

Compte de résultat

| En MDt | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020e | 2021p |
|---|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Créances sur la clientèle | 3 836 | 4 477 | 5 207 | 5 440 | 5 715 | 5 943 | 6 122 |
| <i>Progression</i> | - | 17% | 16% | 4% | 5% | 4% | 3% |
| Dépôts clientèle | 4 871 | 5 460 | 6 002 | 6 761 | 7 161 | 7 447 | 7 671 |
| <i>Progression</i> | - | 12% | 10% | 13% | 6% | 4% | 3% |
| PNB | 275 | 317 | 362 | 436 | 484 | 440 | 514 |
| <i>Progression</i> | - | 15% | 14% | 21% | 11% | -9% | 17% |
| Dotations aux provisions sur les créances | -15 | 0 | 13 | 35 | 19 | 20 | 45 |
| <i>Coefficient d'exploitation</i> | 54% | 50% | 47% | 47% | 45% | 55% | 52% |
| Résultat net* | 91,2 | 119,6 | 136,5 | 151,1 | 178,6 | 125,7 | 141,5 |
| <i>Progression</i> | - | 31% | 14% | 11% | 18% | -30% | 13% |
| Résultat net part du groupe* | 95,6 | 118,3 | 140,4 | 158,6 | 186,2 | 131,7 | 147,9 |
| <i>Progression</i> | - | 24% | 19% | 13% | 17% | -29% | 12% |

* Retraité des éléments exceptionnels comme les plus ou moins values sur cession d'actifs et la contribution conjoncturelle au budget de l'Etat. Rappelons que les lois de finances de 2017 et 2018 ont imposé aux banques de payer, en plus de l'impôt sur les sociétés une contribution conjoncturelle exceptionnelle. Le montant de cette charge exceptionnelle a été fixé à 7,5% du résultat fiscal en 2016. Ce taux a été ensuite revu à la baisse à 5% en 2017 et à 4% en 2018.

♦ **L'année 2019 a été concluante pour Attijari Bank. La filiale du Groupe Attijariwafa Bank a publié des résultats alliant croissance et discipline prudentielle.**

♦ **A l'instar de ses consœurs, Attijari devrait composer avec un environnement post-COVID morose marqué par un investissement en berne, une hausse des risques d'impayé et une liquidité tendue. Mais, Attijari devrait être relativement parmi les banques les moins touchées par la crise, grâce à son assise financière solide, à sa bonne qualité du portefeuille et à son matelas de liquidité confortable.**

♦ **Interrogé sur les derniers développements de l'affaire de la douane, le management a affirmé que la banque a obtenu gain de cause dans toutes les voies de recours devant les tribunaux.**

♦ **Attijari a bien résisté en bourse au vent de panique qui a soufflé sur le secteur depuis la propagation du COVID-19 en Tunisie et l'annonce de la BCT de la suspension de la distribution des dividendes par les banques au titre de 2019. L'action traite à une valorisation décotée qui sous-estime les qualités fondamentales d'Attijari (une bonne qualité du portefeuille et un ratio de transformation nettement inférieur à la limite réglementaire) et son profil de croissance supérieur à ses pairs cotés. Nous révisons à la hausse notre recommandation sur Attijari Bank de « Conserver avec perspectives positives » à « Acheter ».**

Prix : 29,800 Dt

Acheter

Actionnariat*

| | |
|---------------------------|-------|
| Groupe ATTIJARIWAFI BANK: | 59,0% |
| Groupe MZABI: | 11,1% |
| Groupe DRISS: | 9,7% |
| Groupe POULINA: | 2,3% |
| Flottant: | 17,9% |

Capitalisation boursière: 1 214MDt

Ratios boursiers**:

PER 2020e: 9,2x

P/B 2020e: 1,4x

Yield 2019: 0%

Performance 2020: **-8,8%**

ROE 2019:33,6%

* Actionnariat au 31 décembre 2019.

** Données au 26/06/2020.

Positionnement de Attijari Bank dans le secteur coté (2019)

♦ **Dépôts:** 4^{ème} avec une part de marché de 10,8%

♦ **Crédits:** 6^{ème} avec une part de marché de 8,4%

♦ **PNB:** 5^{ème} avec une part de marché de 9,8%

I- Faits & éléments saillants au 31 décembre 2019

▪ A l'image de ses consœurs cotées, Attijari Bank a enregistré un ralentissement de sa collecte en 2019 en raison du resserrement des liquidités sur le marché. Les dépôts se sont accrus de 6% (contre une progression moyenne de 11% sur la période 2016-2018), dépassant la barre de 7 milliards de dinars (à 7,2 milliards de dinars). Cette performance a été alimentée par les dépôts à terme (+11% à 1,6 milliard de dinars) et les dépôts d'épargne (+6% à 2,3 milliards de dinars). Malgré leur croissance timide en 2019 (+3% à 3,2 milliards de dinars), les dépôts à vue conservent leur part du lion dans les ressources de la banque (une proportion de 45,1%) et continuent à lui valoir un coût des ressources parmi les plus faibles du secteur (4,2% selon nos estimations contre une moyenne sectorielle de 5,6%).

▪ Dans la continuité de 2018, l'activité du crédit a également réduit la cadence. La croissance des engagements d'Attijari est ressortie à 5%, contre une évolution moyenne de 10% sur la période 2016-2018. Grâce à une croissance des dépôts supérieure à celle des crédits pour deux années de suite (2018 et 2019), la banque est parvenue à réduire son ratio de transformation réglementaire à 108% en 2019 (contre un maximum réglementaire de 120%); un niveau parmi les plus faibles du secteur. Il confère à la banque une marge de manœuvre considérable pour revigorer sa croissance dès les premiers signes de reprise post-COVID.

▪ Sans grande surprise, Attijari Bank a affiché une décélération de la croissance de son PNB (+11% à 484,2MDt contre une évolution moyenne de 17%

sur l'intervalle 2016-2018). La marge d'intérêt (une évolution 24% à 251,7MDt), dopée par le relèvement du taux directeur depuis février, et les commissions (une évolution de 6% à 110,8MDt) ont pris le relais des autres revenus.

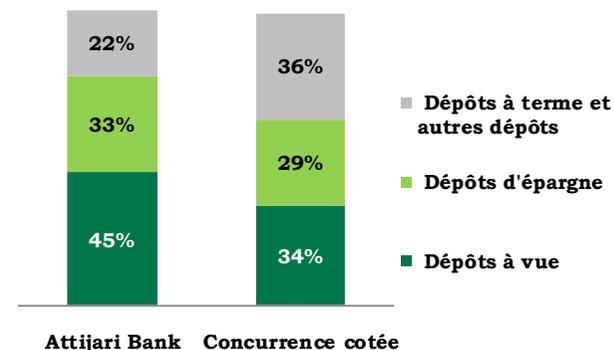
▪ La bonne orientation du PNB conjuguée à la maîtrise des frais généraux (+8% à 220,3MDt) ont permis à la banque d'améliorer sa productivité. Le coefficient d'exploitation s'est établi à 45% (soit un repli de deux points de pourcentage par rapport à 2018); un niveau en ligne avec le secteur.

▪ La qualité du portefeuille d'Attijari Bank demeure dans les standards les plus hauts du secteur. En 2019, le taux de créances classées est ressorti à 6,4%, en amélioration de 0,2 point de taux par rapport à 2018. Le taux de couverture s'est, quant à lui, établi à 87,9% et il reste de ce fait le taux le plus élevé du secteur.

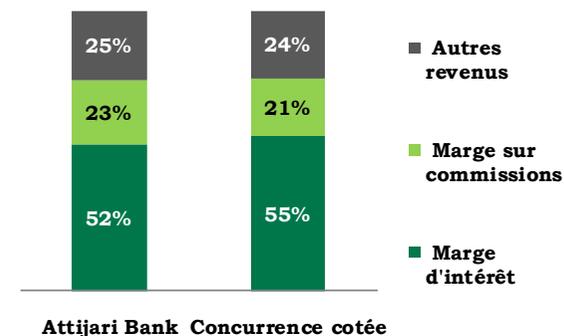
▪ La bonne tenue de l'activité d'exploitation et la baisse de l'enveloppe des provisions en 2019 (-49% à 18,1MDt) ont libéré un potentiel de croissance bénéficiaire pour la banque. Attijari a terminé l'année avec une croissance du résultat net (avant éléments exceptionnels) de 18% à 178,6MDt. La croissance organique des bénéfices a valu à Attijari d'améliorer son ratio de solvabilité global, le portant à 14,2%, contre 12,2% à fin 2018.

▪ Au niveau consolidé, Attijari a profité des bénéfices dégagés par ses filiales, notamment Attijari Assurances (un résultat net de 3,3MDt) et Attijari Leasing (un résultat net bénéficiaire de 2,1MDt) pour afficher un résultat net part du groupe de 186,2MDt (avant éléments exceptionnels), soit une progression de 17% par rapport à 2018. Avec un ROE de 34%, Attijari Bank est de loin la banque la plus rentable de la cote.

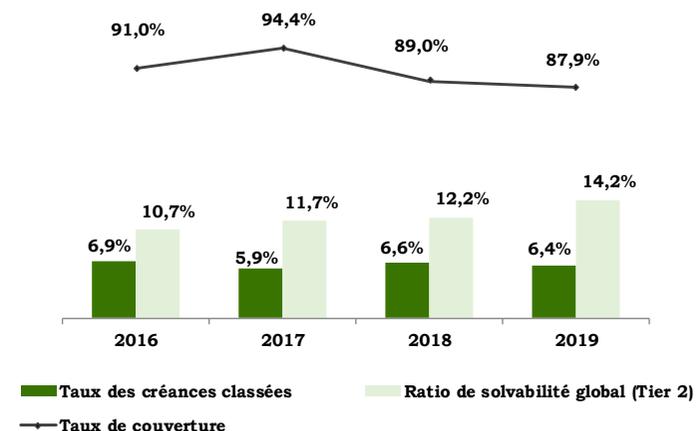
Structure des dépôts d'Attijari Bank Vs concurrence (2019)



Structure du PNB d'Attijari Bank Vs concurrence (2019)



Evolution des principaux ratios prudentiels



II- Perspectives d'avenir & prévisions

▪ L'avènement de la crise du COVID-19 assombrie les perspectives de croissance du secteur bancaire sur la période 2020-2021. Les retentissements économiques de cette crise et les mesures de soutien aux entreprises et aux ménages devraient mettre sous pression la rentabilité et les fondamentaux des banques dans les prochaines années.

▪ A l'image de ses consœurs, Attijari Bank évoluera dans un environnement marqué par un assèchement des liquidités, une baisse du taux directeur depuis mars dernier (de 100pb à 6,75%) et une augmentation des risques d'impayés. C'est surtout le moratoire d'échéances décrété par la BCT en faveur de la clientèle des particuliers qui devrait faire subir à la banque une importante baisse de régime en 2020. La baisse du PNB sera ensuite relayée par une hausse du coût du risque en 2021 au cas où les mesures exceptionnelles touchant le traitement des créances classées ne seraient pas reconduites.

▪ Interrogé sur les derniers développements de l'affaire de la douane*, le management a affirmé que la banque a obtenu gain de cause dans toutes les voies de recours devant les tribunaux.

▪ D'une manière chiffrée, nous tablons:

1) En 2020, sur une baisse du PNB de 9% à 440,1MDt. La non constatation d'intérêt intercalaires sur les reports des tombées des crédits aux particuliers devrait faire subir à la banque un manque à gagner de 61MDt au niveau du PNB, selon nos estimations. Avec des charges qui augmentent et un PNB qui se réduit, Attijari

devrait accuser une baisse de son résultat net de 29% à 131,7MDt.

2) En 2021, sur une croissance de rattrapage au niveau du PNB (+17% à 514,3MDt). Cette croissance sera contrebalancée par une augmentation du coût du risque. Nous prévoyons, au final, une augmentation du résultat net part du groupe de 12% à 147,9MDt.

III- Parcours boursier & opinion de Tunisie Valeurs

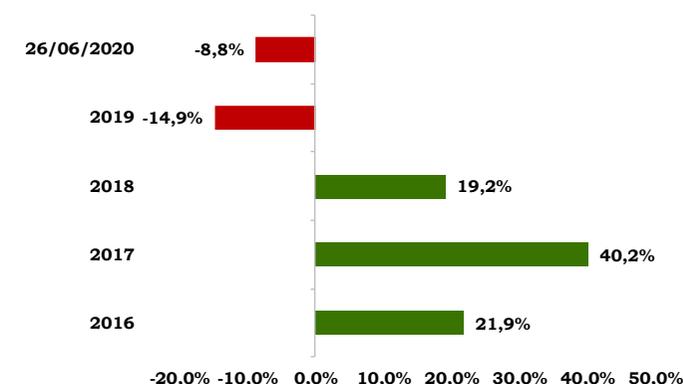
▪ La banque a bien résisté en bourse au vent de panique qui a soufflé sur le secteur bancaire depuis la propagation du COVID-19 en Tunisie et l'annonce de la BCT de la suspension de la distribution des dividendes par les banques au titre de 2019. Attijari affiche au 26 juin 2020 une correction annuelle de 8,8% contre une décrue de 14,9% pour le secteur.

▪ Au vu des multiples actuels (un P/E 2020e de 9,2x et un P/B 2020e de 1,4x) et indépendamment de l'issue finale de l'affaire de la douane, la valorisation reste tentante pour une valeur de fonds de portefeuille.

▪ La liquidité élevée de la banque (un ratio de transformation nettement en deçà de la limite de 120% et un matelas de dépôts à vue confortable) et sa qualité du portefeuille lui donnent une marge de manœuvre considérable pour déjouer les tensions monétaires et relever la défis de la crise du COVID-19.

▪ **Nous révisons à la hausse notre recommandation sur Attijari Bank, en passant à l'Achat.**

Performances boursières de l'action Attijari Bank



* La douane Tunisienne a annoncé en mars 2019 l'ouverture d'une enquête à l'encontre de la banque sur des éventuelles infractions à la réglementation du commerce extérieur.