



MAC SA Intermédiaire en Bourse
Département Recherches
www.macsa.com.tn

Secteur bancaire coté

Naviguer à travers les changements

Indicateurs d'activité au 30/09/2018

Novembre 2018



Résumé des chiffres du secteur au 30/09/2018



L'étude porte sur 10 banques cotées parmi les 12 (hors WIB et BTE);



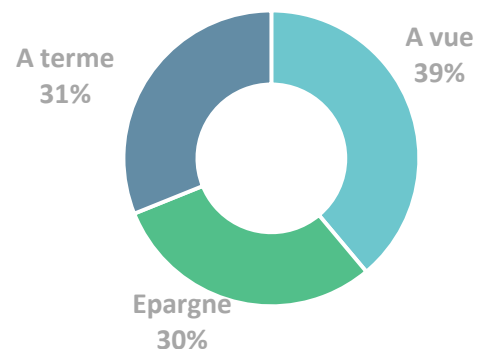
DEPOTS DE LA CLIENTELE

58.2 Milliards de Dinars

+4.0% par rapport au 31/12/2017



STRUCTURE DES DEPOTS



CHARGES OPERATOIRES

1.36 Milliards de Dinars

+20.3% par rapport au 30/09/2017



CREDITS A LA CLIENTELE

62.9 Milliards de Dinars

+6.2% par rapport au 31/12/2017



COEFFICIENT D'EXPLOITATION

44.4%

-0.8 pb par rapport au 30/09/2017



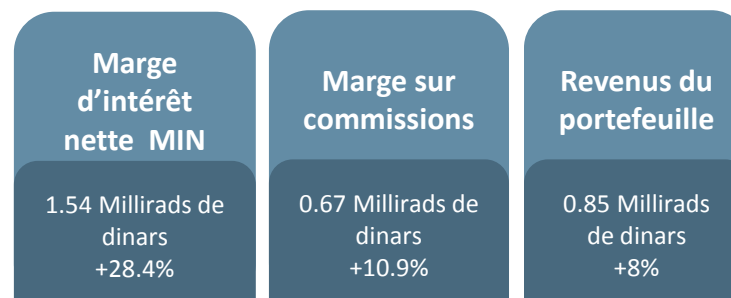
PRODUIT NET BANCAIRE

3.1 Milliards de Dinars

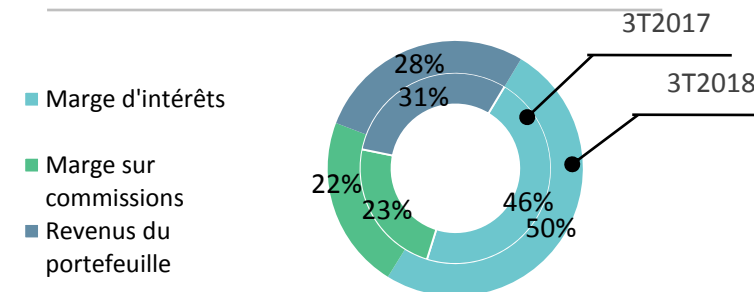
+18.1% par rapport au 30/09/2017



STRUCTURE DU PNB



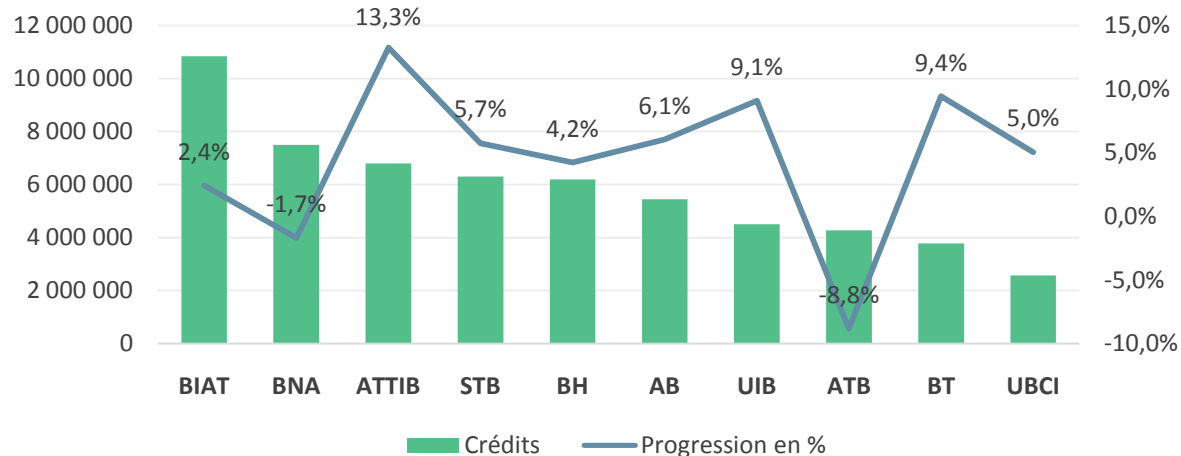
EVOLUTION STRUCTURE DU PNB



L'encours des dépôts



Evolution de l'encours des dépôts des banques cotées au 30 Septembre 2018 (en milliers de dinars)



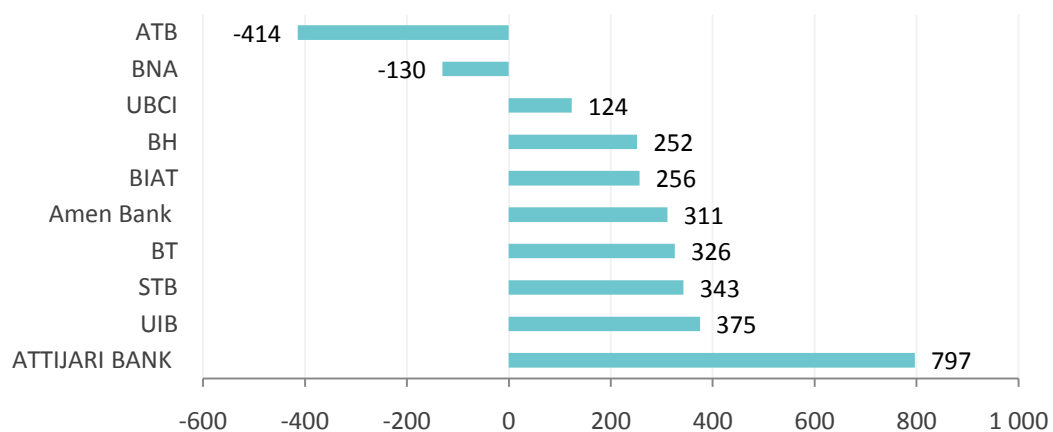
Malgré un contexte économique encore fragile, et un fort resserrement des liquidités sur le marché, l'encours des dépôts cumulé du secteur s'est élevé à 58,2 Milliards de dinars au 30-09-2018, en hausse de 4% par rapport à fin Décembre 2017 suite à l'intensification des efforts commerciaux des banques.

Grâce à son réseau d'agences étendu (207 agences à fin 2017), la croissance la plus importante et la plus significative a été affichée par **Attijari bank** que ça soit en absolu (+797 MDT) ou bien en relatif (+13.3%) se détachant ainsi du reste de ses consœurs. Deux autres banques ont aussi réussi à dépasser la croissance sectorielle moyenne de l'encours des dépôts à savoir la **BT** avec 9.4% et l'**UIB** avec 9.1%.

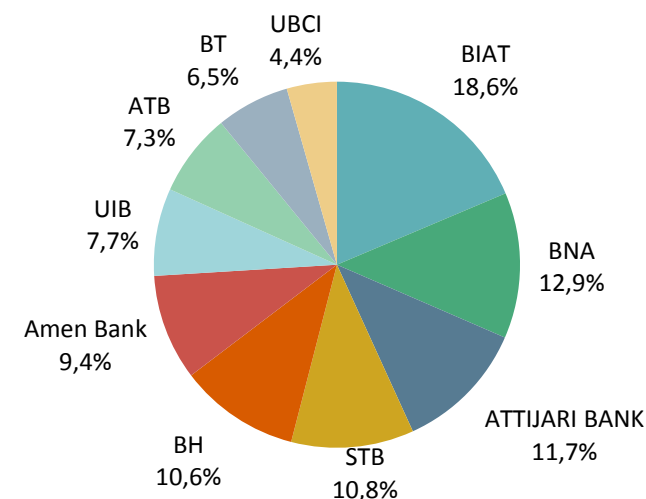
En termes de part de marché des dépôts, la **BIAT** occupe toujours la première place avec une part de 18.6%, suivie de loin par la **BNA** avec une part de marché de 12.9% et **Attijari bank** avec 11.7%.



La contribution par banque à l'évolution de l'encours des dépôts au 30 Septembre 2018 (en millions de dinars)



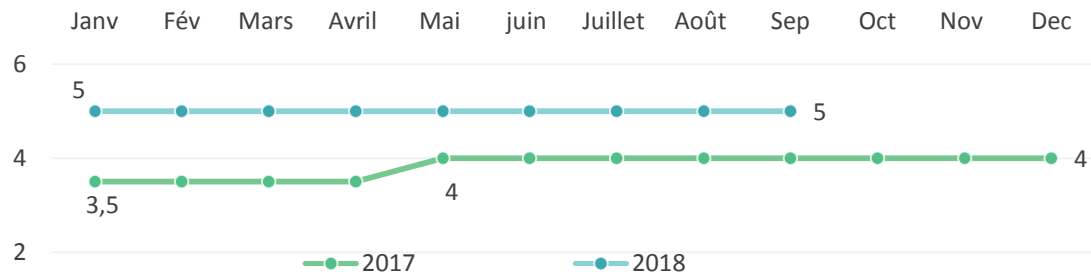
Part de marché en termes de dépôts à fin Septembre 2018



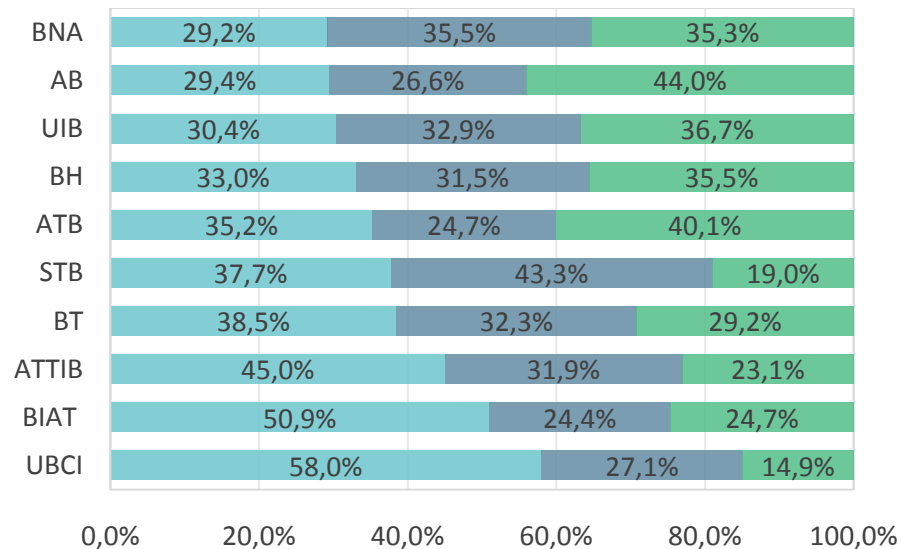
L'encours des dépôts



Evolution du taux de Rémunération de l'épargne (TRE) en %



Structure des dépôts par banque à fin Septembre 2018

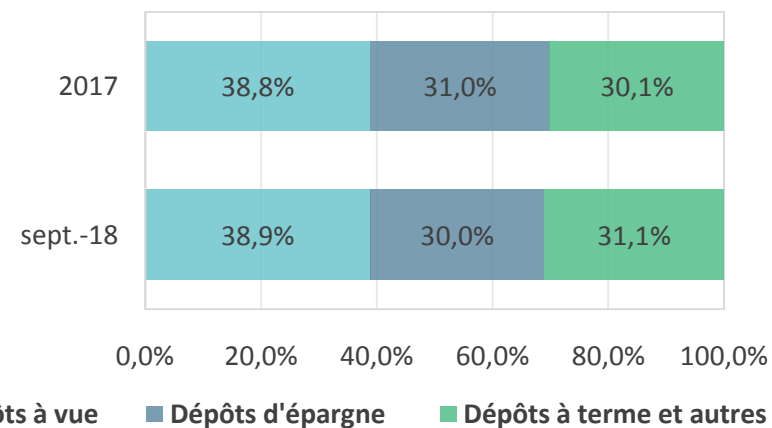


En termes de structure, **les dépôts à vue** ont progressé de 3.9% et leur part dans l'ensemble de l'encours des dépôts est restée quasi inchangé par rapport à la fin de l'exercice 2017. Individuellement, on trouve que **ATTIJARI Bank** a réalisé le plus important effort de collecte de dépôts à vue soit 366.3 MDT (+13.6%) ce qui représente tout de même 43% de l'effort de collecte du secteur. La **BIAT**, la **BT** et la **BNA** ont été les autres principaux contributeurs à la hausse des dépôts à vue du secteur avec respectivement 151 MDT , 145.6MDT et 145.3 MDT alors que l'**ATB**, la **BH** et **AB** ont vu leur DAV baisser de 101,2 MDT, 49.4 MDT et 2.1 MDT respectivement.

Les dépôts d'épargne ont par contre connu une progression plus importante, soit 7.4% favorisés par le relèvement du taux de rémunération de l'épargne par la BCT. Ainsi, les dépôts d'épargne ont gagné 100 point de base dans la composition des dépôts du secteur alors que **les dépôts à terme et autres**, qui sont onéreux pour les banques, ont augmenté d'à peine 0.8%. Ce trend a été hétérogène, puisque des banques comme l'**ATB**, la **BIAT** et surtout la **BNA** ont réduit leur encours de dépôts à terme, d'autres à l'instar de l'**AB**, **Attijari Bank**, la **BH** et l'**UIB** ont intensifié leur recours à ce mode de financement onéreux.



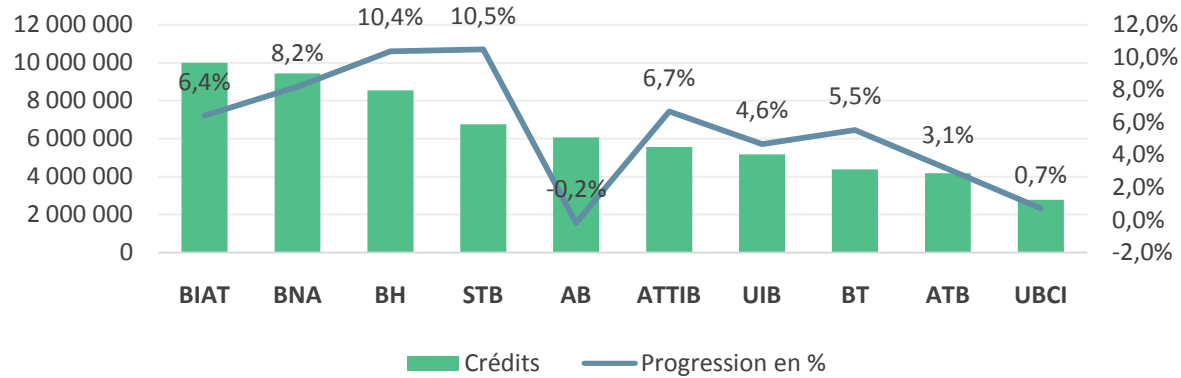
Structure des encours de dépôts à fin septembre 2018



L'encours des crédits



Evolution de l'encours des crédits des banques cotées au 30 Septembre 2018 (en milliers de dinars)



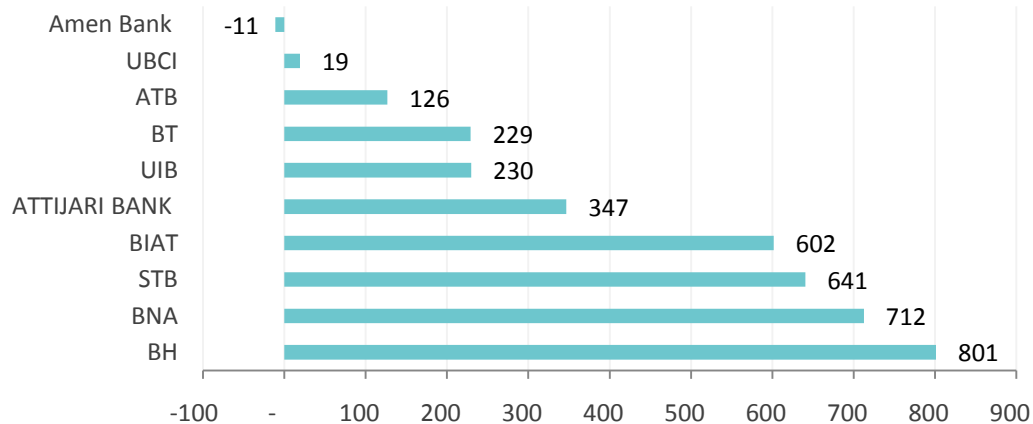
Malgré une économie sous pression, les banques ont continué à accroître leur encours de crédits qui s'est élevé à 62,86 Milliards de dinars au 30-09-2019 contre 59,16 Milliards de dinars au 31/12/2017, marquant une progression de 6,2%.

Quasiment toutes les banques ont enregistré une évolution positive des crédits, à l'exception de l'**Amen Bank** qui semble ralentir la cadence pour mieux assainir son portefeuille (même si le repli reste peu important). Alors que la **STB** et la **BH** ont enregistré des croissances à deux chiffres de leurs encours des crédits, soit 10.5% et 10.4% respectivement, les autres banques ont affiché des croissances moins accélérées. En troisième position, vient la **BNA** avec un taux de croissance des crédits de 8.2%, talonnée par Attijari Bank qui se place en quatrième position, avec une évolution des crédits de 6,7%.

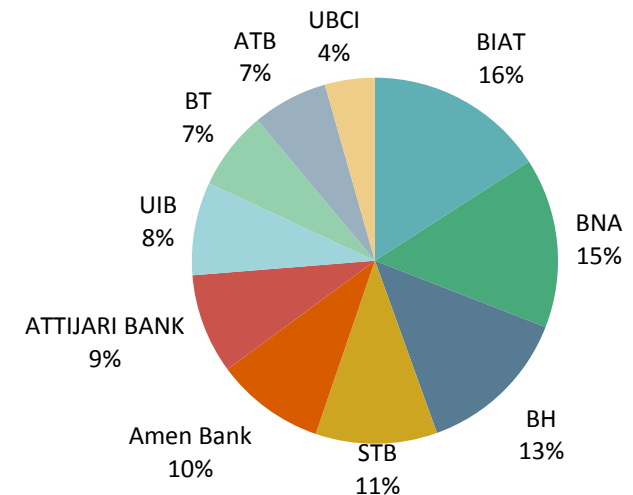
En valeurs, ce sont les trois banques publiques qui ont le plus contribué à l'accroissement de l'encours des crédits avec respectivement 801 MDT pour la **BH**, 712 MDT pour la **BNA** et 641 MDT pour la **STB**. En quatrième position, on trouve la **BIAT** avec une contribution de 602 MDT.



La contribution par banque à l'évolution de l'encours des crédits au 30 Septembre 2018 (en millions de dinars)



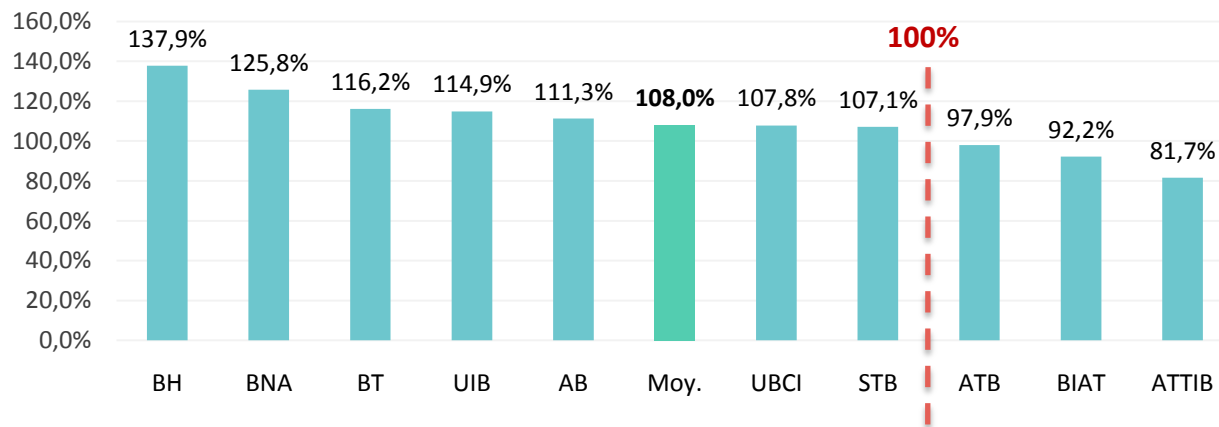
Part de marché en termes de crédits à fin Septembre 2018



L'encours des crédits



Taux de couverture des crédits par les dépôts au 30 Septembre 2018



La cadence de croissance des crédits supérieure à celle des dépôts s'est faite sentir sur le ratio **Crédits/dépôts**. Ce ratio indique la capacité des banques à financer elles-mêmes les prêts accordés. Au-dessous de 100%, elles le peuvent intégralement, au-dessus, elles doivent trouver des financements extérieurs.

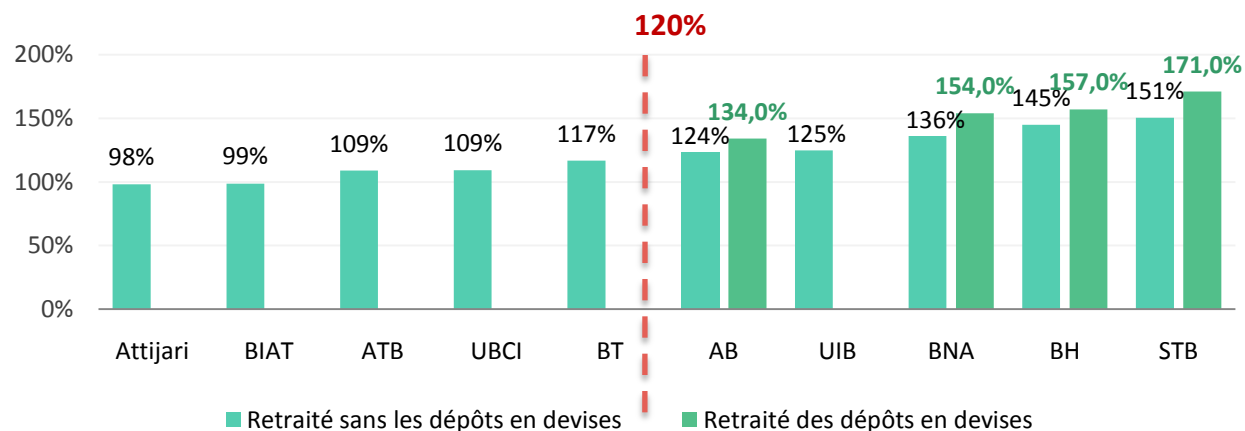
A fin septembre 2018, la majorité des banques présente un ratio Crédits/dépôts en dessus de 100%. Cet état de lieux pourrait entraîner le recours à des ressources financières plus coûteuses et par conséquent à une diminution des niveaux de rentabilité des banques de la place.

D'ailleurs, les nouvelles réglementations des banques (ratio de liquidité en particulier) vont contraindre les banques à avoir un ratio crédits/dépôts de moins de 120%. La BCT vient d'émettre une nouvelle circulaire relative au nouveau ratio Crédits/Dépôts portant le numéro 2018-10 en date du premier novembre 2018. Les dispositions de la nouvelle circulaire entrent en vigueur à partir du dernier trimestre de 2018 par référence au ratio « Crédits/Dépôts » de fin septembre 2018. Les banques sont tenues de respecter un ratio Crédits/Dépôts qui se situe à un niveau inférieur à 120% à la fin de chaque trimestre. La réduction à appliquer en cas d'un ratio supérieur ou égal à 122% à la fin d'un semestre donné sera de 2%.



Ratio Crédits/dépôts au 30/06/2018*

(retraité selon les dispositions de la circulaire 2018-10 de la BCT, à titre indicatif)



En cas de dépassement, les banques seront passibles d'une amende calculée sur la base du montant des créances en dépassement par rapport au ratio cible du trimestre.

A priori, et sur la base des chiffres au 30/06/2018, 5 banques respectent ce ratio et notamment la **BIAT** et **Attijari Bank** qui disposent d'une structure de dépôts assez avantageuse, d'une capacité de mobilisation des ressources extérieures (notamment en devises) assez forte qui peuvent ainsi maintenir une politique de crédits plus expansionniste que leurs consœurs.

Pour les banques publiques, si on exclut les dépôts en devises, tel que requis par la circulaire de la BCT, les ratios de transformation Crédits/Dépôts seront plus importants que nos estimations.

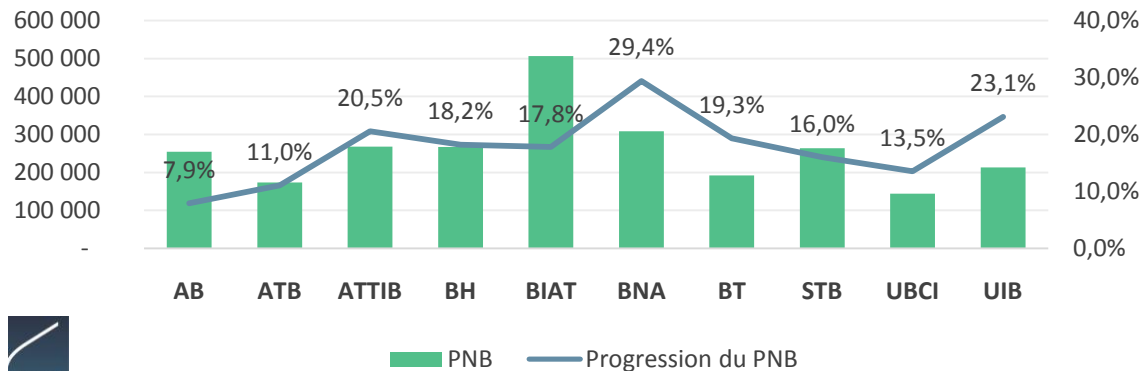
Le Produit Net bancaire

Comme c'était prévisible, les revenus des banques ont été en nette hausse courant les neuf premiers mois de 2018 favorisés surtout par la **nette progression des revenus d'intérêt**. En effet, la marge d'intérêt a progressé de 28,4% par rapport au 30/09/2017 sous le poids d'un effet prix provenant de la hausse du TMM (177 points par rapport à la moyenne des neuf premiers mois 2017) alors que niveau volume, l'activité commerciale des banques a été en faible croissance durant les neuf premiers mois de l'année en cours. Ainsi, la liquidité des banques a été encore sous pression avec un ratio dépôts /crédits de 92,6% mais seulement 3 banques (ATB, Attijari Bank et BIAT) arrivent à avoir un ratio supérieur à 1.

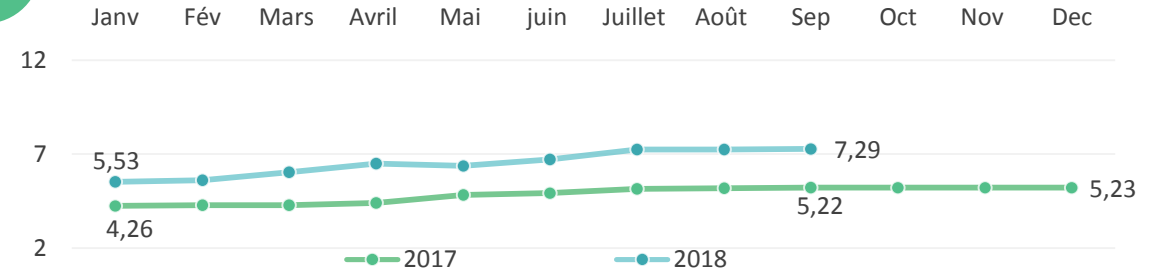
Sur la base de ces chiffres, le revenus nets d'intérêts représentent désormais plus de 50% du PNB du secteur demeurant ainsi assujettis à l'évolution de l'encours des dépôts et des crédits et à la volatilité des taux d'intérêts. Sur la période, **la marge sur commissions** a été aussi en évolution à deux chiffres (+10,9%) et représentent 22% du PNB. Par contre, et malgré l'accroissement de l'encours de bons du Trésor détenu par les banques de 11% à près de 10 milliards de dinars, **les revenus des portefeuilles** n'ont progressé que de 8% par rapport à la même période correspondante en 2017 suite à la décision de limitation par la BCT des volumes des BTA présentés au refinancement à 40% au lieu de 60%. D'ailleurs, entre le 2^{ème} et 3^{ème} trimestre 2018, ces revenus ont reculé de 17% pour ne représenter que 24.6% du PNB trimestriel.



Evolution du PNB des banques cotées (en milliers de dinars)



Evolution du TMM (en %)

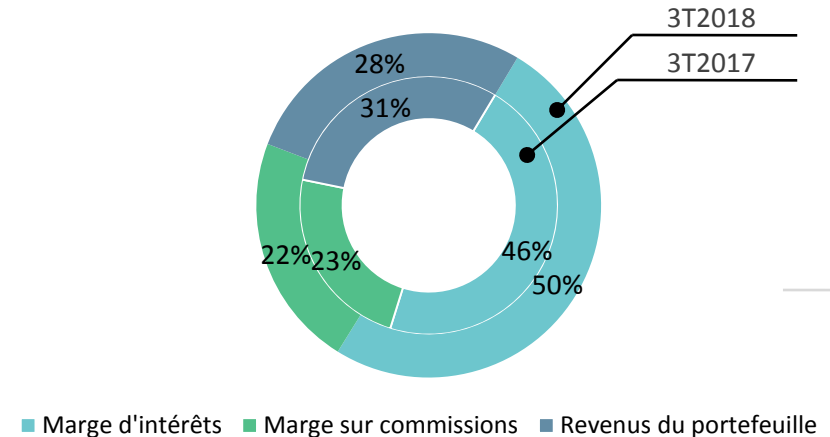


Du côté du PNB, l'encours total cumulé du secteur se chiffre à 3 059 Millions de dinars au 30-09-2018, en hausse 18,1% par rapport à la même période de 2017. Confirmant son dynamisme entamé depuis 2017, la **BNA** a enregistré la plus importante croissance du PNB, soit une hausse de 29,4% alimentée par une remarquable croissance de 41% de la marge d'intérêts et de 30% pour la marge sur commissions. L'**UIB** a affiché une hausse de 23,1% de son PNB et en troisième position, on trouve **Attijari Bank** dont le PNB a bondi de 20,5%.

En termes de part de marché de PNB, la **BIAT** reste en tête avec une prépondérance de 19,5% suivie par la **BNA**, **Attijari Bank** et la **BH** avec des parts de marché respectives de 13%, 10,5% et 10,3%.



Structure du PNB du secteur



Le Produit Net Bancaire

Un autre fait à signaler courant ce troisième trimestre de l'exercice 2018, c'est que le PNB du secteur a été en baisse de 2.3% par rapport au deuxième trimestre 2018. Habituellement, et comme le montre le graphique ci-après, le troisième trimestre connaît toujours un affaiblissement de la croissance avant de rebondir au quatrième trimestre. Cette baisse a concerné la majorité des banques (AB , ATB, Attijari Bank, BH, STB et BT) et a été principalement causée par la chute de 17% des revenus du portefeuille alors que la marge d'intérêt a progressé de 5% entre le 2^{ème} et 3^{ème} trimestre et la marge sur commissions est restée quasi inchangée(+0.5%).

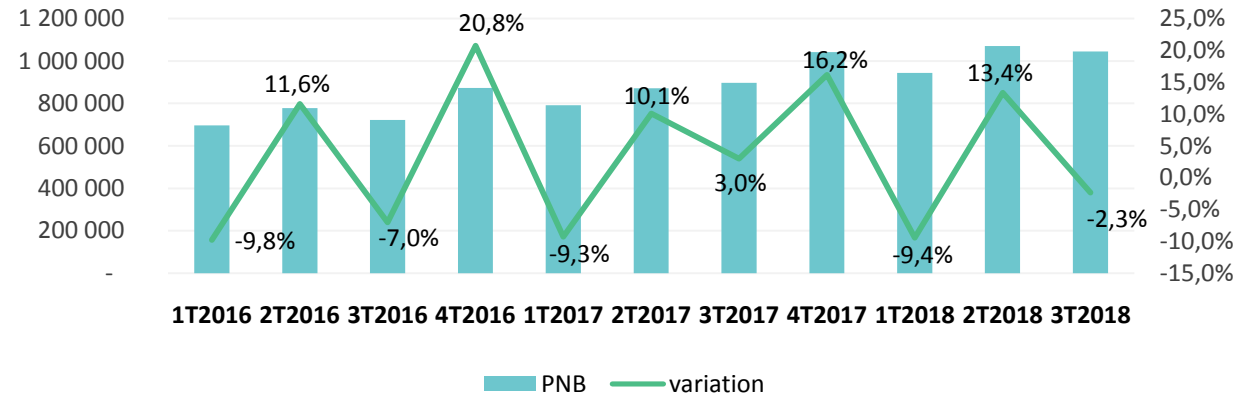


E volution du PNB des banques cotées

En 000 dinars	Marge d'intérêts			Marge sur commissions			Revenus du portefeuille		
	Cumulé au 3T2017	Cumulé au 3T2018	Var	Cumulé au 3T2017	Cumulé au 3T2018	Var	Cumulé au 3T2017	Cumulé au 3T2018	Var
AB	83 816	92 616	10,5%	58 902	65 790	11,7%	111 570	115 995	4,0%
ATB	62 242	81 173	30,4%	36 127	37 308	3,3%	75 632	74 744	-1,2%
ATTIB	115 693	144 854	25,2%	75 154	79 330	5,6%	76 841	98 467	28,1%
BH	114 918	148 752	29,4%	58 035	66 948	15,4%	93 774	99 606	6,2%
BIAT	254 318	330 586	30,0%	120 526	131 964	9,5%	131 719	134 053	1,8%
BNA	166 838	234 670	40,7%	59 918	78 047	30,3%	81 293	85 826	5,6%
BT	98 566	124 820	26,6%	38 459	40 652	5,7%	55 031	63 633	15,6%
STB	122 169	149 026	22,0%	56 085	62 014	10,6%	85 201	96 199	12,9%
UBCI	63 889	84 237	31,8%	33 006	32 044	-2,9%	47 443	47 596	0,3%
UIB	114 489	150 041	31,1%	69 262	78 162	12,8%	29 093	33 727	15,9%
TOTAL	1 196 938	1 536 831	28,4%	605 473	671 398	10,9%	787 597	850 835	8,0%



Evolution trimestrelle du PNB



En termes de classement, la **BIAT** se positionne en tête avec une marge d'intérêt de 330 MDT à fin Septembre 2018 soit une évolution de 30% par rapport à la période correspondante en 2017, détenant une part de marché de 21.5%. La **BNA** garde la 2^{ème} position avec une PDM de 15.3% et une marge d'intérêt de 234 MDT, en enregistrant la plus forte progression soit 40.7%.

Sur le volet de la marge sur commission, la **BIAT** se trouve aussi sur le podium avec une marge sur commissions égale à 132 MDT, soit une PDM de 19,7%, suivie d'**Attijari Bank** qui détient une marge sur commissions égale à 79.3 MDT. Grâce à une croissance de plus de 30%, la **BNA** a réussi à rejoindre l'**UIB** sur le podium en étant presque ex-æquo avec une PDM respective de 11.6%.

Du côté des revenus sur opérations, la **BIAT** se trouve en haut du classement avec une part de marché de 15.8% à 134 MDT au terme du 3T2018. L'**Amen Bank** se situe en deuxième position avec une contribution de 13,6%, marquant une progression de 4% à 116 MDT, talonnée par la **BH** qui s'offre une part de 11,7% à 99.6 MDT.

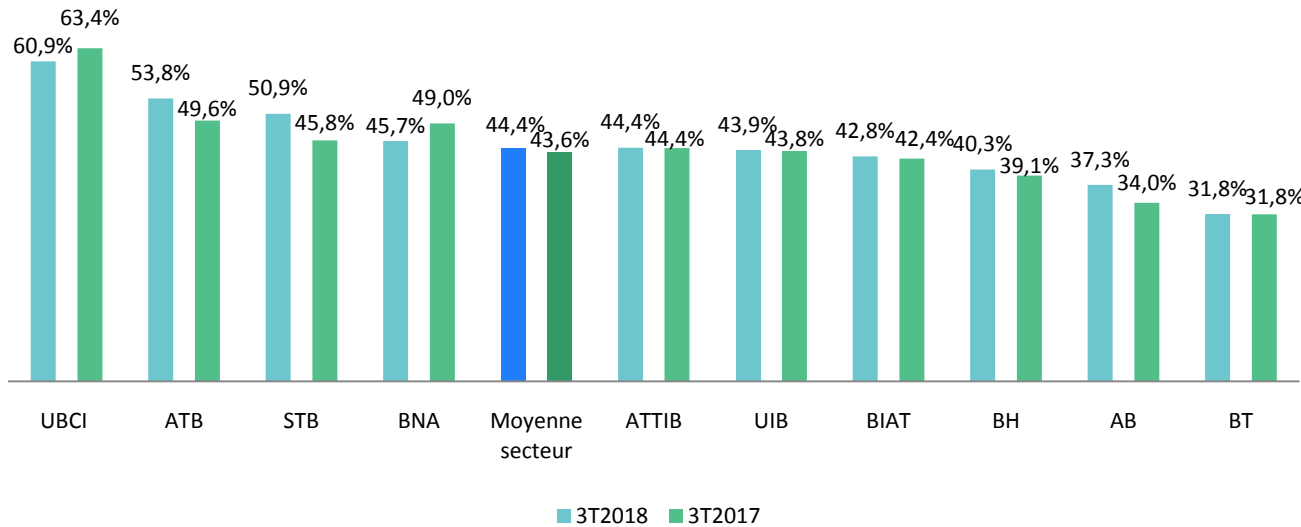
L'efficacité opérationnelle

A la fin du 3^{ème} trimestre, les charges opératoires (hors dotations aux amortissements) du secteur se sont élevées à 1 357 MDT en hausse de 20.3%, par rapport au 3T2017. Cette hausse est expliquée principalement par la constatation d'une charge pour la couverture de la contribution au fonds de garantie des dépôts (au sein de la rubrique autres charges d'exploitation). Ainsi, le coefficient d'exploitation moyen du secteur s'est légèrement détérioré de 80 points de base passant de 43.6% au 3T2017 à 44.4% au 3T2018.

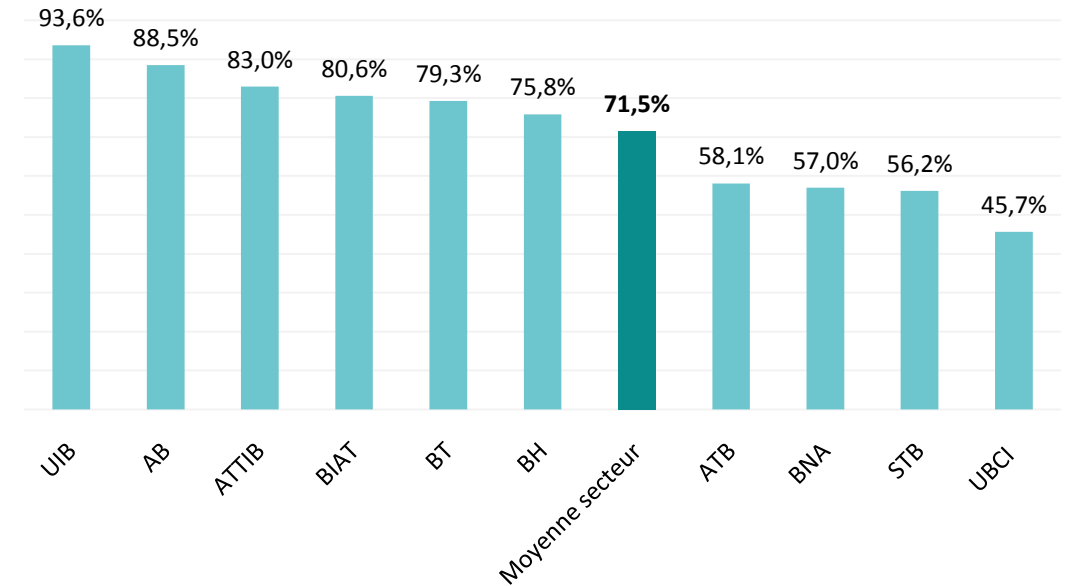
Les charges salariales se sont élevées à 938 MDT en progression de 8.9% et représentent en moyenne 69% de l'ensemble des charges opératoires des banques de la place au terme des neuf premiers mois de 2018. En termes de couverture des frais de personnel par les commissions nettes, les ratios sont respectables dans l'ensemble représentant 71.5% de la masse salariale pour le secteur. La palme d'or revient à l'UIB avec un ratio de 93%, suivie de l'AB, Attijari Bank et la BIAT avec des ratios respectifs de 88.5%, 83% et 80.6%. En bas du tableau, on trouve l'ATB, la BNA, la STB et l'UBCI qui ont des ratios en-dessous de la moyenne du secteur, celles-ci devraient se focaliser davantage sur l'appréciation de ce ratio afin d'améliorer leur efficacité opérationnelle.



Coefficient d'exploitation



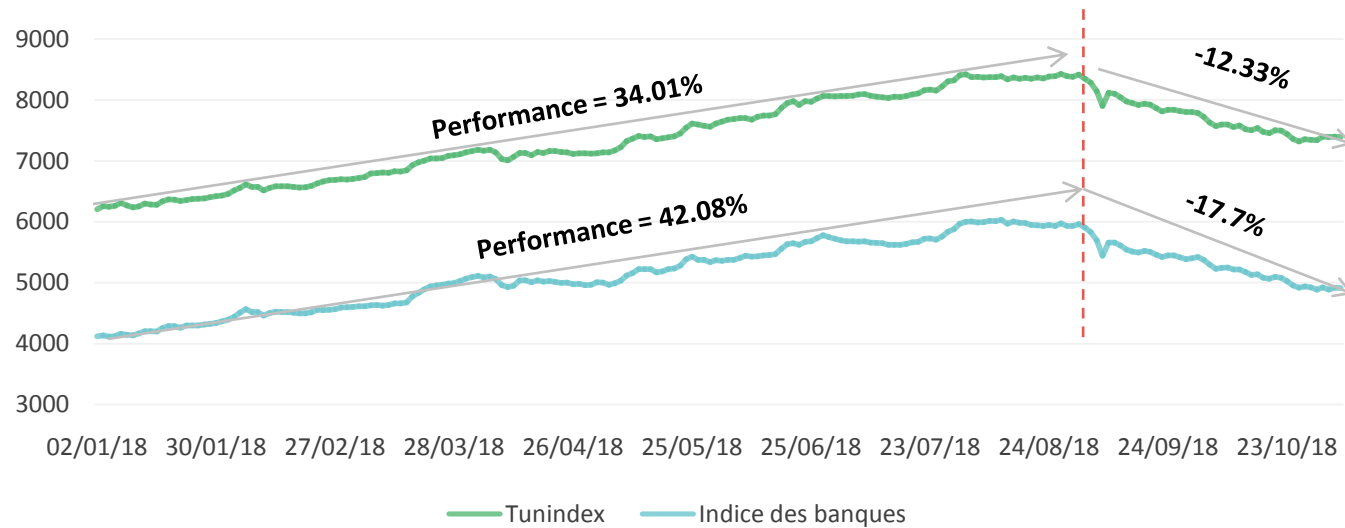
Taux de couverture de la masse salariale par les commissions nettes



Comportement Boursier de valeurs bancaires



Evolution du Tunindex et de l'indice des banques depuis le début de l'année.

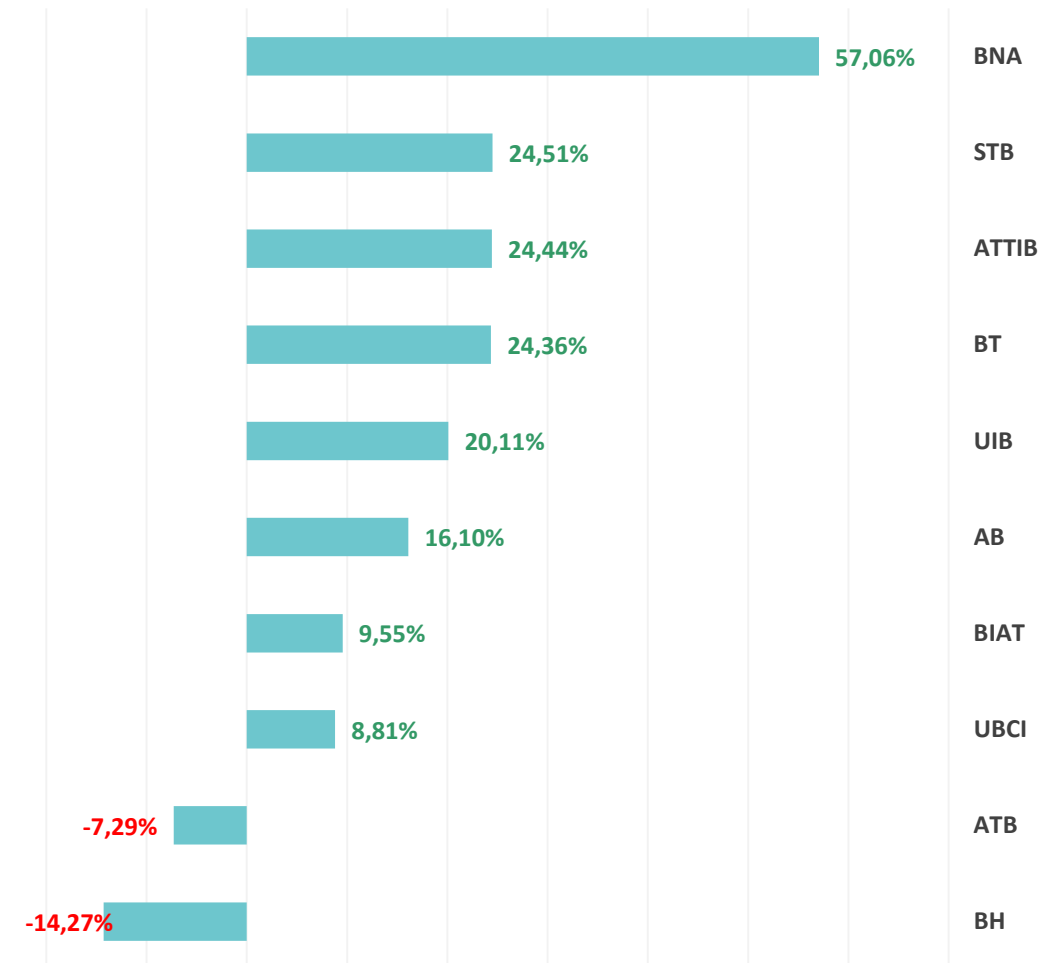


Les huit premiers mois de 2018 ont été euphoriques pour la bourse de Tunis avec un Tunindex qui a connu une hausse de 34,01% à fin Août 2018 entraîné en grande partie par la hausse de l'indice des banques qui a gagné 42,08% depuis le début de l'année.

Par la suite, il y a eu un renversement de tendance après l'annonce des nouvelles mesures que la BCT allait appliquer en ce qui concerne le ratio crédits /dépôts dans un contexte de fort resserrement de la liquidité. Depuis, l'indice des banques a perdu 17.7% de sa valeur entraînant avec lui le Tunindex.



Performances boursières des valeurs bancaires depuis le début de l'année 2018 (au 05 Novembre 2018)



Comportement Boursier de valeurs bancaires

MDT	Cours (DT) en date du 9/11/2018	Capitalisation Boursière	PNB 2018e	CB/PNB 2018e	Résultat Net 2018e	P/E 2018e	Fonds propres 2018e	P/BV 2018e	Ratio de solvabilité 2017
AB	27,00	715,0	359,7	2,0	112,4	6,4	900,7	0,8	12,87%
ATB	3,68	368,0	257,6	1,4	59,0	6,2	626,5	0,6	11,20%
Attijari	42,60	1 735,6	444,5	3,9	152,1	11,4	565,9	3,1	11,70%
BIAT	125,02	2 125,3	840,9	2,5	255,7	8,3	1 403,1	1,5	10,80%
BH	15,10	718,8	464,5	1,5	158,1	4,5	857,6	0,8	10,90%
BNA	15,94	561,1	480,5	1,2	122,3	4,6	1 017,0	0,6	12,40%
BT	7,70	1 732,5	334,3	5,2	157,2	11,0	938,5	1,8	14,20%
STB	4,32	671,2	461,7	1,5	60,7	11,1	849,2	0,8	11,50%
UBCI	25,80	516,0	219,4	2,4	47,9	10,8	398,3	1,3	10,30%
UIB	25,80	840,0	327,8	2,6	104,6	8,0	505,4	1,7	11,10%
TOTAL		9 983,6	4 190,9	2,4	1 230,0	8,1	8 062,2	1,2	

A quoi s'attendre en 2018 et 2019?

1

Une conjoncture économique encore sous pression



- Malgré des prémices de reprise économique la conjoncture nationale reste encore fragile avec une faible croissance du PIB (2,8% en 2018 et de 3% en 2019, contre 1,9% en 2017, selon Moody's). Cette reprise de la croissance est justifiée, par l'amélioration de la sécurité depuis 2015, générant une augmentation des recettes du tourisme et une demande accrue de la zone euro.
- Ceci étant, le taux d'endettement en Tunisie va atteindre 72% du PIB en 2018 et 73% en 2019, et ce, en raison d'une dépréciation constante de la monnaie locale, des déficits persistants et de la hausse des taux d'intérêt. Ce taux d'endettement a fortement augmenté pour se situer à environ 70% du PIB à fin 2017 et les fortes pressions sur les dépenses du secteur public limitent sa flexibilité budgétaire.
- D'ailleurs, les déficits budgétaires élevés ont été parmi les principaux contributeurs à l'augmentation de la dette publique, atteignant 69,9% du PIB en 2017 contre 50,8% en 2014. La dynamique des taux de change a aussi contribué à plus de 68% de la dette publique tunisienne libellée en monnaie étrangère.

2

Poursuite de l'assèchement de la liquidité



- Un besoin très fort de liquidité est ressenti à tous les niveaux. La masse de la monnaie en circulation a franchi la barre des 12 milliards de dinars à fin juin, le taux de liquidité est de 72 % et le niveau de refinancement des banques ayant atteint des niveaux historiques : 17 milliards de TND au premier semestre 2018, soit plus de 3 fois le niveau de 2010. Cet assèchement crée une concurrence accrue auprès des banques pour la collecte des dépôts provoquant une surenchère tarifaire.
- Le cercle vicieux instauré par l'inflation- taux d'intérêt ne fait qu'aggraver la situation. En effet, l'inflation galopante avec un taux attendu de 7,8% à fin 2018 et 7% en 2019, ne fait qu'éponger la capacité d'épargne des ménages. Pour juguler cette inflation, la BCT a relevé le taux directeur (TMM de 7.27% à fin octobre 2018), ce qui affecte encore une partie des revenus disponibles des ménages malgré le relèvement du taux de rémunération de l'épargne.
- Le volume de cash en circulation en dehors des banques provenant essentiellement de l'économie parallèle contribue aussi fortement à l'assèchement des liquidités.
- Les émissions récurrentes de BTA par l'Etat et l'appétit des banques pour ces papiers « refinançables » pompent aussi sur les liquidités des banques destinés à financer les opérateurs économiques (Effet d'éviction).

3

Hausse des taux d'intérêts



- Malgré la stabilité du taux d'inflation à 7.4% au mois d'octobre 2018, les professionnels s'attendent à un relèvement d'ici la fin de l'année du taux directeur de la BCT après ceux opérés en mars (+75 points à 5.75%) et en juin (100 points à 6.75%), ce qui induira un relèvement aussi du TMM (qui se situe à 7.27% à fin Octobre 2018).
- Une telle hausse aura un effet mitigé sur les banques qui verront leurs revenus d'intérêts s'accroître d'une part (pour les anciens crédits) mais freinera la demande pour les nouveaux crédits, d'autre part. Une telle hausse des taux entrainera aussi un enchérissement des coûts des ressources pour les banques, ce qui impactera la marge d'intérêts.
- Par ailleurs, la nouvelle circulaire de la BCT portant sur le ratio Crédits/dépôts (<= à 120%) obligera les banques à accroître leurs ressources si elles veulent développer leur crédits. De plus, les nouveaux crédits doivent être de bonne qualité puisqu'ils sont calculés sur une base brute. Une telle exigence demandera un fort effort de recouvrement de la part des banques pour pouvoir assurer une croissance soutenue.

A quoi s'attendre en 2018 et 2019

4

Une supervision bancaire renforcée



- La poursuite de la surveillance réglementaire et de la supervision de la part de la BCT entamée depuis quelques années devrait se poursuivre dans les années à venir. Ceci est motivé par l'évolution des marchés mondiaux et la BCT cherche à s'assurer qu'un environnement financier solide est maintenu au milieu d'un environnement économique et monétaire difficile.
- Avec la mise en place progressive des exigences en fonds propres de Bâle III attendu au cours des prochaines années, et après la politique qualitative d'encadrement du crédit (pour maîtriser l'inflation *infine*) par le nouveau ratio de Crédits/dépôts, les banques vont devoir renforcer davantage leurs bilans en augmentant leurs fonds propres et ressources d'emprunts. Les ratios de fonds propres et de liquidité globaux des banques sont en train de s'améliorer mais beaucoup reste à faire.
- A partir de 2017, la BCT a élargi l'éventail des risques couverts par les fonds propres réglementaires. Après la prise en compte du risque opérationnel (en 2017), la BCT a imposé une dotation supplémentaire pour couvrir le risque du marché. L'intégration de cette nouvelle composante dans le ratio de solvabilité affectera les banques qui affichent des niveaux de solvabilité proches des minima réglementaires (7% pour le ratio Tier 1 et 10% pour le Tier 2). Encore un impératif qui obligera les banques à freiner le développement des crédits et à renforcer leur capitaux permanents et notamment les fonds propres (une augmentation de capital de la BNA est déjà prévue dans le PLF 2019, la BIAT a annoncé son intention d'augmenter son capital).

5

Poursuite de l'amélioration de l'efficacité opérationnelle



- L'année 2018, est la première année de mise en place de la contribution des banques au Fonds de garantie des dépôts (0.3% de l'encours des dépôts). Une charge qui a impacté le coefficient d'exploitation des banques. Nous nous attendons à ce que les banques se concentrent davantage sur la maîtrise des coûts en 2018 et 2019 pour atténuer les pressions sur la rentabilité. La maîtrise des couts, l'efficacité opérationnelle, la digitalisation et l'innovation seront les maitres mots pour les années à venir pour que les banques continuent à s'assurer une rentabilité soutenue.

DISCLAIMER

Risque : L'investissement en valeurs mobilières est une opération à risques. Ce document s'adresse à des investisseurs avertis. La valeur et le rendement d'un investissement peuvent être influencées par plusieurs aléas notamment l'évolution des taux d'intérêt, des taux de change devises, de l'offre et la demande sur les marchés. Les performances antérieures n'assurent pas une garantie pour les réalisations postérieures. Aussi, les estimations des réalisations futures pourraient être basées sur des hypothèses qui pourraient ne pas se concrétiser.

Limites de responsabilité: L'investisseur admet que ces opinions constituent un élément d'aide à la décision. Il endosse la totale responsabilité de ces choix d'investissement. Attijari Intermédiation ne peut en aucun moment être considéré comme étant à l'origine de ses choix d'investissement. Ce document ne peut en aucune circonstance être considéré comme une confirmation officielle d'une transaction adressée à une personne ou une entité et aucune garantie ne peut être donnée sur le fait que cette transaction sera conclue sur la base des termes et conditions qui figurent dans ce document ou sur la base d'autres conditions. Le Département Analyses & Recherches n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, Le Département Analyse et Recherche ne fait aucune déclaration ou garantie ni ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit (expresse ou implicite) au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. En tout état de cause, il appartient aux lecteurs de recueillir les avis internes et externes qu'ils estiment nécessaires ou souhaitables, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tous autres spécialistes, pour vérifier notamment l'adéquation de la transaction qui leurs sont présentées avec leurs objectifs et contraintes et pour procéder à une évaluation indépendante. La décision finale est la seule responsabilité de l'investisseur. Le Département Analyse et Recherche ne saurait être tenue pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans la présentation.

Sources d'information : Nos publications se basent sur une information publique. Le Département Analyse et Recherche œuvre pour l'exhaustivité et la fiabilité de l'information fournie. Néanmoins, elle n'est en mesure de garantir ni sa véracité ni son exhaustivité. Les opinions formulées émanent uniquement des analystes rédacteurs. Ce document et toutes les pièces jointes sont fondés sur des informations publiques et ne peuvent en aucune circonstance être utilisés ou considérés comme un engagement de la Direction Recherche. Changement d'opinion Les recommandations formulées reflètent une opinion constituée d'éléments disponibles et publiques pendant la période de préparation de la dite note. Les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés à tout moment sans préavis. Indépendance de la Direction Analyse & Recherche Attijari Intermédiation peut procéder à des décisions d'investissement qui sont en contradiction avec les recommandations ou les stratégies publiées dans les notes de recherche. Rémunération et courant d'affaires Les analystes financiers responsables de l'édition de la préparation de ce rapport reçoivent des rémunérations basées sur des facteurs divers, tels que la qualité de la Recherche et la pertinence des sujets abordés. Attijari Intermédiation et/ou sa maison mère maintiennent un courant d'affaires avec les sociétés couvertes dans les publications de la Direction Analyse et Recherche.

Adéquation des objectifs: Le Département Recherches ne produit pas des notes de recherche à la demande. Ses publications ont été préparées abstraction faite des circonstances financières individuelles et des objectifs des personnes qui les reçoivent. Les instruments et les stratégies traitées pourraient ne pas convenir à l'ensemble des investisseurs. Pour cette raison, reposer une décision d'investissement uniquement sur ces opinions pourrait ne pas mener vers les résultats escomptés. Propriété et diffusion Ce document est la propriété du Département Analyse et Recherche de MAC SA. Ce support ne peut être dupliqué, copié en partie ou en globalité sans l'accord écrit du Département. Ce document ne peut être distribué que par MAC SA. Toute personne acceptant la réception de ce document est liée par les termes ci-dessus.

Département Analyses et Recherches

Salma Zammit Hichri
Chef du Département
salma@macsa.com.tn

Ibrahim Cherif
Analyste Financier Senior
Ibrahim@macsa.com.tn