

Compte de résultat

En MDt	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021p
Créances sur la clientèle	6 819	7 372	8 748	9 322	10 447	11 387	11 956
<i>Progression</i>	-	8%	19%	7%	12%	9%	5%
Dépôts clientèle	6 247	7 026	7 634	7 800	8 537	9 305	9 771
<i>Progression</i>	-	12%	9%	2%	9%	9%	5%
PNB	335	379	444	554	654	683	711
<i>Progression</i>	-	13%	17%	25%	18%	4%	4%
Dotations aux provisions sur les créances	209	110	81	83	129	135	170
<i>Coefficient d'exploitation</i>	57%	53%	50%	48%	44%	45%	48%
Résultat net publié	25,4	140,0	198,6	175,5	123,4	175,0	155,6
<i>Progression</i>	-	-	42%	-12%	-30%	42%	-11%
<i>Plus value sur cession des titres SFBT</i>	93,8	96,1	95,9	33,3	12,7	-	-
<i>Autres éléments exceptionnels*</i>	-	3,8	4,4	4,0	79,8	14,7	3,9
Résultat net retraité**	- 68,5	47,6	107,2	153,4	190,6	189,6	159,6
<i>Progression</i>	-	-	125%	43%	24%	-1%	-16%
Résultat net part du groupe retraité**	- 63,3	56,7	103,7	143,9	225,3	227,8	195,4
<i>Progression</i>	-	-	83%	39%	57%	1%	-14%

* En 2019, ce montant représente la contrepartie comptable du remboursement des dotations de l'Etat. Sur la période 2016-2018, il représente en revanche, la contribution conjoncturelle au budget de l'Etat.

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

▪ **Première banque du secteur public, la BNA a affiché en 2019 des réalisations conformes aux promesses de son dernier appel au marché. Le vaste plan de transformation lancé en 2015 va bon train et continue à porter ses fruits au niveau des indicateurs de la banque publique: une dynamique commerciale qui ne s'en dément pas et des niveaux de rentabilité soutenus, malgré l'accalmie au niveau du programme de cession d'actifs et la charge comptable exceptionnelle relative à la régularisation des dotations de l'Etat en 2019.**

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

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

Prix : 9,500 Dt

Conserver

Actionnariat*

Etat tunisien:	35,3%
Sociétés publiques & parapubliques:	22,3%
Actionnaires privées tunisiens:	35,7%
Actionnaires étrangers:	6,8%

Capitalisation boursière: 608 MDt

Ratios boursiers:** BNA/ secteur

PER 2020e: 2,7x/5,6x

P/B 2020e: 0,3x/0,8x

Yield 2019: 0%/0%

Performance 2020: -20,1%/ -11,6%

ROE 2019: 9,8%/18,6%

* Actionnariat datant du 31 décembre 2019.

** Données au 9 juin 2020.

Positionnement de la BNA dans le secteur coté (2019)

♦ **Dépôts:** 2^{ème} avec une part de marché de 12,9%

♦ **Crédits:** 1^{ère} avec une part de marché de 15,3%

♦ **PNB:** 2^{ème} avec une part de marché de 13,2%

I- Faits & éléments saillants de l'exercice 2019

▪ Après une année 2018 terne sur le front des dépôts, la BNA s'est voulue plus agressive en 2019. L'encours des dépôts de la banque publique s'est apprécié de 9% à 8,5 milliards de dinars; l'année dernière, une performance en ligne avec les prévisions annoncées lors de la dernière augmentation de capital. La morosité des dépôts à vue (+3% à 2,2 milliards de dinars) a orienté la banque vers les ressources onéreuses, en l'occurrence les dépôts à terme. Cette catégorie de ressources a réalisé une croissance de 18% à 3,5 milliards de dinars).

▪ Le coût des ressources de la BNA s'est naturellement senti, de la hausse des taux enregistrée l'année dernière et de l'appétit manifesté par la banque pour les dépôts à terme. Le coût apparent des ressources a augmenté de 1 point de taux à 6,4%, soit le coût le plus élevé à l'échelle du secteur.

▪ Favorisée par la levée de fonds propres opérée l'été dernier (167MDt), l'activité de crédit a accéléré la cadence en 2019. La croissance des engagements est ressortie à 12%, dépassant la barre symbolique de 10 milliards. Cette performance conforme aux promesses de l'augmentation de capital vaut à la BNA de caracoler en tête des pourvoyeurs de crédits en Tunisie avec une part de marché de 15,3%, dépassant ainsi la BIAT.

▪ La dynamique commerciale de la banque s'est accompagnée d'une meilleure diversification sectorielle. L'encours des engagements affiche

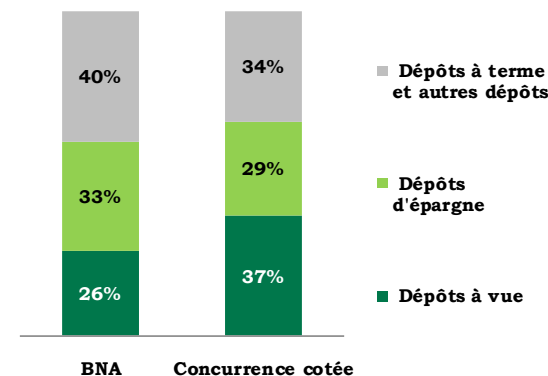
aujourd'hui une physionomie assez intéressante avec une faible exposition aux secteurs pénalisés par la conjoncture (BTP, immobilier et tourisme). Par ailleurs, la BNA a renforcé sa présence dans le segment des crédits à la consommation, segment à faible risque et qui concentre, aujourd'hui, 18% de l'encours total des crédits contre 1% cinq ans plus tôt (voir graphique ci-contre).

▪ Malgré l'intensification des efforts de captation des ressources, la BNA a affiché une dégradation de son ratio de transformation global*. A contre-courant de la tendance sectorielle, cet indicateur a poursuivi son trend haussier (+3 points de taux en 2019), se montant à 114%, soit le deuxième niveau le plus élevé du secteur après la BH.

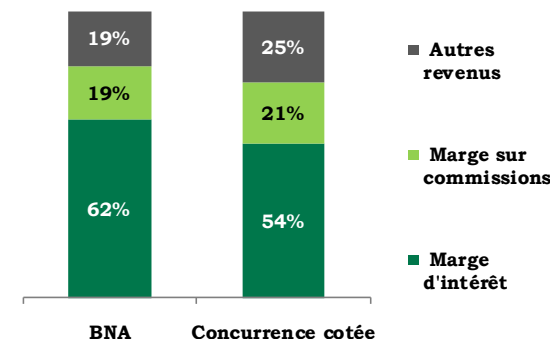
▪ La banque a dépassé un cap de PNB (+18% à 654MDt). La BNA a puisé sa croissance essentiellement dans la marge d'intérêt (+22% à 406MDt) et dans les commissions (+15% à 123MDt). Le ralentissement des autres revenus (+9% à 125MDt) comparativement à l'année 2018 (+16% en 2018) explique notamment le relâchement de la croissance du PNB observé en 2019 (+25% en 2018).

▪ La BNA a affiché une amélioration notable de sa productivité sur l'année. La hausse du PNB a permis d'absorber l'augmentation des frais généraux (+9% à 290MDt). Le coefficient d'exploitation a reculé de quatre points de pourcentage à 44%, s'alignant ainsi sur la moyenne du secteur.

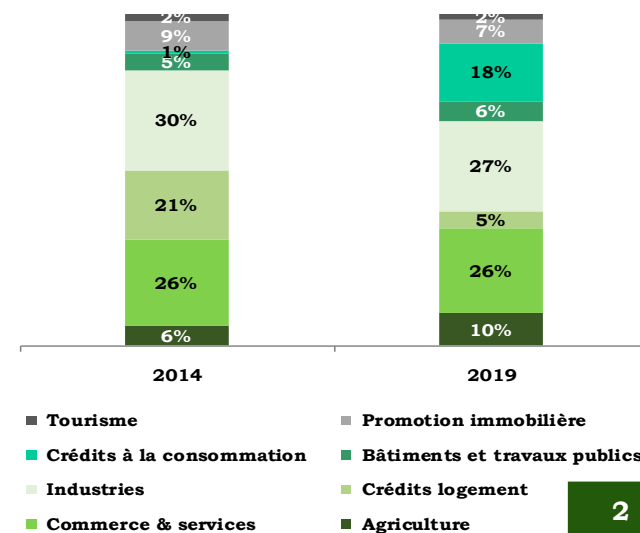
Structure des dépôts de la BNA Vs concurrence cotée (2019)



Structure du PNB de la BNA Vs concurrence cotée (2019)



Evolution de la structure du portefeuille des crédits



* Le ratio de transformation global Crédits/ (Dépôts + ressources spéciales) nous sert de benchmark pour suivre l'évolution du ratio de transformation réglementaire imposé depuis le dernier trimestre de 2018 et dont la limite a été fixée à 120% jusqu'en 2019.

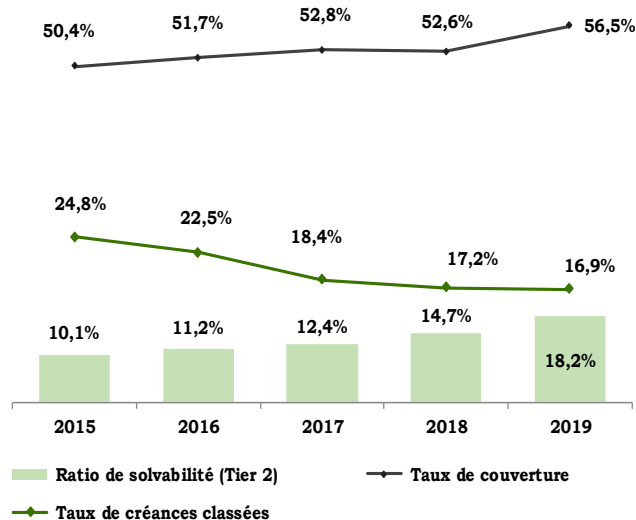
- Si la banque a rattrapé son retard par rapport à la concurrence au niveau du coefficient d'exploitation, il lui reste encore du chemin à parcourir au niveau du ratio de couverture de la masse salariale par les commissions. Ce ratio a beau augmenter de trois points de taux à 58%, il demeure inférieur aux standards du secteur (une moyenne sectorielle de 74%).

- Ce qui nous interpelle le plus dans les comptes de 2019, c'est la stagnation de la qualité du portefeuille. Avec un taux de créances classées de 16,9% et un taux de couverture de 56,5%, la qualité d'actifs de la BNA reste fragile. L'effet de dilution créé par les nouveaux crédits sains produits sur les dernières années (1,6 milliard de dinars distribués sur la période 2018-2019) a été limité et l'effort de provisionnement déployé reste en deçà des attentes. Il découle de ce qui précède, que la BNA devrait davantage sacrifier ses bénéfices dans les prochaines années pour améliorer son taux de couverture. **Tenant compte d'un stock de créances classées de 2,2 milliards de dinars (soit le plus élevé du secteur coté), il faudrait au moins deux années de bénéfices à zéro pour atteindre un taux de provisionnement de 70%.**

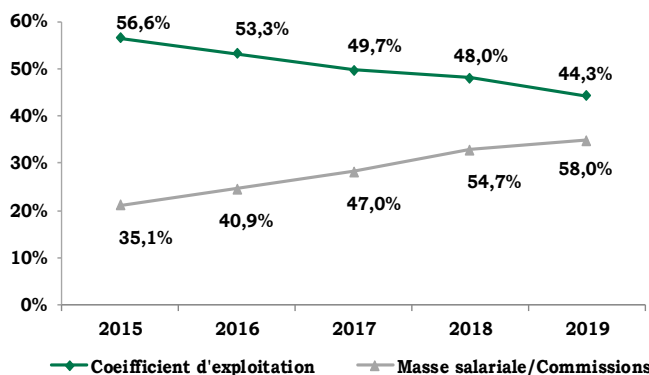
- Comptablement parlant, la banque a affiché une baisse de ses bénéfices individuels. Cependant, en retraçant l'impact des plus values de cession des titres SFBT (de 12,7MDt) et les corrections comptables des contreparties de la régularisation des dotations de l'Etat (171MDt)* suite à la conversion de ces créances en capital lors de la dernière recapitalisation (un impact négatif de 79,8MDt), le résultat individuel ressort à 190,6MDt, soit un bond de 24%.

* La souscription de l'Etat à l'augmentation de capital par conversion des créances en capital pour un montant de 171MDt a donné lieu à la naissance d'un passif financiers envers l'Etat et la constatation d'une charge exceptionnelle pour 79,8MDt, se rattachant à l'exercice 2019.

Evolution des ratios prudentiels



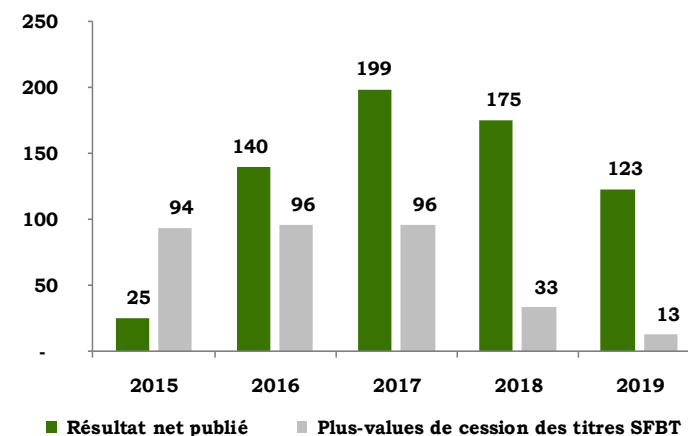
Evolution des ratios de productivité



- En opérant les mêmes retraitements au niveau du résultat net part du groupe, celui-ci se monte à 225,3MDt, soit une envolée de 57% par rapport à 2018 (contre une baisse « comptable » de 21% à 131MDt).
- L'augmentation de capital opérée avec succès en 2019 (pour un montant de 338MDt dont une levée de 167MDt) et la croissance soutenue des bénéfices

ont sensiblement consolidé la solvabilité de la banque en 2019. **Les ratios Tier 1 et Tier 2 ressortent respectivement à 18,2% et 14,4%, soit des niveaux historiquement élevés pour la banque, qui équivalent approximativement au double de l'exigence réglementaire.** La BNA dispose, ainsi, d'une bonne marge de manœuvre pour revigorer sa croissance et repartir à la quête des parts de marché.

Evolution des plus values de cession du titre SFBT



II- Perspectives d'avenir et 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 aux ménages devraient mettre sous pression la rentabilité et les fondamentaux des banques dans les prochaines années.

- A l'image de ses consœurs, la BNA évoluera dans un environnement marqué par un assèchement des liquidités, une baisse du taux directeur depuis mars dernier et une augmentation des risques d'impayé. Eu égard au retard affiché par la banque au niveau de la qualité du portefeuille et sa marge de manœuvre limitée sur le ratio de transformation, la crise du COVID-19 devrait entamer l'élan de la BNA et amener le management à modérer ses ambitions de croissance sur la période 2020-2021.

- Interpellé sur les impacts de la crise du COVID-19 et de la migration vers les normes IFRS à partir de l'exercice 2021 sur les performances de la banque, l'équipe de direction s'est montrée confiante. Elle estime que les niveaux de solvabilité et de fonds propres actuellement atteints par la BNA (des fonds propres consolidés de 1,6 milliards de dinars fin 2019) lui permettront de faire face à ces deux défis et d'en absorber les surcoûts.

- Coté chiffres, nous pensons que la BNA devrait enregistrer en:

1) 2020: un important ralentissement de la croissance du PNB avec une progression du PNB de 4% à 683MDt. Le résultat net part du groupe devrait quasiment stagner à 228MDt.

2) 2021: une progression du PNB de 4% à 711MDt. Le résultat net part du groupe devrait être pénalisé par la hausse du coût du risque (+30% par rapport à 2019 à 170MDt) et par l'augmentation des charges opératoires. Il devrait régresser, selon nos estimations, de 14% à 195MDt.

- Sur le plan stratégique, le management compte poursuivre son plan de restructuration impliquant des efforts d'investissement conséquents dans les

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

III- Parcours boursier et opinion de Tunisie Valeurs

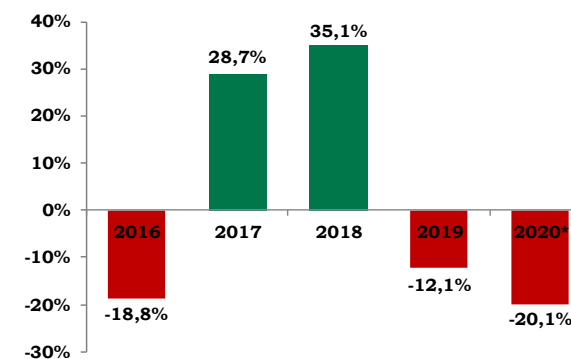
- Le titre BNA a connu depuis le début de l'année un parcours boursier difficile. Les annonces sur les dégâts économiques attendus de la crise du COVID-19 et la « mise en sursis » du retour aux dividendes après plusieurs années blanches pour les actionnaires ont jeté un froid sur le comportement du titre en bourse.

« L'équipe de direction s'est montrée confiante dans la capacité des fonds propres de la BNA d'absorber les surcoûts de la crise du COVID-19 et de la migration vers les normes IFRS »

- Avec une capitalisation de 608MDt, la BNA affiche une valorisation basse compte non tenu des plus values latentes sur son portefeuille de participations cotées et non cotées (d'une valeur aux livres nette de 128MDt). Présentement, le titre se négocie à 2,7x ses bénéfices et 0,3x ses fonds propres estimés pour 2020.

- Nous mettons le titre sous surveillance et restons attentifs quant à l'évolution des fondamentaux de la banque dans ses prochaines publications. **Nous recommandons de conserver le titre.**

Performances boursières de l'action BNA



* Performance au 9 juin 2020.