'**ATB**, comprises dans la première classe d'investissement, constituent le gage de qualité, en cas d'éventuels retournements conjoncturels. Il serait ainsi intéressant, de s'exposer à de tels titres, quitte à payer une prime supplémentaire de qualité.

D'un autre côté, nous proposons à l'investisseur de miser sur la **BH** et l'**Amen Bank** pour leur potentiel de fusion et leurs opportunités de croissance futures. Ces titres se transigent relativement cher, moyennant « une prime de restructuration ». La détention de tels titres permettra à l'investisseur de ne pas manquer à prendre part à leurs importantes possibilités de développement. La troisième classe d'investissement, regroupant les titres ayant les fondamentaux les moins bons, est caractérisée par une valorisation intéressante. Après le nettoyage de leurs bilans, ces valeurs sont de bonnes candidates à la privatisation, particulièrement la **STB**. L'occurrence de tels scénarios peut rendre l'investissement dans ces valeurs des plus lucratifs. La **BNA**, quant à elle, en dépit des efforts déployés en matière de provisionnement, reste encore à 40% d'escompte de sa valeur d'équilibre, ce qui rend sa valorisation plus intéressante.

LEXIQUE

- ✚ **BCT** : Banque Centrale de Tunisie
- ✚ **BPA : Bénéfice par action** : Bénéfice net / nombre d'actions en circulation.
- ✚ **Capitalisation boursière** : Cours du titre coté * nombre d'actions
- ✚ **CDL** : Les créances douteuses et litigieuses des banques
- ✚ **Charges de gestion** : Charges de personnel + autres charges d'exploitation
- ✚ **Coefficient d'exploitation** : Charges de gestion / Produit net bancaire
- ✚ **Cours** : Cours de clôture à la date indiquée
- ✚ **EVA : Economic Value Added**, définie comme étant la différence entre le résultat d'exploitation net d'impôt et la rémunération des capitaux engagés dans l'actif économique
- ✚ **Investment Highlights** : Faits saillants
- ✚ **Multiple de l'actif** : Capitalisation boursière / Total Actif
- ✚ **Multiple du PNB** : Capitalisation boursière / PNB
- ✚ **Multiple du résultat d'exploitation** : Capitalisation boursière / Résultat d'exploitation
- ✚ **PBR: (Price to book Ratio)**; Cours du titre / FPA
- ✚ **PER : (Price to Earnings Ratio)**; Cours du titre / BPA
- ✚ **PNB** : Produit Net Bancaire
- ✚ **Points de base** : 1 point de base correspond à 0,01%
- ✚ **Trailing 2007**: Du 30 juin 2006 au 30 juin 2007
- ✚ **ROA : Bénéfice net/ total actif** ; exprime la rentabilité des actifs
- ✚ **ROE (Return On Equity) : Bénéfice net / Fonds Propres** ; exprime la rentabilité des fonds propres
- ✚ **Yield : (ou dividend yield) Taux de rendement des dividendes** ; défini comme le rapport de dividende par le cours