

## Banque Triodos

### La course au sommet de cette colline

Ce rapport est considéré comme une communication commerciale. Il a été commandé et payé par la Banque Triodos et n'a pas été préparé conformément aux exigences légales visant à promouvoir l'indépendance de la recherche en investissement, et n'est pas non plus soumis à une interdiction de négocier avant la diffusion de la recherche en investissement.

- **D'une start-up pionnière à une entreprise de taille moyenne dans le domaine des services bancaires ESG.** La Banque Triodos est un expert de premier plan dans le domaine de la finance durable, qui se concentre sur la banque et la gestion de fonds. Depuis sa création en 1980, l'entreprise s'est développée en lançant de nouveaux produits innovants et en s'implantant dans de nouvelles zones géographiques.
- **Un solide historique de croissance des revenus et des bénéfices, mais des bénéfices par action stables.** Le chiffre d'affaires a augmenté pendant 20 années consécutives. Les bénéfices ont également connu une forte croissance, bien qu'à un rythme plus irrégulier. Les bénéfices par certificat de dépôt ont toutefois stagné, car la croissance a souvent été alimentée par des émissions d'actions. La croissance des revenus et des bénéfices s'est faite malgré la pression exercée par plus d'une décennie de baisse des taux d'intérêt et par le fait que le taux de dépôt de la BCE est devenu négatif. Aujourd'hui, cependant, le vent a tourné, car les taux d'intérêt et le taux de dépôt de la BCE ont augmenté. Cela s'est traduit par une forte amélioration de la rentabilité en S2-22, ce qui est de bon augure pour 2023 et au-delà.
- **Une nouvelle stratégie rafraîchissante qui met l'accent sur l'impact et la création de valeur.** La nouvelle équipe de direction a apporté des changements subtils mais judicieux à la stratégie. L'intention est de croître à un rythme plus modéré que par le passé, d'alimenter la croissance par les bénéfices non distribués et une dilution modérée du ratio CET-1, et de se concentrer davantage sur l'intégration et l'efficacité des coûts. Cela devrait avoir un impact, comme par le passé, et créer de la valeur pour les détenteurs de certificats de dépôt.
- **Une solide croissance des bénéfices en vue.** Les bénéfices se sont fortement améliorés au cours du deuxième semestre de l'année 22, ce qui

Analyste en actions  
+32 2 287 9276  
l.roba@degroofpetercam.com

#### Fourchette d'évaluation cible

EUR 55-76

#### Description de l'entreprise

La Banque Triodos est une banque néerlandaise de taille moyenne qui est un expert de premier plan dans le domaine de la finance durable. Elle exerce des activités bancaires et de gestion des investissements aux Pays-Bas, en Belgique, en Allemagne, en Espagne et au Royaume-Uni.

#### Analystes :

##### Michael Roeg

Analyste principal en actions  
+31 20 573 5422  
m.roeg@degroofpetercam.com

##### Laura Roba

devrait se poursuivre grâce à la bonne tenue des taux d'intérêt et à la nouvelle stratégie.

En 2023, les bénéfices seront confrontés à une base facile en S1 et à une base normale en S2. Par conséquent, nous prévoyons une forte croissance des bénéfices en 2023 et une croissance saine en 2024 et 2025.

**Nous avons fixé notre fourchette d'évaluation cible à 55-76 euros.** Notre méthodologie est basée sur des multiples cibles

dérivés de groupes de pairs, comparés à nos estimations pour 2024. Cela inclut un ratio P/E de 10,6x avec une fourchette de prime/décote de 15%, et un ratio P/B de 1,0x ajusté pour les différences de ROE. À moyen terme, la hausse pourrait être plus importante, car il faut du temps avant que le portefeuille de prêts ne soit renouvelé à des marges plus élevées.

MEUR	12/19a	12/20a	12/21a	12/22a	12/23e	12/24e	12/25e
Revenu total	292	305	342	375	414	440	468
Bénéfice avant prov.	57	60	67	75	103	120	130
Bénéfice avant impôt	54	35	67	67	95	112	122
Bénéfice net ajusté	37	47	51	65	80	89	96
BPA ajusté (EUR)	2.67	3.27	3.56	4.54	5.61	6.24	6.73
Div. par action (EUR)	0.00	0.65	1.80	2.11	2.51	2.96	3.21
Rapport C/I	80.3%	80.4%	80.5%	80.0%	75.1%	72.7%	72.3%
Rendement des fonds propres	3.3%	2.3%	4.1%	4.0%	5.6%	6.3%	6.6%
Ratio CET-1	17.9%	18.7%	17.5%	17.3%	16.7%	16.5%	16.4%

Source : Triodos/Degroof Petercam

## PROFIL DE L'ENTREPRISE

La Banque Triodos est une banque néerlandaise de taille moyenne qui est un expert de premier plan dans le domaine de la finance durable. Elle exerce des activités dans les domaines de la banque et de la gestion des investissements.

- Le secteur bancaire comprend des unités commerciales aux Pays-Bas, en Belgique, en Allemagne, en Espagne et au Royaume-Uni, qui sont également actives dans d'autres pays.
- La gestion des investissements est active dans plusieurs pays du monde, offrant des services d'investissement par le biais de fonds d'investissement ou d'institutions d'investissement portant le nom de Triodos. Il existe 20 fonds actifs regroupés autour de différents thèmes durables.

Environ 2/3 des revenus proviennent des revenus nets d'intérêts (NII), 1/3 des frais et commissions (F&C) et un tout petit peu des autres revenus.

Le revenu total a augmenté pendant 20 années consécutives, passant de 23 millions d'euros en 2002 à 375 millions d'euros en 2022. Les bénéfices ont également augmenté, bien qu'à un rythme plus irrégulier, pour atteindre un bénéfice net ajusté record de 65 millions d'EUR en 2022, avec un rendement des capitaux propres ajusté de 5,1 %.

Pour 2023, la direction n'a pas émis d'indications quantifiées.

## LES MOTEURS DU COURS DE L'ACTION

## ÉVALUATION

**Fourchette d'évaluation cible** : nous fixons notre fourchette d'évaluation cible à 12 mois entre 55 et 76 EUR, sur la base des multiples cibles dérivés du groupe de pairs et de nos estimations pour 2024. A moyen terme, il pourrait y avoir plus de hausse, car il faut du temps avant qu'une part considérable du portefeuille de prêts soit renouvelée à des marges d'intérêt nettes plus attrayantes.

- **P/E** : Le P/E historiquement moyen du groupe de référence de 10,6x, par rapport à notre estimation du BPA ajusté pour 2024 de 6,24 euros, indique une valeur cible de 66 euros. Une fourchette de prime/décote de 15 % donne une fourchette de 56 à 76 euros.
- **P/B** : Le P/B historiquement moyen du groupe de référence est de 1,0x pour un ROE de 8,7%. Nous appliquons une fourchette d'escompte de 25-40% pour le ROE ajusté de Triodos de 5,1% (2022) et de 6,7% (notre estimation pour 2024). Les multiples cibles implicites de 0,6x et 0,7x, rapportés à notre estimation 2024 de la valeur comptable/DR de 94 EUR, indiquent une fourchette cible de 55 à 69 EUR, avec un point médian de 62 EUR.
- **Plus de potentiel à moyen terme** : Une simulation basée sur nos estimations 2025 pour le BPA ajusté et le BPS, indique une fourchette de valorisation cible de 57-82 EUR.

## ANALYSE DES FORCES ET FAIBLESSES (SWOT)

- **Croissance du BPA.** L'un des principaux moteurs de cette croissance est la croissance pure et simple du BPA (bénéfice par récépissé de dépôt/RD). La nouvelle stratégie de financement de la croissance par les bénéficiaires non distribués et une dilution modeste du bilan offre de meilleures perspectives de croissance du BPA que le financement par l'émission d'actions tel qu'il était pratiqué dans le passé. La croissance du BPA est d'autant plus prometteuse que les taux d'intérêt ont augmenté après plus d'une décennie de baisse. La hausse des taux d'intérêt devrait stimuler le revenu net d'exploitation et faciliter l'effet de levier opérationnel.
- **La fin des litiges juridiques.** Il n'y a aucune visibilité sur la durée, l'issue et les conséquences potentielles (le cas échéant) des diverses procédures engagées contre Triodos par un groupe de détenteurs de DR et des détenteurs individuels de DR. L'incertitude pèse généralement sur le cours de l'action jusqu'à ce que toutes les procédures soient terminées/qu'elles puissent être quantifiées.
- **Mettre davantage l'accent sur les intérêts des détenteurs de DR.** À notre avis, deux initiatives bénéficient grandement aux intérêts des détenteurs de DR : 1) Le financement interne de la croissance ne devrait pas entraîner de dilution, contrairement aux émissions d'actions du passé. 2) Lors de discussions récentes, il a été suggéré d'offrir aux détenteurs de DR le droit de conserver leurs droits de vote, qui sont actuellement détenus par une fondation. Cette proposition améliorerait la gouvernance.

#### Points forts

- La GSE fait partie de l'ADN de Triodos
- Solides antécédents en matière d'augmentation des revenus et des bénéficiaires
- Toujours rentable, historique de faibles provisions pour pertes sur prêts
- Bilan bien capitalisé

#### Faiblesses

- Ratio C/I supérieur et ROE inférieur aux pairs du Benelux
- Rentabilité médiocre en Espagne, échelle modeste en Allemagne
- La taille modeste de l'entreprise par rapport à ses pairs nuit à son efficacité opérationnelle
- La croissance de l'entreprise nécessite des capitaux

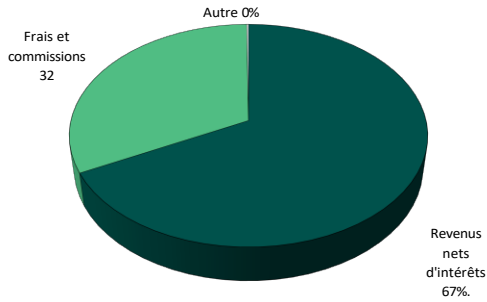
#### Opportunités

- L'importance croissante de l'ESG devrait stimuler la croissance
- La hausse des taux d'intérêt devrait stimuler les revenus nets d'intérêts
- Accent mis sur l'efficacité des coûts
- Une utilisation plus efficace du capital

#### Menaces

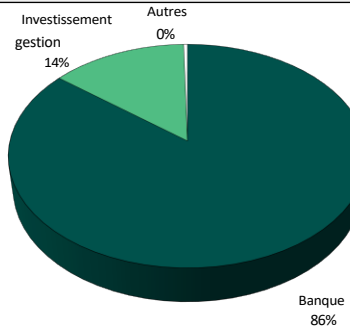
- Changements réglementaires concernant les coûts et les exigences en matière de capital
- Les banques habituelles s'engagent dans la finance durable
- Différend avec un groupe de détenteurs de certificats de dépôt
- La dépendance politique à l'égard des taux d'intérêt bas

### Revenu total par source 2022 (%)



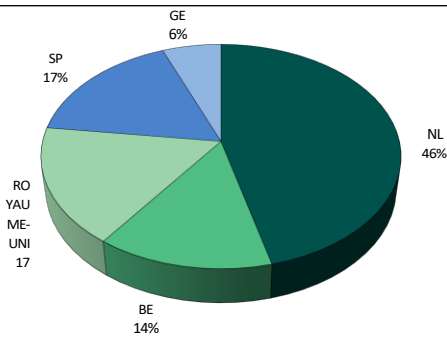
Source : Triodos, Degroof Petercam

### Revenu total par activité 2022 (%)



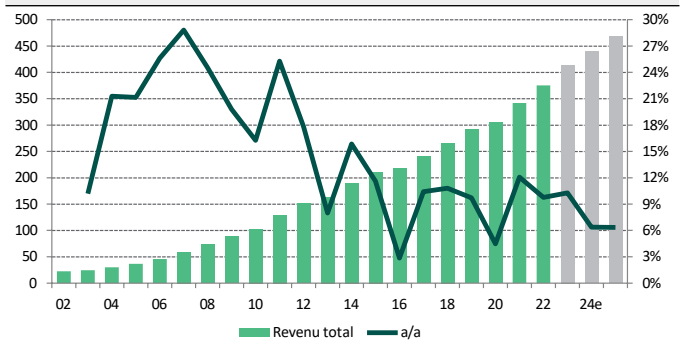
Source : Triodos, Degroof Petercam

### Produits bancaires par unité d'activité bancaire 2022 (%)



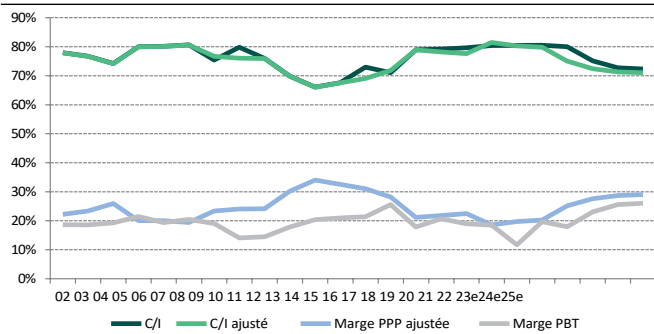
Source : Triodos, Degroof Petercam

### Revenu total (millions d'euros) et croissance par rapport à l'année



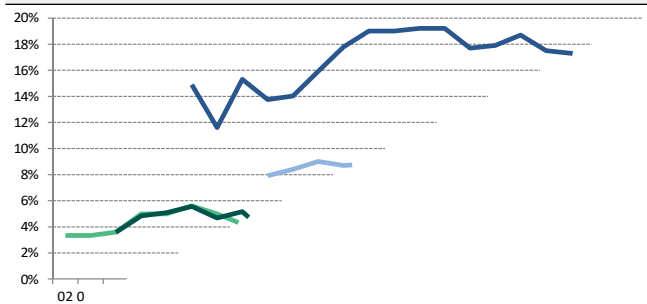
Source : Triodos, Degroof Petercam

### Ratio coûts/revenus et marges opérationnelles (%)



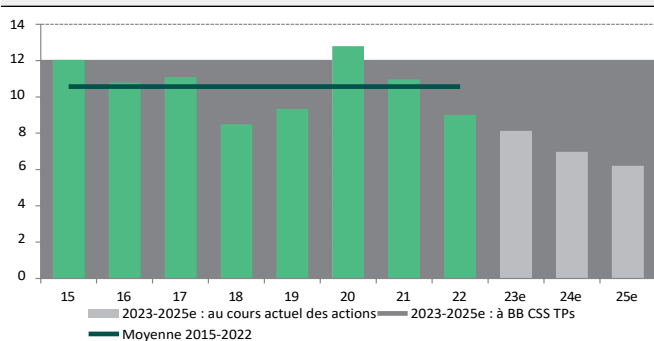
Source : Triodos, Degroof Petercam

### ROE et ratios de bilan (%)



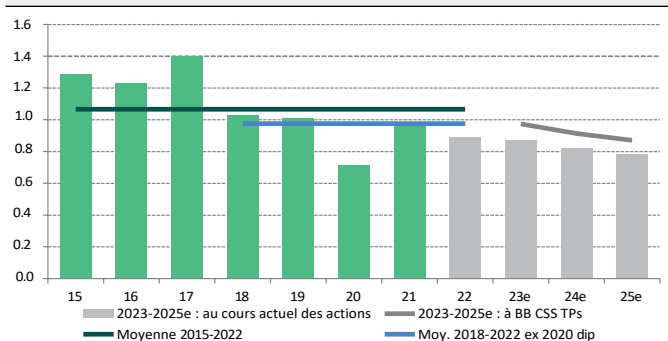
Source : Triodos, Degroof Petercam ; \* 2009-2013 : Ratio Tier-1

### Multiples P/E du groupe de référence (x)



Source : ABN, ING, KBC, Bloomberg, Degroof Petercam

### Multiples P/B du groupe de référence (x)



Source : ABN, ING, KBC, Bloomberg, Degroof Petercam



## Table des matières

---

Chapitre I : Du pionnier au moteur de la finance durable.....	5
Chapitre II : Une solide expérience en matière de croissance des revenus et des bénéfices ....	11
Chapitre III : Trois moteurs de croissance en présence.....	21
Chapitre IV : Une année de transition .....	27
Chapitre V : Une mise à jour rafraîchissante de la stratégie.....	37
Chapitre VI : Nos estimations .....	40
Chapitre VII : Évaluation .....	43
Chapitre VIII : Analyse ESG .....	47
Annexe A : Conseil d'administration.....	58
Annexe B : Clause de non-responsabilité.....	60

## Chapitre I : Du pionnier à la locomotive de la finance durable

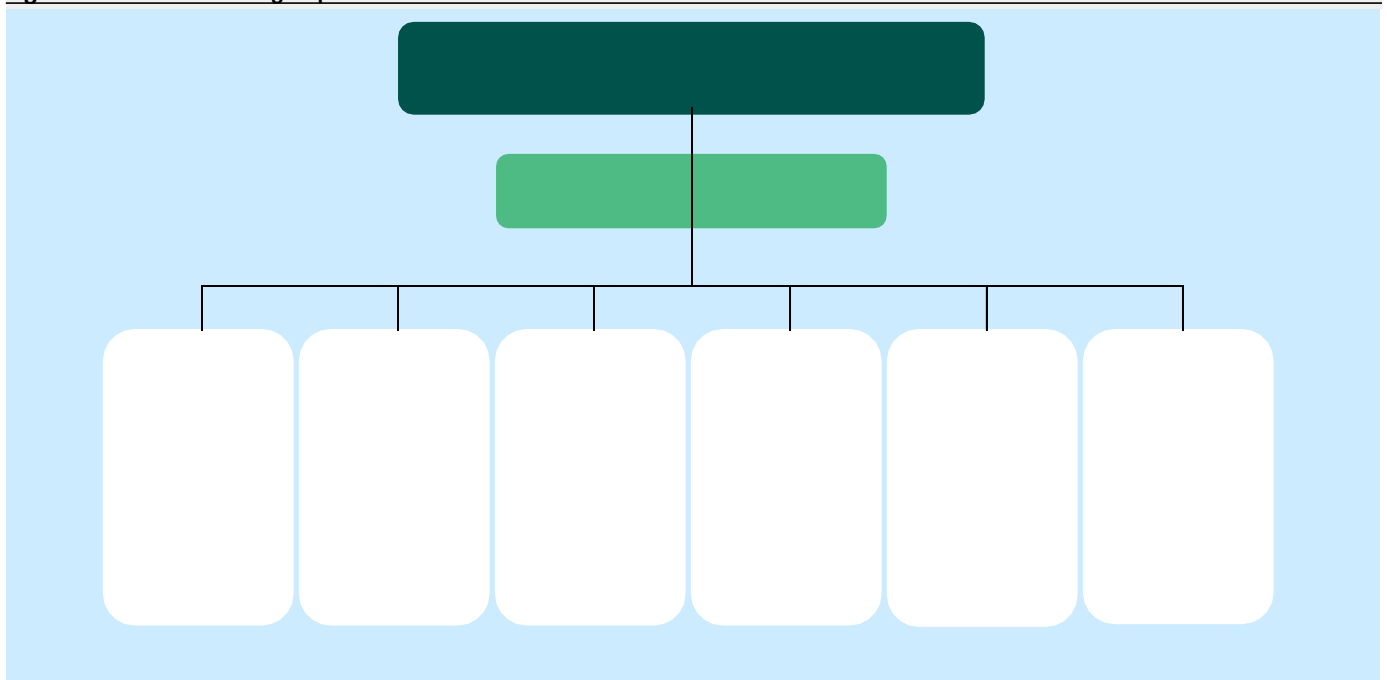
### Plus de 40 ans de services bancaires pour un monde meilleur

La Banque Triodos est un expert de premier plan dans le domaine de la finance durable. Ses racines remontent à 1968, lorsqu'un groupe d'étude a été formé par quatre Néerlandais dans le but de rechercher comment l'argent peut être géré de manière durable. Cela a abouti à la création de la Fondation Triodos en 1971, qui a utilisé des dons et des prêts pour soutenir des projets et des entreprises innovants. En 1980, la Banque Triodos (Triodos) a été fondée avec un capital de départ de 0,5 million d'euros et une licence bancaire complète de la Banque centrale néerlandaise (DNB). Depuis lors, l'entreprise s'est développée grâce à l'augmentation du nombre de clients, au lancement de produits nouveaux et innovants et à l'expansion géographique. Parmi les faits marquants, on peut citer

- 1990 Lancement de Biogroond Beleggingsfonds, le premier fonds vert en Europe
- 1993 Lancement de Triodos Bank Belgium
- 1995 Création de Triodos Bank UK
- 1999 Fondation de Triodos Investment Management
- 2004 Création de Triodos Bank Spain
- 2009 Ouverture d'une succursale en Allemagne
- 2009 Cofondateur de l'Alliance mondiale pour la banque des valeurs
- 2012 Lancement du premier prêt hypothécaire vert
- 2015 Devenir une société certifiée B (re-certification en 2022)
- 2022 Lancement du premier prêt hypothécaire biosourcé

Aujourd'hui, Triodos exerce des activités bancaires dans cinq pays européens et possède une activité de gestion d'investissements (IM). Après le Brexit, la succursale britannique a été transformée en filiale.

**Figure 1** Structure du groupe Triodos Bank



<b>Pays-Bas</b>	<b>Belgique Succursale Triodos Investissement</b>	<b>Espagne Succursale</b>	<b>Allemagne Branche</b>	<b>Banque Triodos Succursale</b>	<b>UK Ltd Gestion B.V.</b>
Banque de détail Banque d'affaires Banque privée	Banque de détail Banque d'affaires Banque privée	Banque de détail Banque d'affaires	Banque de détail Banque d'affaires	Banque de détail Banque d'affaires	Banque de détail Banque d'affaires
Revenu 2022 150 millions d'EUR d'EUR	Revenu 2022 47 millions d'EUR	Revenu 2022 54 millions d'EUR	Revenu 2022 18 millions d'EUR	Revenu 2022 56 millions d'EUR	Revenu 2022 53 millions
Clients YE 2022 2022 377k	Clients YE 2022 83k	Clients YE 2022 162k	Clients YE 2022 35k	Clients YE 87k	

\* Y compris la division TRMC (Triodos Regenerative Money Centre)

Source : Triodos, Degroof Petercam



## Triodos est actif dans quatre domaines de services financiers :

Le modèle d'entreprise est simple : les fonds confiés par les clients (comptes d'épargne et comptes courants) sont affectés à des prêts et à des investissements dans l'économie réelle. Triodos n'offre pas de produits dérivés ou d'autres produits complexes, n'est pas actif dans le trading pour compte propre et n'a pas d'actifs échoués. À des fins de reporting, les activités bancaires sont regroupées par pays, IM est un segment distinct et Triodos Regenerative Money Centre (TRMC) fait partie du siège social/non alloué.

- **Banque de détail** : Offre des produits tels que des comptes courants, des comptes d'épargne, des paiements, des prêts, des services bancaires privés et des investissements.
- **Services bancaires aux entreprises** : Offre des comptes d'épargne et de paiement, ainsi que des prêts aux organisations dont l'objectif est d'apporter un changement positif et durable. Les prêts sont axés sur cinq thèmes de transition : Alimentation, Ressources, Énergie, Social et Bien-être.
- **Gestion des investissements** : Offre des services d'investissement à impact par le biais de fonds d'investissement ou d'institutions d'investissement portant le nom de Triodos. Il existe 20 fonds actifs regroupés autour des thèmes suivants : Énergie et climat, Finance inclusive, Alimentation et agriculture durables, et Actions et obligations à impact.
- **Triodos Regenerative Money Centre** : Prête, investit et donne de l'argent avec une approche innovante et axée sur l'impact. L'objectif est de rendre possibles des initiatives pionnières et transformatrices qui ne peuvent être financées par des moyens traditionnels.

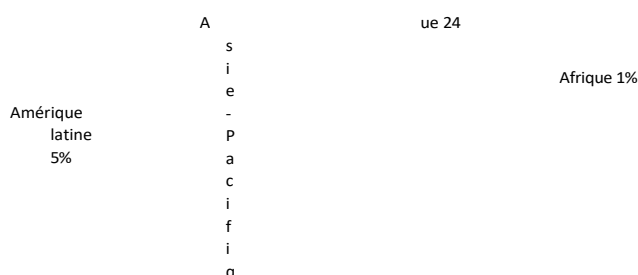
## Triodos est la plus grande banque d'impact "pure play" d'Europe.

Triodos est l'un des dix membres fondateurs de la Global Alliance for Banking on Values (GABV), créée en 2009. Aujourd'hui, la GABV compte 70 membres et 16 partenaires de soutien, avec des activités dans plus de 40 pays. L'alliance sert plus de 60 millions de clients, avec plus de 200 milliards d'USD de fonds sous gestion. Sa mission :

- "Notre objectif est d'étendre et de renforcer la pratique des services bancaires fondés sur des valeurs, et de montrer la voie vers un système financier qui promeut l'équité sociale, répond à l'urgence climatique et apporte une prospérité et un bien-être véritables et durables pour tous".

Au sein de GABV, l'Europe et l'Amérique du Nord sont de taille similaire. En Europe, Triodos est de loin la plus grande banque d'impact avec plus de 10 milliards d'euros de prêts à la fin de l'année 2021. Au sein de GABV, seule la banque canadienne Vancity est plus importante que Triodos, avec environ 16 milliards d'euros de prêts à la fin de l'année 2021.

Selon la direction, les banques ordinaires se lancent dans la finance durable, ce qu'elle salue car il y a beaucoup d'opportunités pour tous. À notre avis, l'entrée des banques ordinaires dans la finance durable devrait favoriser la croissance de ce segment du secteur bancaire.





Degroof Petercam

OK

0 1 2 3 4 5 6 7 8 9 10 11

Pièce 2 GABV FuM 2021 (197 milliards d'EUR)

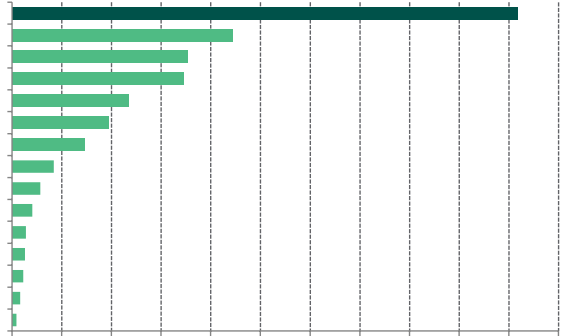
Partenaires européens du GABV (en milliards d'euros)

Amérique du Nord  
35%

T  
r  
i  
o  
d  
o  
s

G  
L  
S  
  
U  
m  
w  
e  
l  
l  
  
V  
D  
K  
  
B  
a  
n  
c  
a  
e  
t  
i  
c  
a  
  
M  
e  
r  
k  
u  
r  
  
A  
B  
S  
A  
  
i  
m  
a  
n  
t  
  
d  
e  
  
l  
i  
u  
n  
i  
t  
é  
  
C  
r  
e  
d  
o  
  
C  
h  
a  
r  
i  
t  
é  
  
F  
G

É  
c  
o  
l  
o  
g  
i  
e

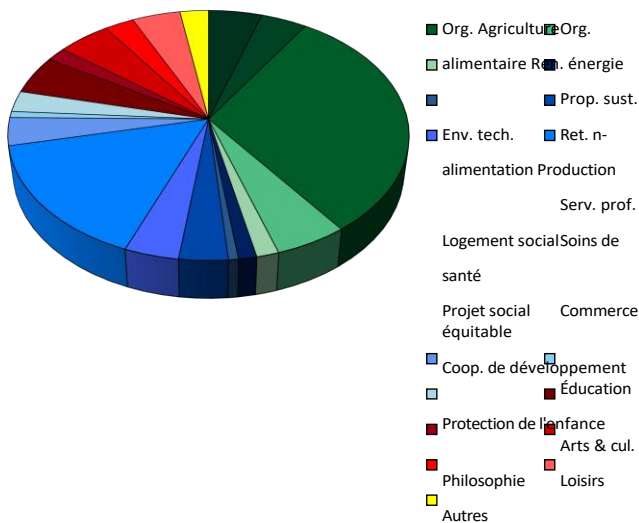




## Un profil ESG exemplaire, alors que la plupart des gens n'avaient même pas encore entendu parler de l'ESG

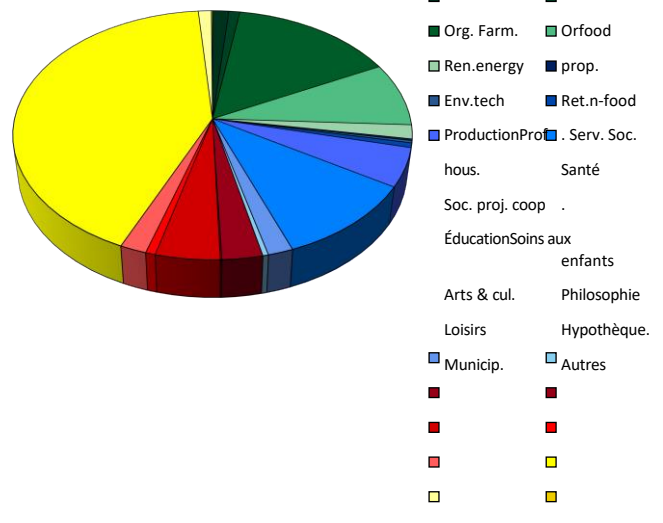
Aussi loin que remontent nos données, Triodos a été exemplaire en matière de divulgation sur les sujets liés à l'ESG. Prenons par exemple la composition des prêts (pièces 4 et 5). En 2007, elle était divisée en sous-segments pour la nature et l'environnement (tranches vertes), les affaires sociales (bleues), la culture et le bien-être (rouges), et autres (jaunes). En 2022, les sous-segments seront également présentés par région (non affichée ici).

**Figure 4 Répartition des prêts en 2007 (%)**



Source : Triodos, Degroof Petercam

**Figure 5 Répartition des prêts 2022 (%)**



Source : Triodos, Degroof Petercam

Un autre exemple de transparence est celui de la main-d'œuvre.

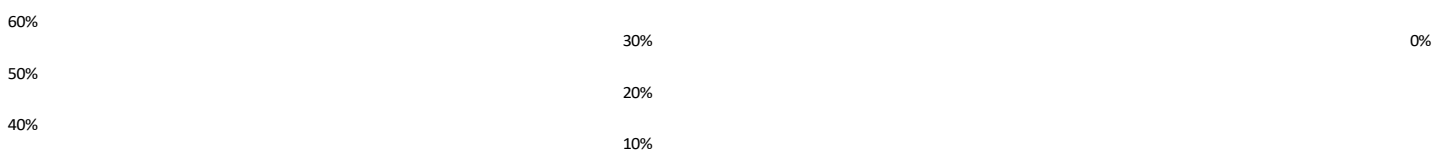
- Le rapport annuel 2008 présente une répartition des effectifs par pays, une répartition des intérimaires par pays, les coûts de formation par employé et par pays, ainsi qu'une pyramide des âges. On y trouve également des informations sur le ratio hommes/femmes, la part des femmes dans les postes de direction, le millésime de la main-d'œuvre, le taux de rotation et l'absentéisme.
- Le rapport annuel 2022 présente encore plus d'informations : coûts de formation par employé et par activité, absentéisme par activité, taux d'attrition par activité, type de contrat par activité (fixe/variable), employés par type de contrat et par sexe, employés par convention collective par pays, pyramide des âges et pyramide des millésimes.

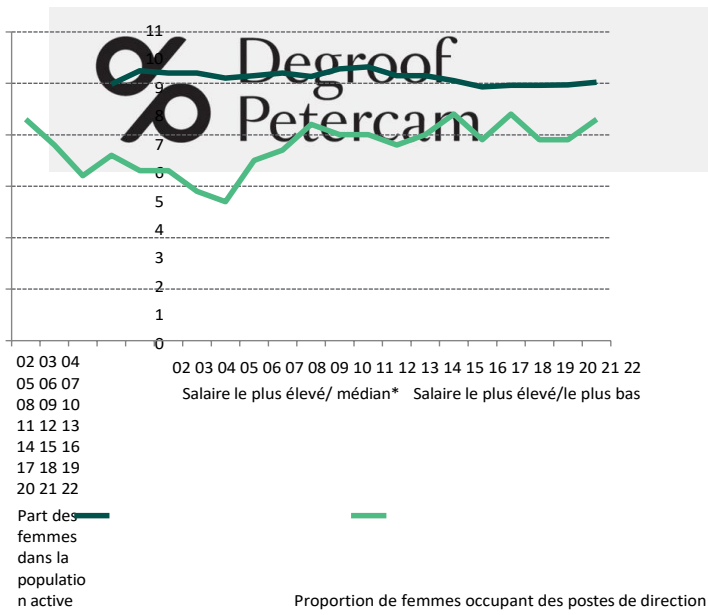
Certaines informations sont utiles, mais pas indispensables, comme l'absentéisme en Allemagne, les coûts de formation par employé en Espagne, l'attrition au Royaume-Uni et la structure des contrats en Belgique. D'autres données sont pertinentes d'un point de vue ESG, comme par exemple la participation des femmes et les salaires (tableaux 6 et 7). La première montre clairement que Triodos était en avance sur son temps en ce qui concerne la participation et la promotion des femmes. La seconde montre une structure de rémunération qui semble raisonnable.

**Figure 6 Participation des femmes (%)**

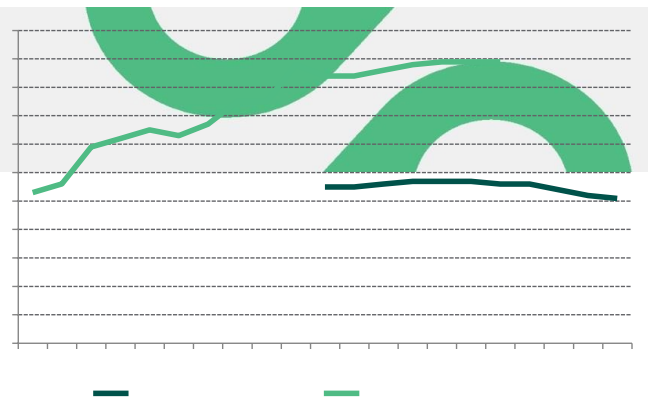


**Figure 7 Salaire le plus élevé par rapport au salaire médian/le**





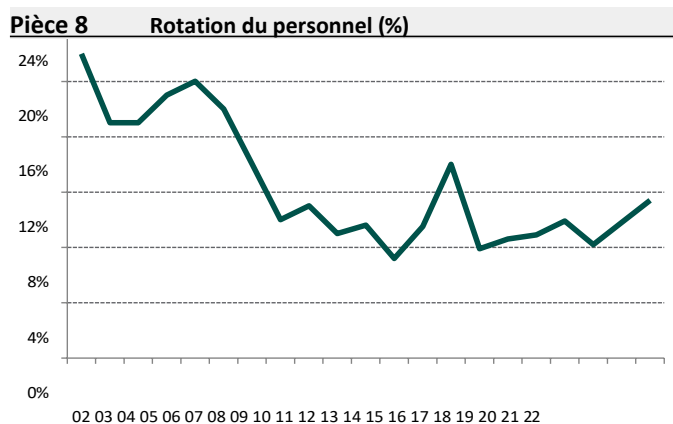
Source : Triodos, Degroof Petercam



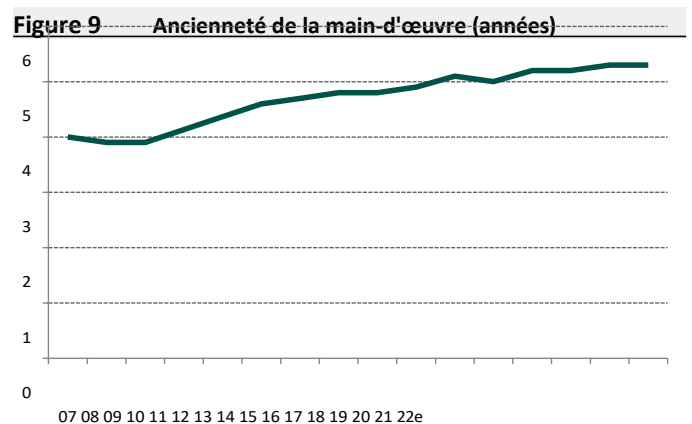
Source : Triodos, Degroof Petercam ; \* Médiane ex Highest

D'autres données fournissent des indications économiques significatives, comme l'attrition. Dans le passé, le taux d'attrition était très élevé (figure 8), ce qui a dû avoir un impact négatif sur la productivité. Les nouvelles recrues ont besoin d'être formées avant de pouvoir prendre la relève de celles qui sont parties, et elles ont une courbe d'apprentissage à suivre. Finalement, la direction a réussi à ramener le taux d'attrition à environ 8-9%, ce qui a permis d'augmenter régulièrement le millésime de la main-d'œuvre (figure 9). Le taux d'attrition était en moyenne de 9 % pour la période 2017-2021, ce qui suggère que l'ancienneté pourrait éventuellement augmenter pour atteindre environ 9-10 ans (et non 11 ans, car la stratégie de croissance de l'entreprise et l'évolution constante de la réglementation exigent une expansion de la main-d'œuvre, ce qui entraîne automatiquement une baisse de l'ancienneté).

Un millésime élevé présente des avantages et des inconvénients. Les avantages sont, entre autres, la richesse de l'expérience, la productivité élevée, les faibles coûts de formation et les faibles coûts de changement. Les inconvénients sont, par exemple, la rentabilité due aux coûts élevés du personnel, les difficultés pour les échelons inférieurs d'être promus à des postes de direction, et le vieillissement de la main-d'œuvre qui pourrait créer un problème si un trop grand nombre de personnes atteignaient l'âge de la retraite en même temps.



Source : Entreprises, Degroof Petercam



Source : Triodos, Degroof Petercam

### Une équipe de direction à la fois nouvelle et expérimentée

Ces dernières années, le conseil d'administration de Triodos a connu de nombreux changements, en raison notamment de départs à la retraite et/ou de la recherche de nouvelles opportunités par les membres du conseil. Aujourd'hui, le conseil est composé de cinq personnes qui ont toutes rejoint le groupe au cours des cinq dernières années. Chacune d'entre elles possède une grande expérience dans le secteur des services financiers, y compris des rôles de direction et une exposition internationale (voir l'annexe A). Le PDG Jeroen Rijpkema, le COO Nico Kronemeijer et le CCO Jacco Minnaar ont été nommés en 2021 (les deux derniers ont bénéficié d'une promotion interne). Le directeur financier Kees van Kalveen a été nommé en janvier 2023 pour succéder à l'ancien directeur financier qui a démissionné pour devenir directeur financier de la banque néerlandaise De Volksbank. La chargée de clientèle Carla van der Weerdts a été nommée en 2019, mais elle se remet actuellement des effets à long terme d'une infection à Covid. Son rôle est temporairement rempli par la CRO ad interim Marjolein Landheer, qui a été nommée en janvier 2023.

La rémunération du conseil d'administration se compose d'un salaire fixe, d'une contribution au régime de retraite, d'une sécurité sociale, d'une indemnité pour l'utilisation privée d'une voiture de société et d'une indemnité de départ, le cas échéant. Elle n'est pas liée à la performance de l'entreprise. La rémunération totale s'est élevée à 1,3 million d'euros en 2019, et à 1,7 million d'euros par an en 2020, 2021 et 2022. En excluant les indemnités de



Degroof  
Petercam

départ, les coûts totaux étaient respectivement de 1,0 million d'euros, 1,4 million d'euros 1,4 million d'euros, et 1,7 million d'euros. Triodos n'offre pas de primes ou de plans d'options d'achat d'actions au conseil d'administration ou à d'autres employés.

En 2022, la rémunération du conseil de surveillance s'élève à 118 000 euros et celle du conseil de SAAT (voir page suivante pour plus d'informations sur SAAT) à 41 000 euros en 2022.

## Les actions de Triodos sont détenues par la fondation SAAT afin de protéger la mission et l'identité de l'entreprise.

Extrait du site web de Triodos :

- "La Banque Triodos a pour mission de contribuer à la création d'une société qui protège et promeut la qualité de vie de tous ses membres et qui place la dignité humaine au centre de ses préoccupations. Depuis 1980, nous permettons aux particuliers, aux organisations et aux entreprises d'utiliser leur argent de manière bénéfique pour les personnes et l'environnement. Nous promovons le développement durable en offrant à nos clients des produits financiers durables et un service de haute qualité".

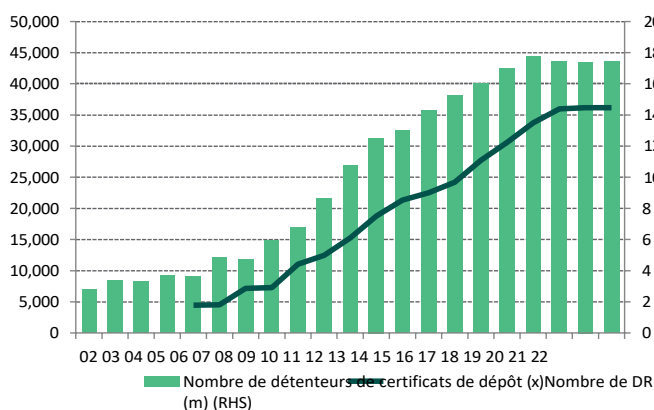
Pour protéger cette mission et l'identité de l'entreprise, toutes les actions de Triodos sont détenues en fiducie par une fondation dénommée "Stichting Administratiekantoor Aandelen Triodos Bank" (SAAT). SAAT a émis des certificats de dépôt (DR) pour les actions Triodos au public et aux investisseurs institutionnels. Ces certificats représentent les aspects économiques des actions Triodos.

SAAT exerce les droits de vote pour les actions Triodos, en s'appuyant sur les objectifs de l'entreprise et sur la politique de l'entreprise.

La mission de l'entreprise, ses intérêts commerciaux et les intérêts des détenteurs des DR.

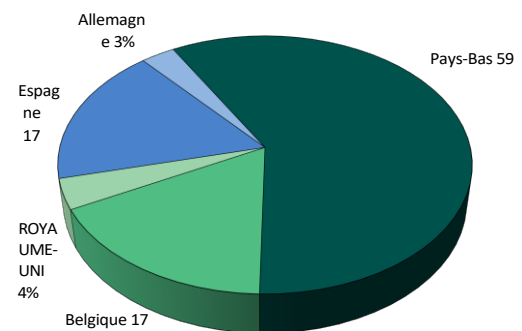
Le nombre de DR et de détenteurs de DR a fortement augmenté (figure 10) car la stratégie de croissance de l'entreprise a été financée par l'émission régulière de nouveaux DR, tandis que la préférence croissante du public pour la finance durable a attiré de nouveaux investisseurs. Actuellement, il y a environ 14,5 millions de DR en circulation, dont 14,3 millions sont détenus par les détenteurs de DR et 0,2 million par Triodos. Le nombre de détenteurs de DR était de 43 545 à la fin de l'année 2022, contre 43 521 à la fin de décembre 2021, en raison de transactions entre les détenteurs de DR sans l'implication de Triodos. Un détenteur de DR détient >3% du capital : Coöperatieve Centrale Raiffeisen-Boerenleenbank (Rabobank) avec 4,0 %.

**Pièce 10** Nombre de détenteurs de DR et de DR en fin d'année



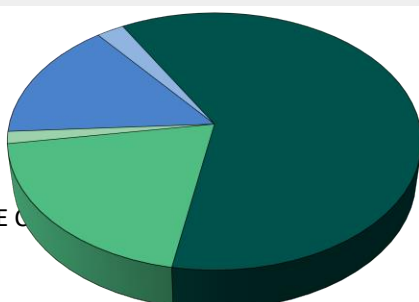
Source : Triodos, Degroof Petercam

**Figure 11** Détenteurs de DR (43 545) à YE22 par pays (%)



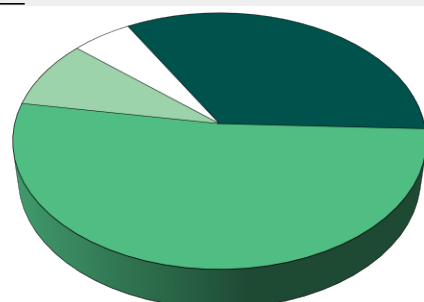
Source : Triodos, Degroof Petercam

**Figure 12** DRs (14,2m) à YE22 par pays (%)



RECHERCHE C  
Triodos

**Tableau 13** Détenteurs de DR (43 545) à YE22 par nr. de DR détenus (%)



3/04/2023





Allemagne  
2%

Espagne  
5%

# Degroof Petercam

Pays-Bas  
61%

501-1,000  
9%

1 001 et plus  
5%

1-50 DR  
34%

RO  
YA  
U  
ME  
-  
UN  
I  
2%

51-500  
52%

Belgique  
20%

Source : Triodos, Degroof Petercam

Source : Triodos, Degroof Petercam

## **La négociation des certificats de dépôt a été suspendue et sera transférée sur une nouvelle plateforme de négociation.**

Au cours des quatre dernières décennies, la négociation des DR s'est faite sur une plateforme de négociation interne à la valeur nette d'inventaire (VNA) par DR. Jusqu'en 2008, un vendeur devait attendre qu'un acheteur se présente. À partir de 2008, Triodos a agi en tant que teneur de marché avec un tampon d'au maximum 3 % des fonds propres de la banque (36 millions d'EUR). Ce tampon n'a pratiquement jamais été utilisé. Pendant la période de covid, l'offre et la demande ont été perturbées, l'offre dépassant largement la demande, selon la direction, ce qui a entraîné la suspension des transactions en janvier 2020. En octobre 2020, la négociation a repris, mais elle a été de nouveau suspendue en janvier 2021, l'offre ayant de nouveau largement dépassé la demande. Le prix d'émission au dernier jour de négociation (5 janvier 2021) était de 84 euros, soit un peu moins que la valeur liquidative de 85 euros à la fin de l'année 2020. Depuis lors, les détenteurs de DR n'ont pas été en mesure de négocier. Entre-temps, la VNI a augmenté pour atteindre 88 euros à la fin de l'année 2021 et 89 euros à la fin de l'année 2022.

En l'absence de transactions, la direction a communiqué une valeur estimée à des fins fiscales, telle que déterminée par Triodos. La valeur estimée au 31 décembre 2021 de 59 EUR incluait une décote de 30 % par rapport à la valeur liquidative en raison de l'illiquidité. La valeur estimée au 31 décembre 2022 de 60 EUR incluait une décote de 3 % par rapport à la valeur estimée. L'estimation pour 2022 était basée sur une analyse de la fourchette d'évaluation réalisée par un cabinet comptable et de conseil spécialisé. Elle comprenait des méthodologies d'évaluation traditionnelles et incorporait l'impact spécifique de Triodos/la proposition ESG. Il a été souligné que l'évaluation de l'administrateur n'avait qu'un but fiscal et qu'elle n'était pas indicative de la tarification future. Une valeur (estimée) est nécessaire à des fins fiscales (impôt sur le revenu) pour les détenteurs néerlandais de DR.

### **Évaluation du directeur à des fins fiscales :**

- 31 décembre 2021 59 EUR par DR
- 31 décembre 2022 EUR 60 par DR

Pour résoudre les limites de l'ancien système de négociation, la direction a décidé de transférer la négociation des DR vers un système de négociation multilatéral (MTF), ce qui a été approuvé par l'AGE le 11 octobre 2022. Sur ce MTF, le prix des DR sera déterminé par l'offre et la demande, contrairement à la valeur liquidative sur l'ancienne plateforme de négociation. Le MTF sera géré par Captin, un prestataire de services financiers néerlandais sous la supervision de la DNB et de l'AFM (Autoriteit Financiële Markten, l'autorité néerlandaise pour les marchés financiers). Les détenteurs actuels de DR et les nouveaux investisseurs devront s'enregistrer sur la plateforme pour pouvoir négocier.

Une fois le MTF opérationnel, les détenteurs de DR pourront également demander à SAAT de transférer les droits de vote de SAAT à eux-mêmes, dans le cadre d'une mise à jour de la politique de gouvernance de la banque. Toutefois, les titulaires de DR ne pourront pas fixer l'ordre du jour, déterminer la stratégie ou modifier la mission de l'entreprise.

La direction prévoit que la négociation sur le MTF commencera au cours du deuxième trimestre 2023. Le communiqué de presse du 16 mars 2023 (résultats de l'exercice 22) mentionne : "Les préparatifs en vue de la cotation prévue en juin 2023 progressent comme prévu".

Le choix d'un MTF a été fait après avoir examiné plusieurs alternatives, notamment : 1) le maintien du système de négociation existant, 2) l'attraction d'investisseurs de référence, 3) la transformation de la structure de la banque en coopérative, 4) la fusion avec une société partageant les mêmes idées, et 5) la recherche d'une solution de négociation sur un MTF ou

une bourse publique telle qu'Euronext.

Nous reviendrons sur la décision de se rendre dans un MTF au chapitre IV.

## Chapitre II : Une solide expérience en matière de croissance des revenus et des bénéfices

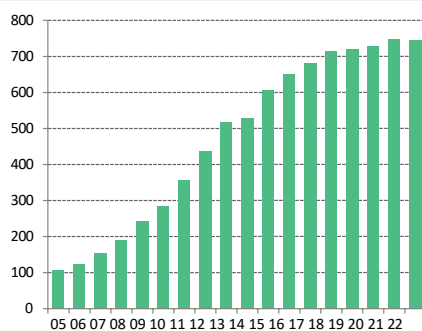
Triodos dispose d'une expérience impressionnante en matière de croissance de la valeur ajoutée.

Le modèle d'entreprise de Triodos est assez simple :

- **Services bancaires** : Triodos attire les dépôts/épargnes des particuliers (environ 2/3 des dépôts en 2022) et des entreprises (environ 1/3) et les prête aux particuliers et aux entreprises, ce qui génère un revenu net d'exploitation. Elle fournit également des services sur lesquels elle génère des F&C, comme par exemple les abonnements aux comptes courants et d'épargne, les services de paiement et la banque privée.
- **Gestion des investissements** : Triodos gère 20 fonds d'investissement pour lesquels elle perçoit des frais de gestion (F&C). Ces fonds ne figurent pas au bilan de la banque, ils ont leurs propres rapports annuels et leurs propres assemblées générales.

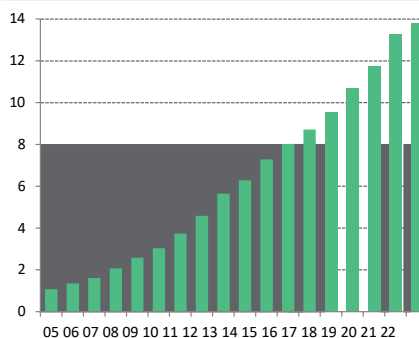
Le nombre de clients a fortement augmenté au fil du temps, grâce notamment à des campagnes de marketing visant à sensibiliser le public à la finance durable et à l'ouverture de succursales en Espagne (où l'exploitation de succursales est importante). La croissance du nombre de clients a stagné ces dernières années en raison de 1) la diminution des dépenses de marketing dans un contexte d'incertitude liée à la crise, et 2) l'élagage du nombre de clients en supprimant les comptes inutilisés. L'augmentation de la clientèle a entraîné une croissance régulière des dépôts, des fonds communs de placement et des prêts (graphiques 15, 16 et 17).

Figure 14 Nombre de clients (x1 000)



Source : Triodos, Degroof Petercam

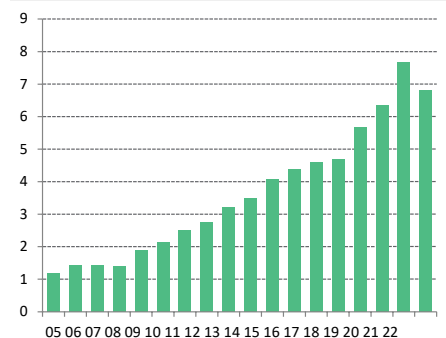
Figure 15 Dépôts (milliards d'euros)



Source : Triodos, Degroof Petercam Triodos, Degroof Petercam

Source : Triodos, Degroof Petercam Triodos, Degroof Petercam

Figure 16 Fonds (milliards d'euros)



La composition des prêts a évolué au fil du temps, les prêts hypothécaires résidentiels devenant progressivement le segment le plus important. La majorité des prêts dans ce segment se trouve aux Pays-Bas.

Pièce 17 Prêts et avances à la clientèle (en milliards d'euros)

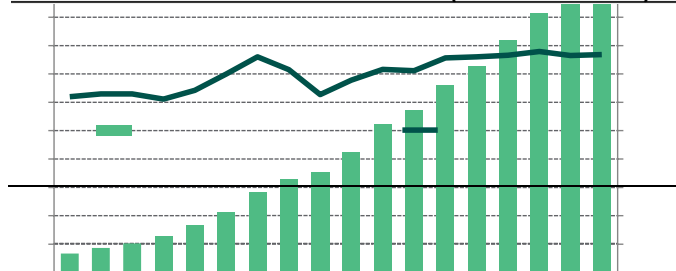
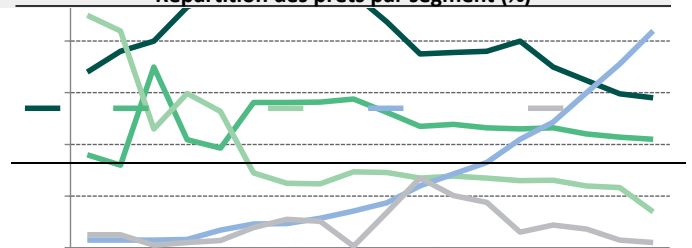
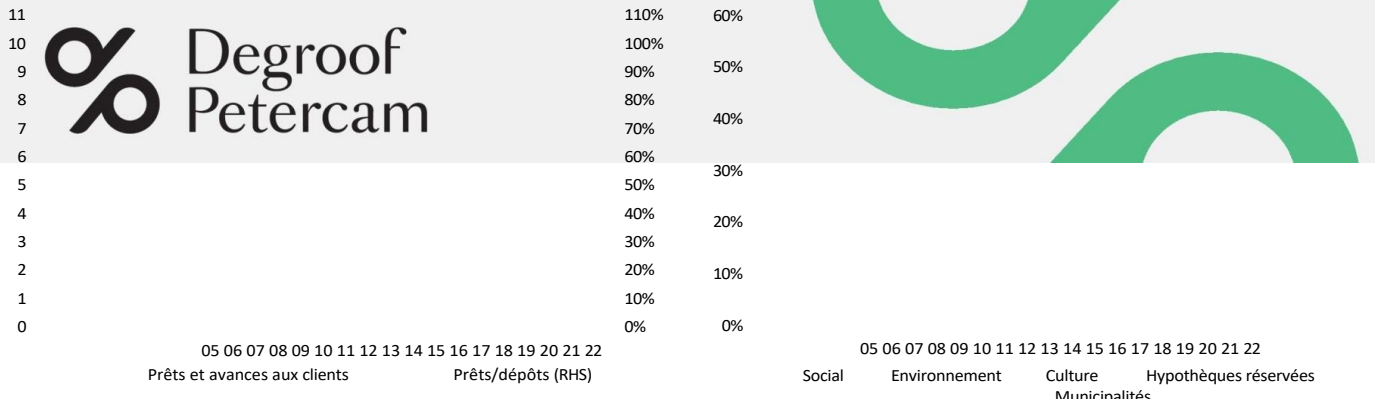


Illustration 1 Répartition des prêts par segment (%)



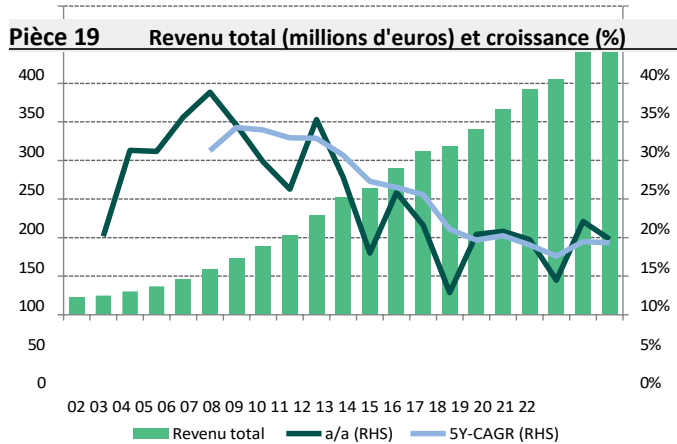


Source : Triodos, Degroof Petercam

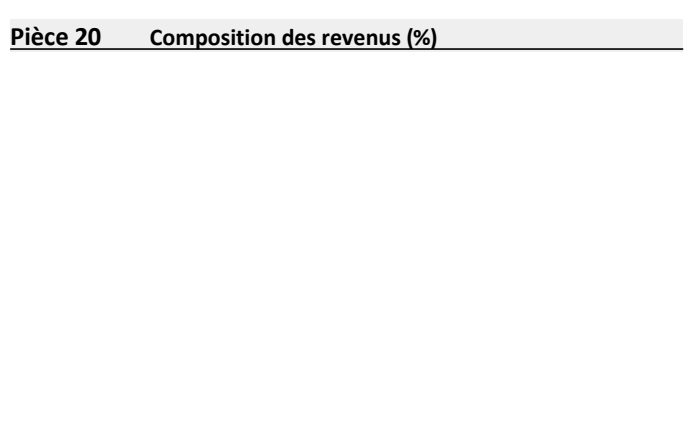
Source : Triodos, Degroof Petercam

## Vingt ans de croissance organique ininterrompue du chiffre d'affaires

La croissance des prêts et des fonds confiés a donné lieu à un historique impressionnant de 20 ans de croissance ininterrompue du revenu total (figure 19). Nos données ne remontent qu'à cette date, ce qui pourrait être encore plus long. La croissance a été presque entièrement organique, l'impact des fluctuations du taux de change GBP/EUR étant généralement faible. Au fur et à mesure que l'entreprise grandissait, le rythme de croissance s'est stabilisé pour atteindre le niveau actuel de croissance à un chiffre. Au fil du temps, la composition du portefeuille a légèrement fluctué, les revenus nets d'investissement représentant généralement environ 2/3 du revenu total et les revenus de F&C environ 1/3 (figure 20).



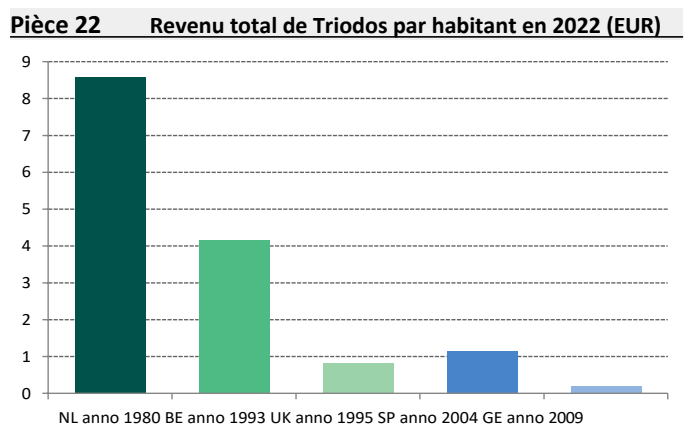
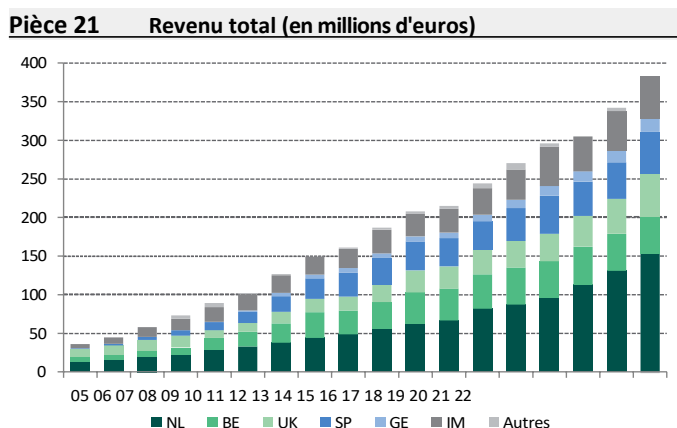
Source : Triodos, Degroof Petercam

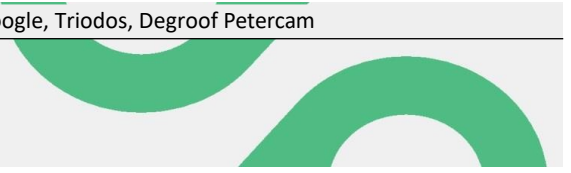


Source : Triodos, Degroof Petercam

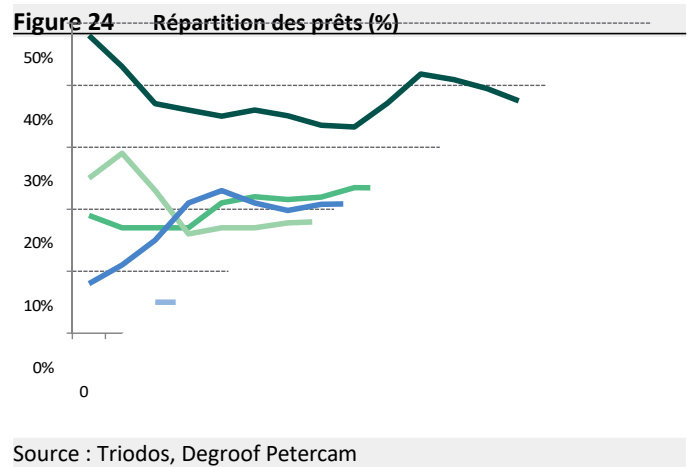
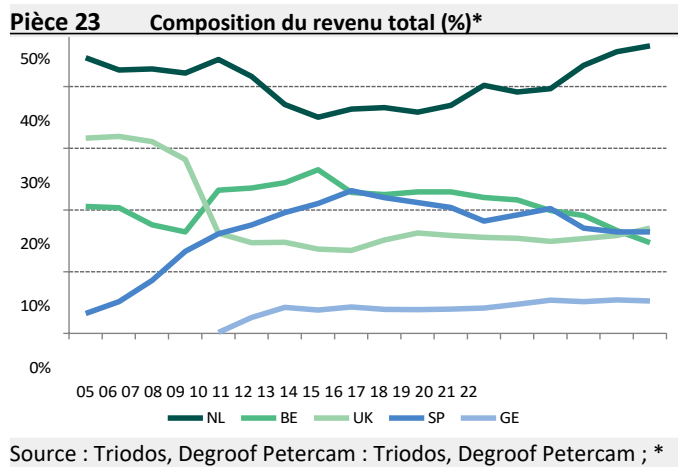
La croissance du chiffre d'affaires a été réalisée dans toutes les activités (figure 21). Le revenu total par habitant a été structurellement plus élevé aux Pays-Bas et en Belgique (figure 22), ce qui implique une part de marché plus importante :

- La répartition régionale des revenus ressemble à la répartition régionale des prêts, de sorte qu'il n'y a pas eu d'énorme différence dans les marges d'intérêt nettes entre les différents pays (pièces 23 et 24).
- Les sites web locaux de Triodos révèlent qu'il n'y a que des différences minimes (légèrement plus importantes) dans les frais de compte courant pour les clients particuliers (entreprises).
- Triodos offre des services de banque privée exclusivement aux Pays-Bas et en Belgique, mais cela ne peut pas avoir eu un impact important car en 2016, la dernière année où la banque privée a été présentée séparément, elle ne représentait que 4,7 % des revenus combinés (NL+BE+PB).





Il existe de légères différences dans les frais d'abonnement aux comptes courants pour les particuliers : 5 euros par mois aux Pays-Bas, 3 livres sterling au Royaume-Uni, 3 euros en Espagne, 5,5 euros en Allemagne, et il n'y a pas d'offre de compte courant pour les particuliers en Belgique. Il existe d'autres frais, par exemple pour l'ouverture d'un compte, la réception d'une carte bancaire, etc. Les différences de frais sont plus importantes pour les clients professionnels, mais pas suffisamment pour faire la différence, à notre avis.



### Les bénéfices ont également augmenté, bien qu'à un rythme plus volatil

Sur la période 2002-2022, le revenu total a été multiplié par 17. Les bénéfices d'exploitation ont progressé à peu près au même rythme, bien que le parcours ait été plus cahoteux, en particulier depuis 2015 (figure 25).

- Les bénéfices avant provisions (PPP) ont été multipliés par 15 (ou 19 sur une base ajustée).
- Le bénéfice avant impôt (PBT) a été multiplié par 16 (ou 20 sur une base ajustée).

La PPA est le revenu total moins les coûts opérationnels, à l'exclusion des provisions pour pertes sur prêts (LLP). La PPA est utile pour évaluer la performance sous-jacente hors pertes de crédit. Cela s'est avéré particulièrement pertinent en 2020, lorsque les provisions pour pertes sur prêts se sont élevées à 24 millions d'EUR, dont 57 % pour les étapes 1 et 2 (pertes potentielles) et 43 % pour l'étape 3 (pertes subies). La LLP a fortement augmenté cette année-là car les paramètres macroéconomiques ont été ajustés en raison de l'impact de la pandémie de covid-19.

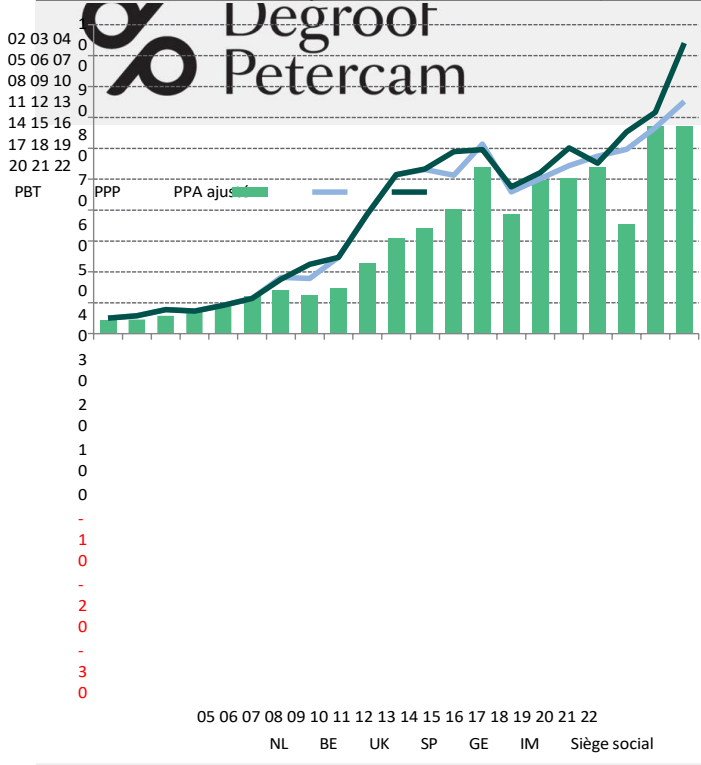
Les chiffres ajustés se rapportent à l'ajout de : 1) l'amortissement/la dépréciation du goodwill dans le passé, et 2) les coûts ou revenus exceptionnels. Les chiffres ajustés du passé sont des estimations grossières car la divulgation des éléments exceptionnels était généralement modeste. La divulgation s'est fortement améliorée au cours des douze derniers mois, ce qui est probablement lié au fait que les comptes 2022 comportaient trois grands postes de coûts non récurrents, sur lesquels nous reviendrons plus loin dans le présent rapport.

100  
90  
80  
70  
60  
50  
40  
30  
20

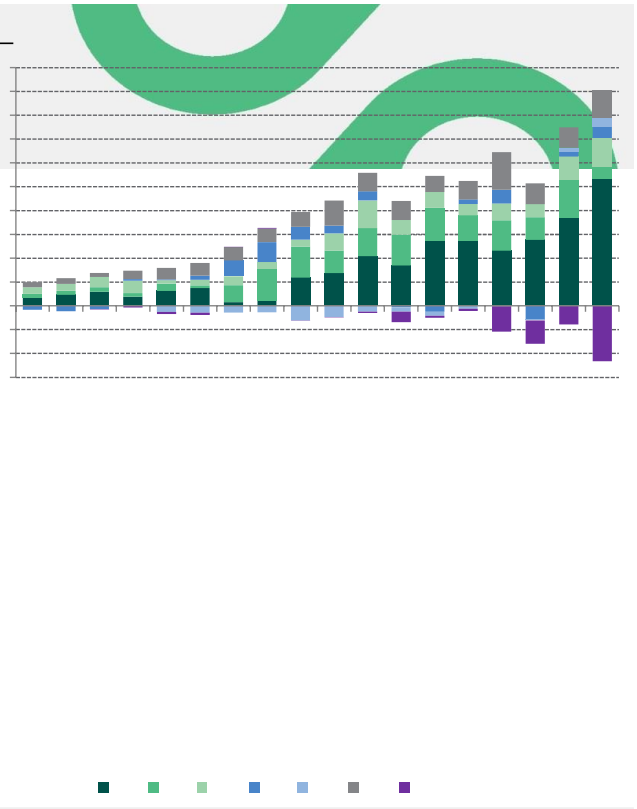
10  
0



Pièce 25 Bénéfice d'exploitation (en millions d'euros)



Source : Triodos, Degroef Petercam



Source : Triodos, Degroef Petercam

## Il est possible d'améliorer le rapport coût-efficacité

Ces dernières années, la direction a souvent indiqué que les coûts d'exploitation étaient en hausse en raison de l'augmentation (notamment) des coûts réglementaires, des coûts liés au système de garantie des dépôts, des investissements dans les activités (produits, services), de l'augmentation des coûts de conseil et d'audit liés, par exemple, au Brexit et au passage aux normes IFRS, ainsi que d'éléments exceptionnels tels qu'une provision liée à la décision de ne pas procéder à l'ouverture d'une succursale en France et une dépréciation de l'immeuble du siège social en raison de la nouvelle méthode de travail en partie à domicile, liée à la concurrence.

La ventilation des PBT par activité révèle plusieurs éléments intéressants (figure 26) :

- Les activités espagnoles sont devenues rentables quatre ans après la création de l'entreprise. Les bénéfiques ont atteint leur maximum en 2012, lorsqu'ils représentaient 27 % du PBT du groupe pour seulement 18 % du revenu total. Depuis lors, les bénéfiques sont tombés à des niveaux inférieurs, ont été volatils au fil du temps, ont été négatifs en 2017 et 2020, et ont été modestes en 2021. Nous pensons que les opérations espagnoles ont souffert plus que les autres opérations d'une décennie de baisse des taux d'intérêt, parce qu'une part dominante des prêts sur le marché espagnol est à taux d'intérêt variable.
- Il a fallu 13 ans aux activités allemandes pour devenir rentables, avec des pertes de démarrage cumulées estimées à 22 millions d'euros (au niveau du PBT). Il a probablement fallu plus de temps à l'Allemagne qu'à l'Espagne parce que l'Espagne s'est développée plus rapidement et a donc atteint la masse critique plus tôt. Nous supposons que le long chemin vers la rentabilité est l'une des raisons pour lesquelles la direction a abandonné l'idée d'ouvrir une succursale en France, car celle-ci serait probablement confrontée à une période de démarrage tout aussi longue.
- IM a enregistré un pic de bénéfiques en 2019 : 16 millions d'EUR, contre 8 millions d'EUR en 2018 et 9 millions d'EUR en 2020. Cela est dû en grande partie à des revenus non récurrents de 5,4 millions d'EUR, qui ont stimulé le PBT en 2019 et créé une base solide pour 2020.
- Les frais généraux étaient élevés en 2016 et le seront encore plus à partir de 2019.

Au début des années 2000, lorsque Triodos était beaucoup plus petit qu'aujourd'hui, le ratio coûts/revenus (C/I) était d'environ 75-80 % (coûts d'exploitation hors LLP/revenus totaux). Au fil du temps, il s'est amélioré pour atteindre 65-70 %, mais cela n'a pas duré. À notre avis, cela s'explique par trois raisons. 1) Plus d'une décennie de baisse des taux d'intérêt a entravé la croissance des revenus nets d'exploitation, ce qui a entraîné un effet de levier opérationnel négatif.

2) Des taux d'intérêt négatifs sur les liquidités excédentaires placées dans les dépôts de la BCE, ce qui a entraîné une baisse du revenu net d'exploitation. 3) L'évolution des exigences réglementaires, par exemple en matière de conformité, de lutte contre le blanchiment d'argent (AML) et de DGS, a entraîné de nouveaux types de coûts et une augmentation des coûts existants, ce qui s'est traduit par un levier d'exploitation négatif.

D'autres banques du Benelux (beaucoup plus grandes) ont manifestement été confrontées à une pression similaire, mais s'en sont mieux tirées (pièce 28). Le ratio C/I d'ABN avait tendance à augmenter ces dernières années, mais cela était en partie dû à des coûts ponctuels, et l'amélioration en 2022 était due au fait que ces coûts commençaient à s'estomper.

**Figure 27** Ratio C/I Triodos (%)



**Figure 28** Ratio C/I Banques du Benelux (%)

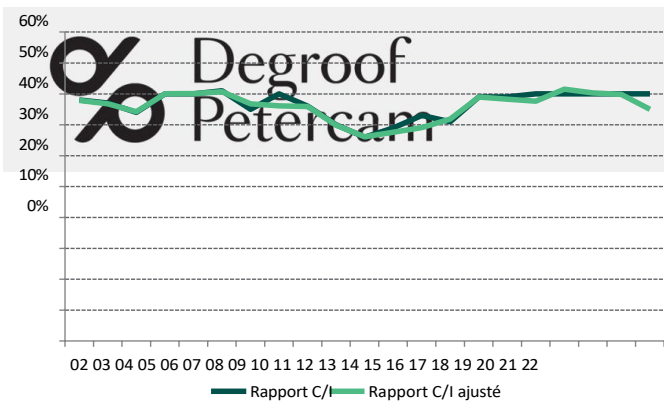


100%

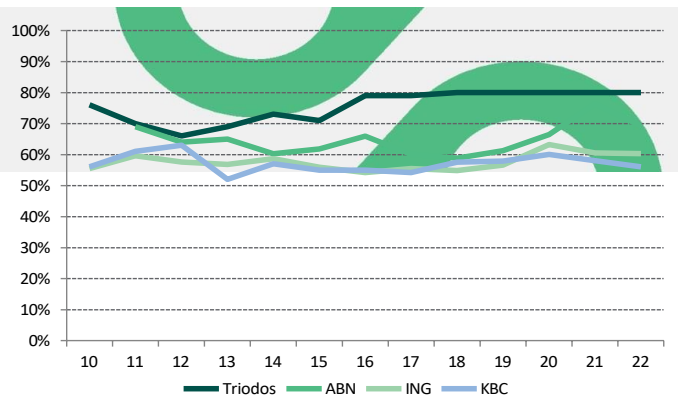
90%

80%

70%



Source : Triodos, Degroef Petercam

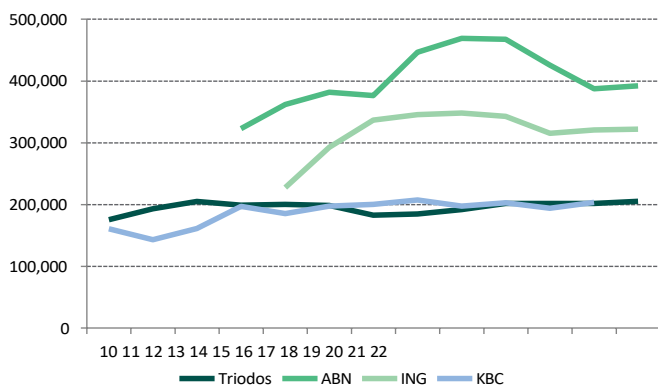


Source : Entreprises, Degroef Petercam

Triodos est petite par rapport aux autres banques du Benelux, avec seulement 1% du revenu total combiné en 2022 (ABN 22%, ING 52%, KBC 24%). Par conséquent, les économies d'échelle devraient naturellement se traduire par une efficacité moindre en termes de coûts. Toutefois, les effets de combinaison jouent probablement aussi un rôle, si l'on considère le revenu total par ETP (A), les coûts salariaux par ETP (B) et le bénéfice direct par ETP (C=A-B) (graphiques 29, 30, 31).

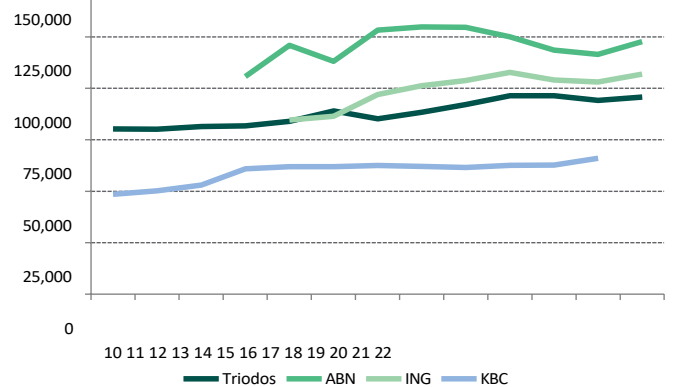
- Par rapport à Triodos, ABN et ING (après exclusion de l'assurance) ont des revenus par ETP beaucoup plus élevés et des coûts salariaux par ETP modérément plus élevés.
- Par rapport à Triodos, KBC a un revenu par ETP similaire et des coûts salariaux par ETP nettement inférieurs. Ce dernier point s'explique probablement par le fait qu'une part importante de ses activités se déroule en Europe de l'Est, où les salaires sont moins élevés qu'en Europe occidentale.
- Par conséquent, le bénéfice direct par ETP est supérieur chez ABN et ING, et plus élevé chez KBC.

**Figure 29 Revenu total par ETP (EUR)**



Source : Entreprises, Degroof Petercam

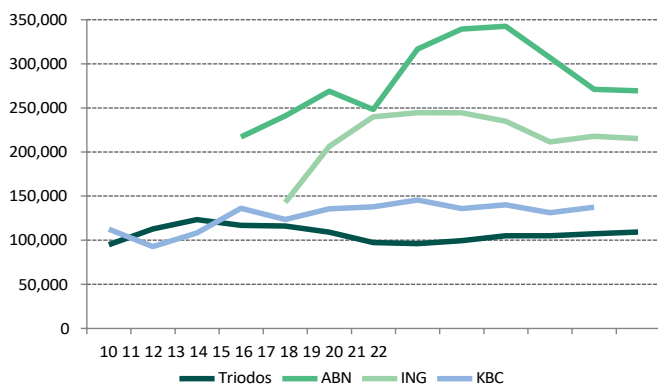
**Tableau 30 Coûts salariaux par ETP (EUR)**



Source : Entreprises, Degroof Petercam

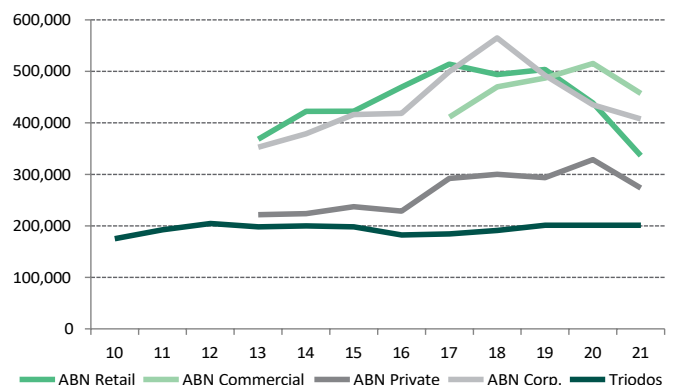
Seule ABN fournit des informations suffisantes pour calculer le revenu par ETP et par segment (pièce 32). Chaque segment est plus performant que Triodos, bien qu'ils aient tous eu une tendance à la baisse, alors que Triodos est resté stable. Nous manquons d'informations détaillées pour évaluer les raisons pour lesquelles ABN est plus productif, mais nous pensons que c'est en raison de l'échelle et d'un mélange qui comprend des prêts plus importants qui sont beaucoup plus efficaces à traiter que les prêts plus petits (bien qu'avec un profil de risque plus élevé).

**Tableau 31 Bénéfice direct par ETP (EUR)**



Source : Entreprises, Degroof Petercam

**Pièce 32 Revenu d'ABN par ETP (EUR)**



Source : ABN (nouveaux segments à partir de 2022), Triodos,

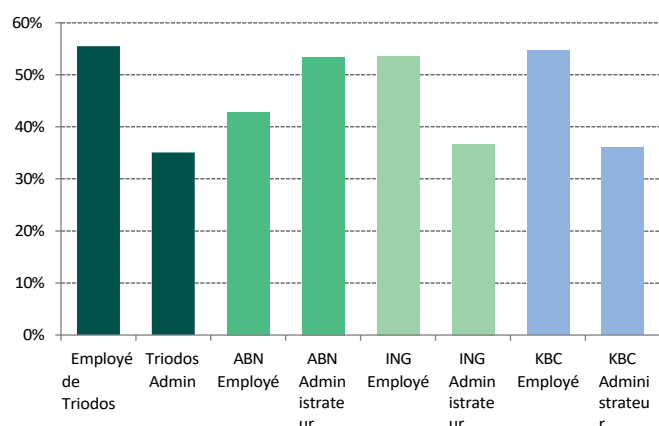


Degroof  
Petercam

Ces dernières années, la répartition des coûts de Triodos (employés contre administration) était presque identique à celle d'ING et de KBC (figure 33). Cela suggère que Triodos est également moins efficace en termes de coûts administratifs par rapport à ces deux pairs, et les chiffres vont effectivement dans ce sens. Les coûts administratifs représentaient en moyenne 28 % des revenus de Triodos en 2019-2021, contre 22 % chez ING et 21 % chez KBC. ABN a été une aberration en matière de structure de coûts pendant de nombreuses années, avec 36 %.

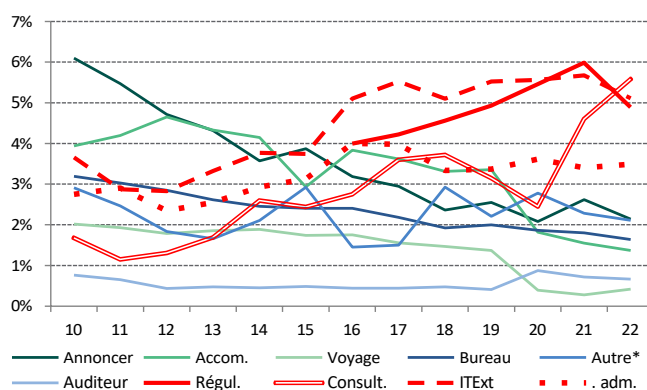
Les coûts administratifs (à l'exclusion des amortissements et des dépréciations d'actifs) représentaient 30 % du revenu de Triodos en 2022, ou 24 % sur une base ajustée. Ils comprennent dix catégories, dont la catégorie "réglementaire" a été présentée séparément pour la première fois dans le rapport annuel 2017. Auparavant, elle faisait partie de la catégorie "autres".

**Pièce 33 Composition des coûts 2019-2021 (%)\***



Source : Entreprises, Degroof Petercam : Entreprises, Degroof

**Tableau 34 Coûts administratifs/revenus totaux (%)**



Source : Triodos, Degroof Petercam : Triodos, Degroof Petercam ; \*

### Effet de levier opérationnel positif/négatif des facteurs de coûts internes/externes

Au cours de la période 2010-2022, six des dix types de coûts administratifs ont connu un effet de levier positif (lignes vertes et bleues, graphique 34), et quatre types ont connu un effet de levier négatif (rouge).

- **Effet de levier positif** : de 18,9 % du revenu total en 2010, à 8,2 % en 2022.
- **Effet de levier négatif** : de 8,1 % du revenu total en 2010, à 19,1 % en 2022.
- **Effet de levier positif et négatif combiné** : De 27,0 % en 2010 à 27,4 % en 2022.

Selon nous, il existe une distinction claire entre la nature de ces deux catégories.

Les catégories qui ont connu un effet de levier positif sont principalement internes par nature, puisque la direction décide des dépenses discrétionnaires en matière de publicité, d'hébergement, de voyages et de bureaux (environ 2/3 du seuil). Les coûts d'audit semblent externes par nature, mais ils ne sont guère influencés par des facteurs externes, à l'exception de quelques heures d'audit supplémentaires en cas de modification des méthodes comptables. Si l'on inclut l'audit, environ 75 % des coûts sont internes par nature. Il reste donc 25 % pour l'autre catégorie, dont une grande partie est très probablement interne également.

Les catégories qui ont connu un effet de levier négatif sont en grande partie de nature externe. Les coûts réglementaires ont été stimulés en 2016, suite à la création du DGS aux Pays-Bas, qui est financé par les banques. Les coûts du DGS ont démarré à la suite d'une décision politique et ont connu un effet de levier négatif en raison de la croissance des dépôts combinée à la pression sur le RNI due aux politiques de taux d'intérêt de la BCE. La part de la DGS dans les coûts réglementaires est passée de 68 % en 2016 à 71 % en 2022. Le conseil a connu un fort effet de levier négatif, mais il est volatil, et nous pensons qu'il est en grande partie dû à des événements externes qui nécessitent temporairement une assistance spéciale, comme le Brexit (impact important sur les opérations au Royaume-Uni), la transition des GAAP néerlandais aux IFRS, et le passage à un MTF. L'informatique a augmenté progressivement, ce qui doit être lié au renforcement continu des exigences réglementaires (par exemple, la conformité, la lutte contre le blanchiment d'argent), mais il doit également y avoir un aspect interne en raison des investissements continus dans l'efficacité.



Degroof  
Petercam

L'administration externe est externe par son nom et a connu un effet de levier négatif modeste, probablement en raison de l'augmentation continue des exigences administratives.

Selon nous, les forces extérieures ont joué un rôle majeur dans les performances financières de Triodos. Nous y reviendrons plus en détail au chapitre III.

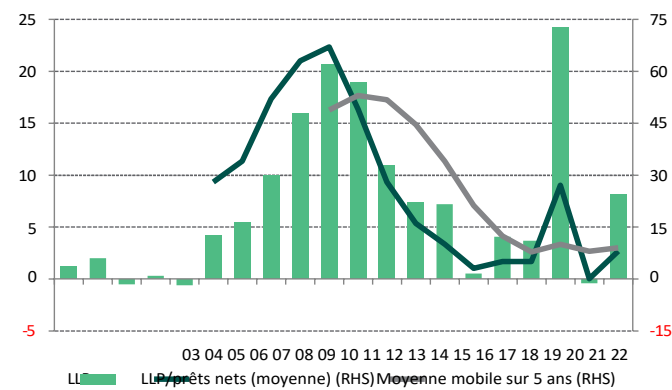
## La performance en matière de risque de crédit s'est fortement améliorée au fil du temps

La performance de la LLP s'est améliorée au fil du temps, avec une tendance à la baisse en chiffres absolus et en points de base du portefeuille de prêts (figure 35). L'anomalie de 2020 a été déclenchée par l'incertitude macroéconomique croissante liée à la pandémie de grippe aviaire : la majorité des 24 millions d'EUR de la LLP correspondait à des pertes potentielles (et non à des pertes effectives). Selon nous, l'amélioration de la performance est due, entre autres, aux facteurs suivants

1) la part croissante des prêts hypothécaires dans le mix, dont la plupart se trouvent aux Pays-Bas où les défauts de paiement sont généralement très faibles (même en période de ralentissement économique), et 2) des revers dans le passé avec des prêts à des projets innovants de biomasse (liés aux déchets, pas à l'abattage d'arbres) qui n'ont pas fonctionné, après quoi les prêts à ces types de projets ont été considérablement réduits (2008-13 : 41% des dépréciations étaient dans le secteur de la biomasse).

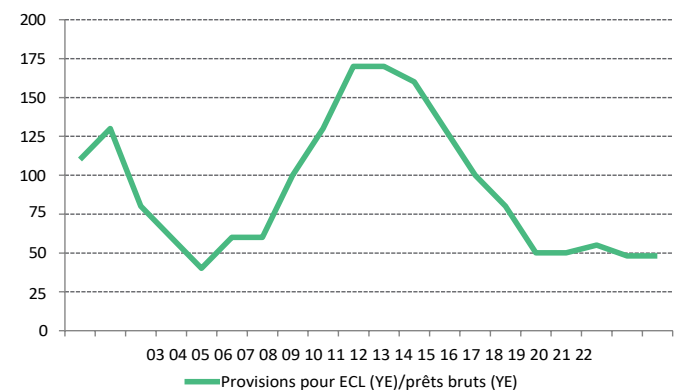
La perte de crédit moyenne sur cinq ans était de 9 points de base de la valeur du portefeuille de prêts (2018-2022), et la moyenne sur dix ans était de 15 points de base (y compris une queue de biomasse). Selon la direction, la moyenne sur 2014-2021 était de 12 points de base contre 22 points de base pour un groupe de référence de cinq banques néerlandaises.

**Figure 35 LLP (millions d'euros) et LLP/prêts (points de base)**



Source : Triodos, Degroof Petercam

**Figure 36 Provisions ECL/prêts bruts (pb)**

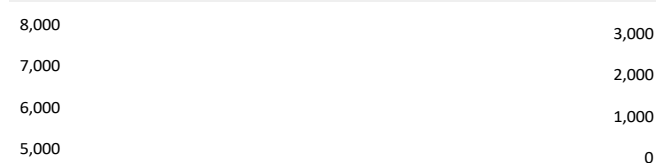


Source : Triodos, Degroof Petercam

L'amélioration du profil de risque se reflète également dans les actifs pondérés en fonction des risques (RWA), qui ont fortement augmenté, mais pas autant que les prêts à la clientèle ou le total du bilan (pièces 37, 38). À notre avis, cela s'explique par la prédominance croissante des prêts hypothécaires dans le mix, avec un risque inférieur à la moyenne, et par des stratégies d'évitement du risque, comme par exemple 1) la concentration sur des prêts plus petits (puces page suivante), 2) la concentration sur des produits simples, 3) la concentration sur des prêts avec garantie (prêts hypothécaires : environ 98 % garantis), et 4) l'abstention de toute négociation pour compte propre.

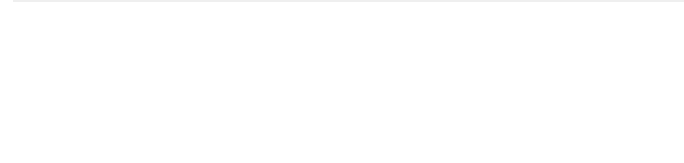
Au cours des quatre dernières années, les actifs pondérés en fonction des risques se composaient d'environ 91 % de risque de crédit et d'environ 9 % de risque opérationnel. Il n'y a pas de risque de contrepartie significatif dû aux garanties ou au risque de marché.

**Figure 37 RWA (en millions d'euros)**



RECHERCHE COMMANDÉE | Banque Triodos

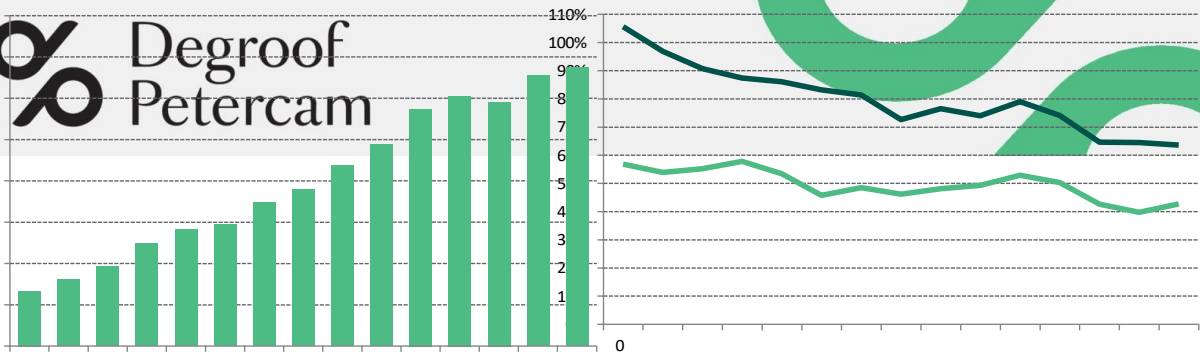
**Figure 38 RWA par rapport au total du bilan et aux prêts (%)**





08 09 10  
11 12 13  
14 15 16  
17 18 19  
20 21 22

# Degroof Petercam



0  
8  
9  
0  
1  
0  
1  
1  
2  
1  
3  
1  
4  
1  
5  
1  
6  
1  
7  
1  
8  
1  
9  
2  
0  
2  
1  
2  
2  
2  
RWA /prêts à la clientèle

RWA/total du bilan

Source : Triodos, Degroof Petercam

Source : Triodos, Degroof Petercam

À la fin de l'année 2022, le ratio prêt/valeur (LTV) moyen du portefeuille de prêts hypothécaires était de 55 %. La catégorie des "autres" prêts comprend les découverts de détail, les dettes de cartes de crédit et les prêts aux municipalités. Dans l'ensemble, le montant moyen des prêts n'était que de 268 000 EUR. Selon la direction, moins de 0,5 % des prêts ont une valeur  $\geq 25$  millions d'euros.

Portefeuille de prêts H1-22	Prêts (x)	Prêt moyen	Valeur	Partager
• Entreprise : Enviro.	2.9k	1,0 million d'euros	2,9 milliards d'EUR	28%
• Entreprises : Social	3.0k	0,7 million d'EUR	2,2 milliards d'euros	20%
• Entreprises : Culture	2.8k	0,4 million d'EUR	1,1 milliard d'euros	11%
• Commerce de détail : Hypothèques	15.8k	0,3 million d'EUR	4,3 milliards d'EUR	40%
• Vente au détail : Autres	15.2k	0,01 million d'EUR	0,1 milliard d'EUR	1%

### Croissance des bénéfices mais stagnation du BPA et du DPS

Le passage du PBT au bénéfice net est une étape modeste pour les banques du Benelux, car le taux d'imposition est généralement de l'ordre de 25 % (sauf pour les années marquées par de fortes variations des éléments spéciaux), et l'impact des entreprises associées et des minorités est généralement faible. Par conséquent, la croissance du bénéfice net (tableau 39) ressemble à la croissance de la PPA et du PBT. Le bénéfice net ajusté (estimé) suit largement le bénéfice net, à l'exception de deux années :

1) 2020 : nous considérons que le programme d'éducation et de formation tout au long de la vie de 24 millions d'EUR est une bizarrerie liée à la pandémie. 2) 2022 : une provision pour restructuration de 5 millions d'EUR, 9,1 millions d'EUR de coûts pour la transition vers la cotation au MTF et 4,8 millions d'EUR de frais juridiques liés aux DR.

Toutefois, le BPA n'a pas beaucoup augmenté (figure 40) parce que la stratégie de croissance était financée par l'émission régulière de nouveaux fonds propres, ce qui avait un effet dilutif. Au cours de la période 2005-2022, Triodos a levé au total 838 millions d'EUR de fonds propres (pièce 41), tout en reversant 124 millions d'EUR (arrondis) aux détenteurs de certificats de dépôt sous forme de dividendes (103 millions d'EUR) et de rachats (22 millions d'EUR). Un montant supplémentaire de 25 millions d'EUR sera versé aux détenteurs de certificats de dépôt en 2023, ce qui représente le dividende final de l'exercice 22. Ces chiffres sont à comparer à des capitaux propres de 1 259 millions d'EUR à la fin de décembre 2022.

Le dividende par DR (DPS) est resté stable pendant de nombreuses années, à 1,95 EUR. En 2020, le paiement du dividende 2019 a été supprimé à la demande de la DNB, qui souhaitait que les banques néerlandaises maintiennent la solidité de leur bilan dans le contexte de la pandémie de grippe aviaire. Le paiement des dividendes a repris l'année suivante, mais avec un ratio de distribution plus faible qu'auparavant. Aujourd'hui, la politique est de verser 50 % du bénéfice net déclaré, bien qu'une exception puisse être envisagée en cas d'éléments extraordinaires considérables. En 2022, Triodos a versé un dividende spécial de 1,01 EUR par DR en raison du retrait d'un programme de rachat de DR précédemment proposé. Ce dividende spécial ne fait pas partie du ratio de distribution de 60 % pour 2022.

**Pièce 39** Bénéfice net (en millions d'euros)

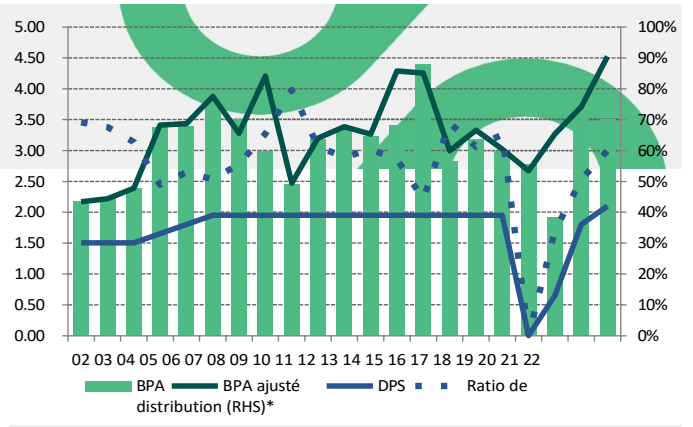


**Illustration 40** BPA, BPA ajusté, DPS (EUR) et taux de distribution (%)





Source : Triodos, Degroof Petercam



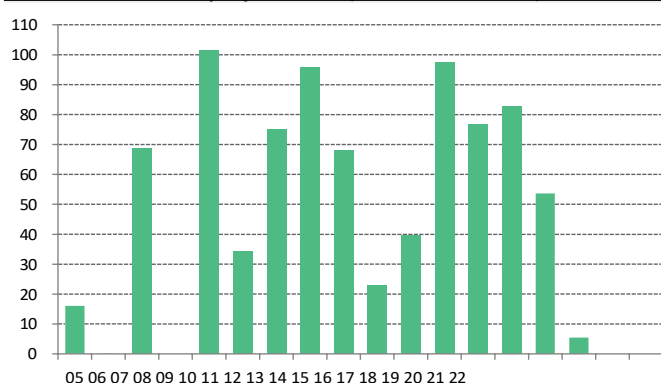
Source : Triodos, Degroof Petercam ; \* sur base des EPS déclarés

## Un bilan structurellement solide

La stratégie d'allocation du capital vise à maintenir un bilan solide. Les ratios de levier et CET-1 ont toujours dépassé les niveaux minimums requis (figure 42). Les banques du Benelux ont également bénéficié de ratios CET-1 élevés :

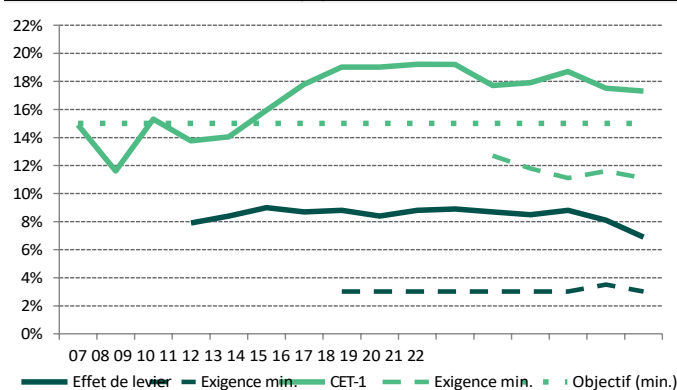
Ratio CET-1	Moyenne 2018-2022	Fin de l'année 2022
• ABN	17.1%	15.2%
• ING	15.0%	14.5%
• KBC	16.3%	15.4%
• Triodos	17.8%	17.3%

**Tableau 41 Fonds propres levés (en millions d'euros)**



Source : Triodos, Degroof Petercam

**Pièce 42 Ratios du bilan (%)**



Source : Triodos, Degroof Petercam ; Triodos, Degroof Petercam ; \*

## Un ratio C/I plus élevé et des ratios de bilan plus solides se traduisent par des rendements plus faibles

Le ratio C/I supérieur à la moyenne et les ratios de bilan plus solides de Triodos se traduisent par un rendement des capitaux propres (ROE) inférieur à celui des entreprises comparables du Benelux (figure 43). L'objectif à moyen terme pour le ROE a changé plusieurs fois et a été relevé lors de la publication des résultats de l'exercice 22 le 16 mars 2023 à une fourchette de 5-7 %, à atteindre d'ici 2025. Le ROE d'ABN a eu tendance à baisser en raison d'éléments exceptionnels, comme nous l'avons déjà souligné, et a commencé à se redresser en 2022.

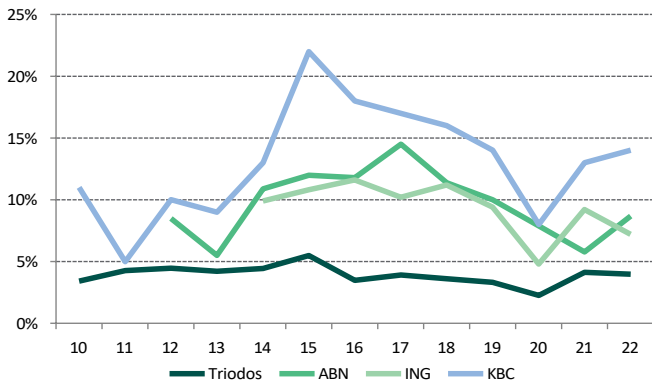
Le ROE de Triodos est influencé par de nombreux facteurs, notamment les taux d'intérêt, l'efficacité des coûts, l'allocation des capitaux et la composition des prêts. Ce dernier facteur a une incidence sur les actifs pondérés en fonction des risques, le ratio CET-1 et, par conséquent, le montant associé de capital excédentaire. Les banques disposent généralement de fonds propres excédentaires lorsque leurs ratios CET-1 dépassent les exigences réglementaires minimales et les objectifs qu'elles se sont fixés en interne. Selon nous, le capital excédentaire n'est toutefois pas une mine d'or que les détenteurs de DR peuvent piller. Les banques ont besoin de fonds propres excédentaires pour financer leur croissance, pour faire face aux pertes de crédit inattendues et pour se prémunir contre d'éventuelles modifications de la réglementation (qui entraînent généralement une augmentation des exigences en matière de fonds propres). En outre, le capital excédentaire est l'un des facteurs qui déterminent la cote de crédit d'une banque. Une ponction trop importante sur les fonds propres excédentaires, par exemple pour renforcer le portefeuille de prêts ou pour rémunérer les détenteurs de certificats de dépôt, aurait un effet négatif sur la cote de crédit, ce qui entraînerait une augmentation des coûts de financement et, par conséquent, une pression sur la rentabilité.



Degroof  
Petercam

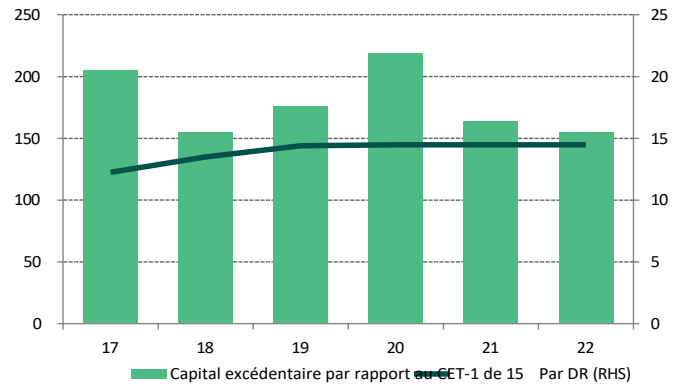
En 2022, Triodos a versé un dividende spécial de 1,01 EUR par DR pour un total de 14,4 millions d'EUR. Ce dividende a été facilement financé par le capital excédentaire de la société (pièce 44), calculé comme la différence entre le ratio CET-1 et l'objectif de >15 % (nous avons utilisé 15 % dans les calculs). Le capital excédentaire est encore plus élevé si l'on utilise la différence entre le ratio CET-1 et le minimum exigé par le régulateur, mais cela ne donne que peu d'indications car il serait très dangereux de le dépenser, pour des raisons de liquidité et de notation de crédit.

**Pièce 43 ROE (%)**



Source : Entreprises, Degroef Petercam

**Figure 44 Capital excédentaire (en millions d'euros) et par DR**



Source : Triodos, Degroef Petercam

## Chapitre III : Trois moteurs de croissance en présence

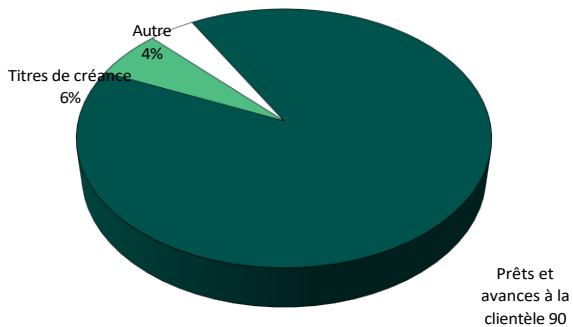
### Trois catégories de revenus sont à l'origine de la croissance

Environ 2/3 du revenu total provient de NII et environ 1/3 de F&C. Deux autres catégories de revenus (revenus d'investissement et autres revenus) sont négligeables et ne sont donc pas prises en compte.

- Environ 90 % des revenus d'intérêts bruts (GII ; avant charges d'intérêts) proviennent des intérêts sur les prêts aux clients, bien que ce pourcentage ait été ramené à 85 % en 2022.
- Environ 45 % des revenus bruts de F&C (avant frais de F&C) proviennent des commissions de gestion de l'IM.
- Près de 26 % des revenus bruts de F&C proviennent des opérations de paiement.

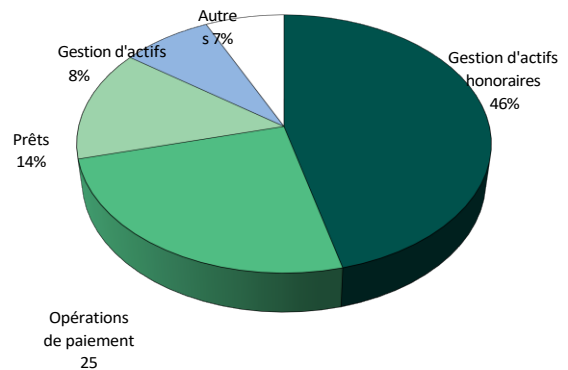
En 2022, ces segments combinés ont généré un revenu brut de 342 millions d'EUR, soit 81 % du revenu brut total (avant intérêts et coûts de F&C). Ces catégories, comparées respectivement aux dépôts, aux prêts, aux fonds confiés et au nombre de clients, révèlent des tendances intéressantes.

Pièce 45 **GII : moyenne 2017-2022 (%)**



Source : Triodos, Degroof Petercam

Pièce 46 **Revenu brut de F&C : moyenne 2017-2022 (%)**



Source : Triodos, Degroof Petercam

### 1) L'IIN en hausse malgré un combat difficile

Le NII, qui représente environ 2/3 du chiffre d'affaires de Triodos, a progressé à un rythme sain, bien qu'il ait été confronté à des difficultés. La croissance des dépôts des clients a coïncidé avec une croissance plus rapide des prêts aux clients, le ratio prêts/dépôts ayant augmenté, mais avec une croissance plus lente du NII en raison de la pression sur la marge d'intérêt nette (NII/prêts) (pièces 47, 48, 49). Cette dernière est due à la baisse/négativité des taux d'intérêt. Il y a eu un découplage en 2015, ce qui, à notre avis, n'est pas une coïncidence.

Pièce 47 **NII (en millions d'euros)**

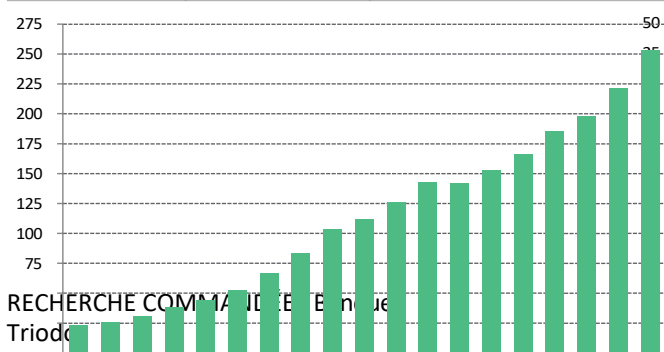
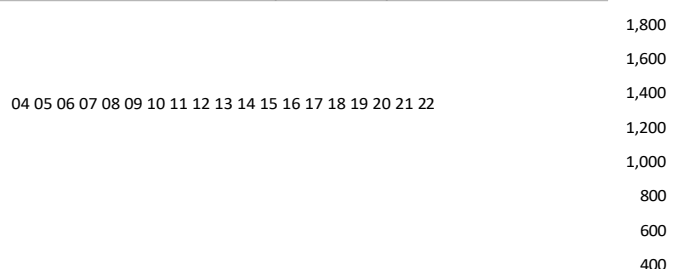
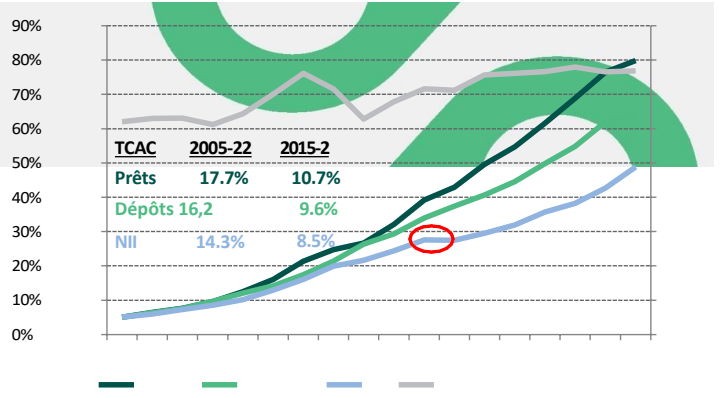


Figure 48 **Croissance rebasée (2005 = 100)**





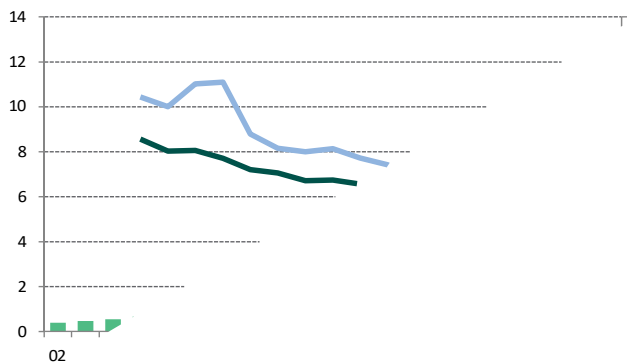
05 06 07 08 09 10 11 12 13 14 15 16 17 18 19 20 21 22  
Prêts\*    Dépôts\*    IIN    Prêts/dépôts à l'exercice (RHS)\*

Source : Triodos, Degroof Petercam

Source : Triodos, Degroof Petercam ; \* Pour les clients

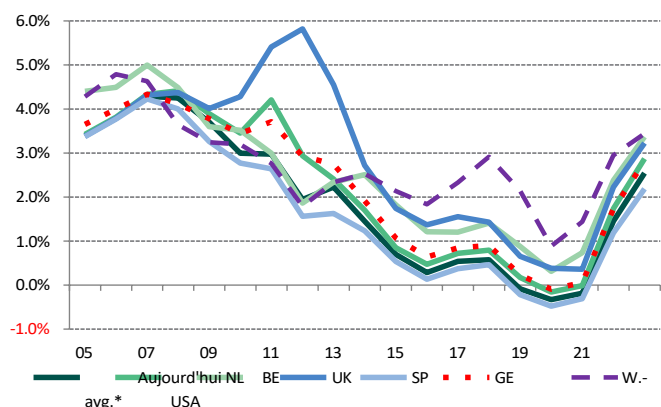


**Illustration 49**



Source : Triodos, Degroof Petercam ; \* Après provisions, aux clients

**Pièce 50 Rendement moyen des obligations d'État à 10 ans (%)**



Source : Bloomberg, Triodos, Degroof Petercam : Bloomberg,

Pendant de nombreuses années, la BCE et la FED se sont livrées à une course vers le bas en matière de taux d'intérêt (pièce 50, aujourd'hui : 27 mars 2023). Cela a changé à l'été 2020 pour la FED, et au début de l'année 2022 pour la BCE, et elles sont maintenant dans une course vers le haut. C'est une bonne chose pour les banques, car elles devraient pouvoir augmenter leurs marges d'intérêt nettes. L'un des avantages immédiats pour les banques européennes est qu'elles ne devraient plus payer d'intérêts négatifs sur les dépôts détenus auprès de la BCE (pièce 51). Avant 2014, Triodos percevait plus d'intérêts sur les excédents de liquidités déposés à la BCE qu'elle n'en reversait aux comptes d'épargne. Cette situation s'est inversée en 2014, lorsque le taux de dépôt de la BCE est devenu négatif. À partir de ce moment-là, Triodos a payé des intérêts négatifs sur les liquidités excédentaires et n'a rien versé sur les comptes d'épargne, ce qui a fait baisser le revenu net d'exploitation. Il a fallu attendre 2022 pour que cette situation toxique s'améliore.

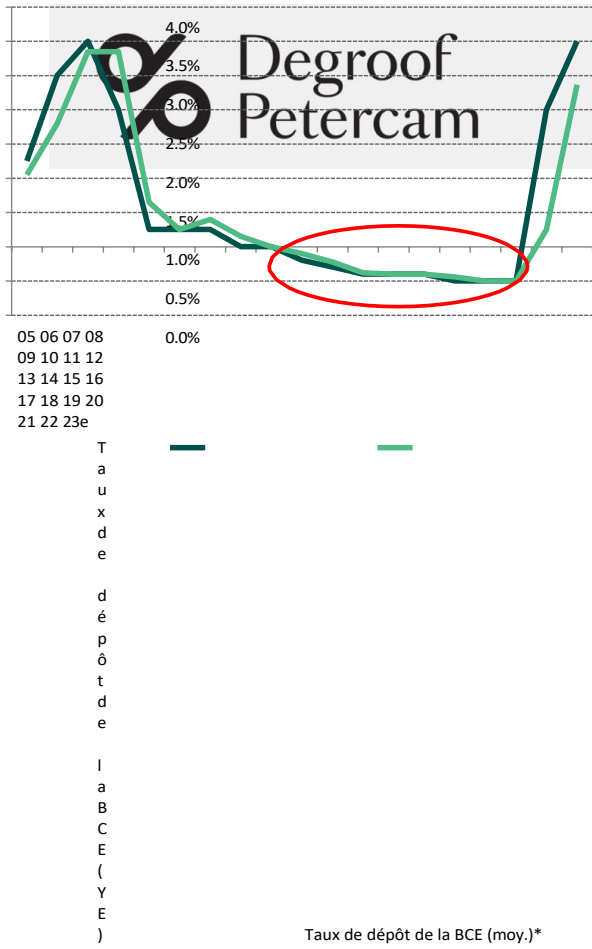
Une simulation simplifiée dans laquelle nous multiplions l'excédent de trésorerie (défini comme : dépôts des clients - prêts des clients) par le taux de dépôt moyen de la BCE pour la période allant de 2014 à S1-22, suggère que les politiques de la BCE ont déprimé le NII de Triodos d'un montant cumulé de 88 millions d'euros. Cela se traduit par un impact cumulé négatif sur le bénéfice net de 66 millions d'EUR, soit 4,63 EUR par DR. La simulation est encore plus désastreuse si l'on ajoute une perte d'opportunité de 50 points de base, ce qui porterait l'impact négatif cumulé à 198 millions d'EUR pour le NII, 149 millions d'EUR pour le bénéfice net et 10,44 EUR pour le BPA.

La baisse des taux d'intérêt n'a pas eu le même impact sur les banques du Benelux (graphique 52). Entre 2010 et 2022, le NII/prêts a diminué de 110 points de base chez Triodos, de 90 points de base chez KBC, il est resté stable chez ING, tandis qu'ABN a enregistré une hausse de 40 points de base. Nous manquons d'informations détaillées pour juger de l'impact des changements dans la composition du portefeuille de prêts de Triodos (pièces 53, 54), ou pour savoir si la composition des prêts chez ABN et ING est suffisamment différente pour les rendre plus résistants (par exemple, en ce qui concerne les régions, les segments, la taille des clients, la taille des prêts). La direction de Triodos a souvent souligné que les résultats avaient été affectés par la baisse des taux d'intérêt, sans rien dire de la composition ou de l'ampleur des prêts.

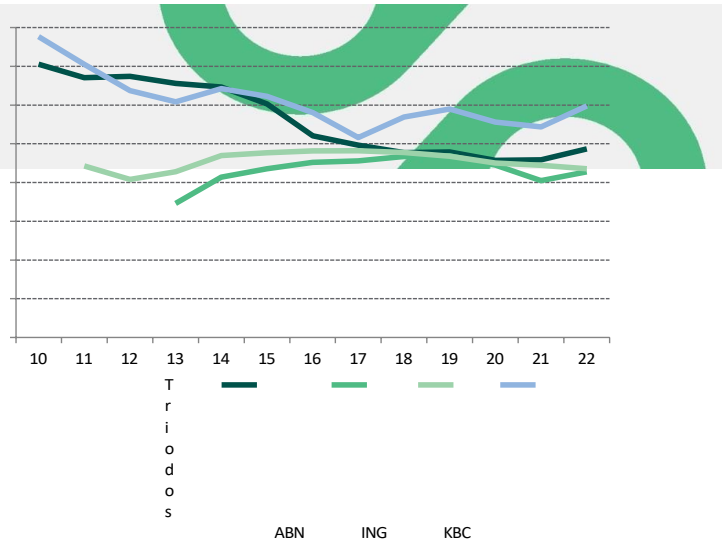
**Pièce 51 Taux de dépôt de la BCE (%)**

3.50%	1.00%
3.00%	0.50%
2.50%	0.00%
2.00%	-0.50%
1.50%	-1.00%

**Illustration 52**



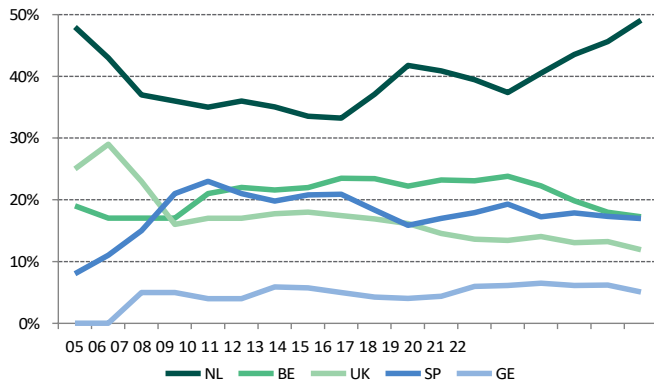
Source : Bloomberg, Degroof Petercam : Bloomberg, Degroof



Source : Entreprises, Degroof Petercam

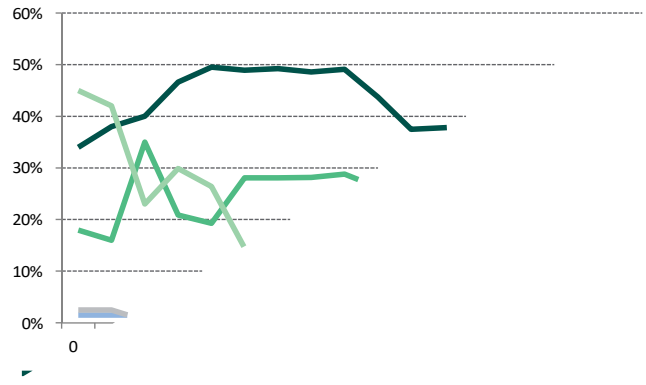
Malgré la prédominance croissante des prêts hypothécaires dans la composition des prêts, la part des prêts d'une durée supérieure à 5 ans a diminué (graphique 55). Cela semble contre-intuitif car les prêts hypothécaires ont généralement une longue durée de vie, en particulier aux Pays-Bas, où ils représentaient 83 % des prêts hypothécaires nets à la fin de l'année 2022.

**Pièce 53 Répartition des prêts par région (%)**



Source : Triodos, Degroof Petercam

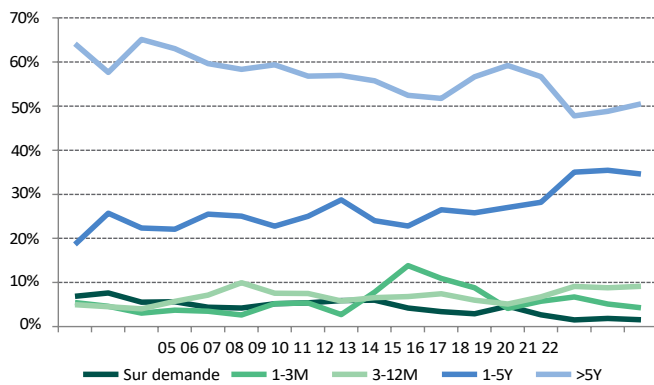
**Illustration 54**



Source : Triodos, Degroof Petercam

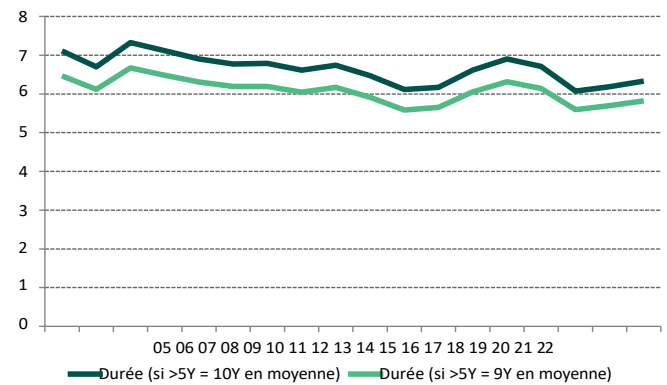
En raison des changements dans la composition par échéance, la durée estimée a diminué de près d'un an (graphique 56). Nous signalons que la durée réelle pourrait être différente car nous avons utilisé deux approximations brutes (9 et 10 ans) pour la moyenne de la catégorie >5 ans. Ces dernières années, la direction a souligné que les clients ont procédé à des rachats prématurés pour bénéficier d'un refinancement à des taux plus bas. Elle n'a toutefois pas précisé si ces rachats concernaient des prêts à court ou à long terme.

**Illustration 55**



Source : Triodos, Degroof Petercam

**Pièce 56 Durée estimée (années)**

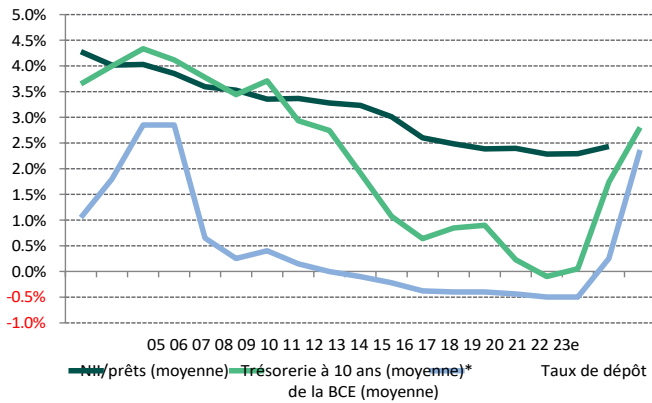


Source : Triodos, Degroof Petercam

Aujourd'hui, cependant, une durée plus courte devrait être bénéfique. Sur la base de la récente hausse des taux d'intérêt, la marge d'intérêt nette devrait pouvoir augmenter plus rapidement qu'avec une durée plus longue. Il est difficile d'évaluer le rythme et la force de l'expansion future de la marge, car nous ne disposons pas d'informations détaillées sur les taux d'intérêt incorporés dans les différentes tranches. La durée estimée d'environ six ans suggère que la vigueur actuelle des taux d'intérêt devrait avoir largement filtré d'ici 2027, mais l'impact sur la marge d'intérêt nette n'est pas encore clair (graphique 58).

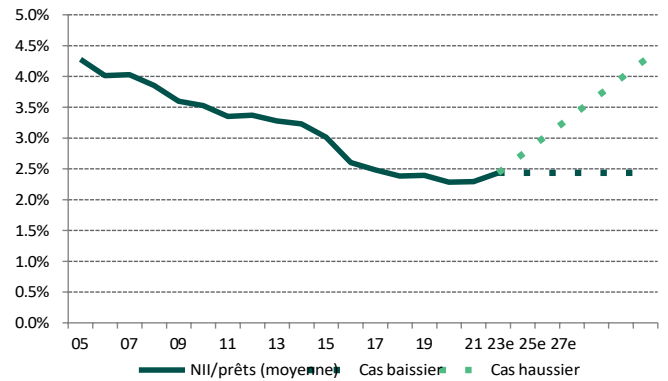
Une fois le point d'inflexion atteint (marge d'intérêt nette sur les nouveaux prêts > prêts arrivant à échéance), le NII devrait croître à un rythme plus rapide que les prêts et les dépôts, et il devrait y avoir un fort potentiel d'effet de levier opérationnel.

**Pièce 57 NII/prêts, rendement du Trésor à 10 ans, taux de**



Source : Bloomberg, Triodos, Degroof Petercam : Bloomberg,

**Pièce 58 Un scénario de crocodile pour NII/prêts (%)**

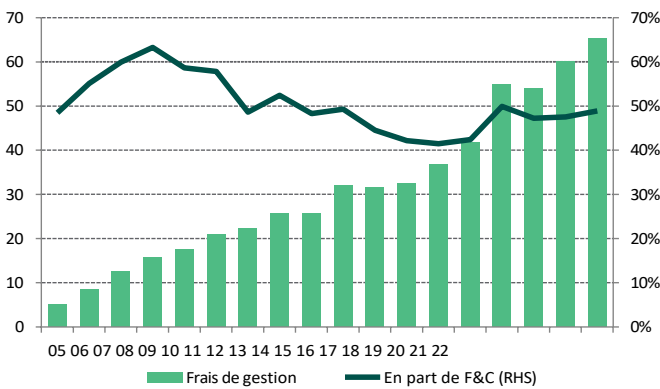


Source : Triodos, Degroof Petercam

## 2) F&C en hausse grâce à une forte croissance des commissions de gestion

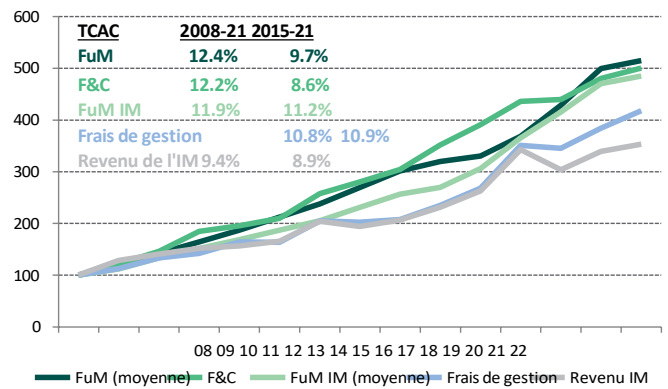
F&C, qui représente environ un tiers du chiffre d'affaires de Triodos, a progressé à un rythme soutenu grâce à la croissance de presque tous les sous-segments. La croissance a été particulièrement forte au niveau des commissions de gestion (tableau 59), qui correspondent aux commissions perçues par IM. Ces dernières années, les commissions de gestion ont représenté entre 40 et 50 % du chiffre d'affaires de F&C. Elles ont fortement augmenté, sous l'effet de la croissance de l'activité. Ils ont fortement augmenté, sous l'effet de la croissance des fonds de placement, dont les fonds de placement d'IM représentaient 80 à 90 % ces dernières années. La croissance des FuM a fortement dépassé la pression modérée sur les marges (pièces 60, 61).

**Pièce 59 Commissions de gestion (en millions d'euros) et part**



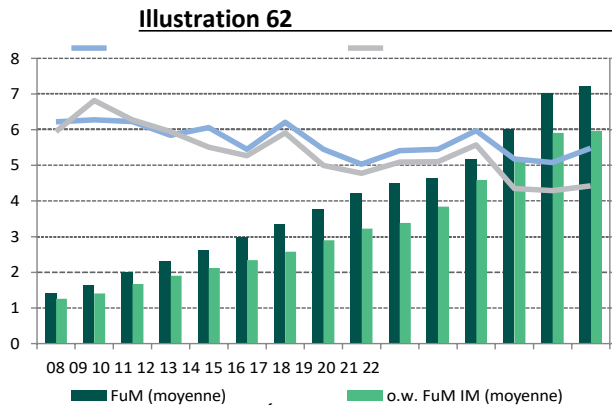
Source : Triodos, Degroof Petercam

**Figure 60 Croissance rebasée (2008 = 100)**



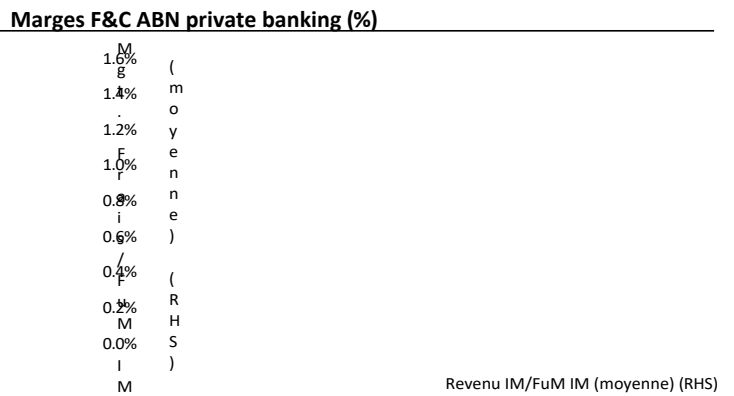
Source : Triodos, Degroof Petercam

**Illustration 61**

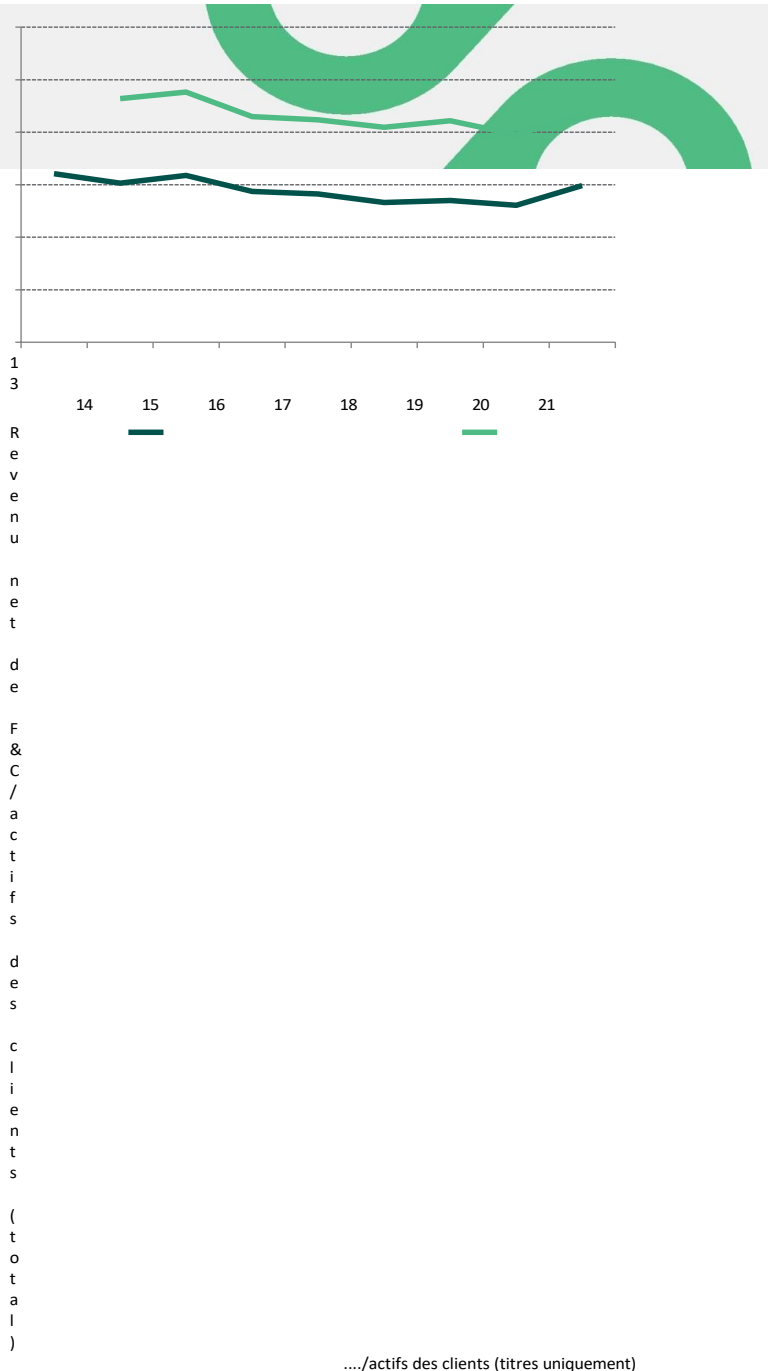


RECHERCHE COMMANDÉE | Banque Triodos

**Fonds de roulement (milliards d'euros) et marge de F&C (%)**



3/04/2023



Source : Triodos, Degroof Petercam

Source : ABN, Degroof Petercam

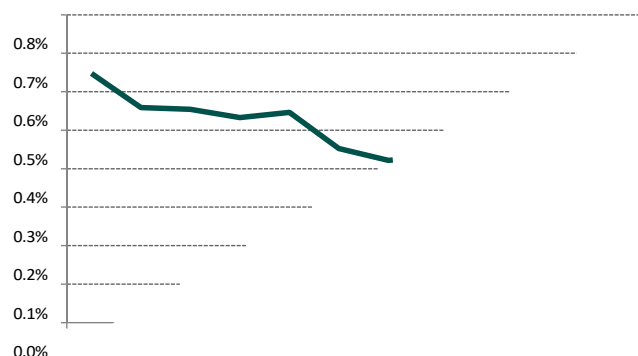
La pression sur les marges dans les activités de gestion d'actifs se produit également dans d'autres banques, comme par exemple dans les activités de banque privée d'ABN (pièce 62) et les activités de gestion d'actifs de la banque néerlandaise Van Lanschot Kempen (VLK) (pièce 63). Ces exemples ne sont donnés qu'à titre d'illustration, car leurs activités ne sont pas entièrement comparables à celles de Triodos en raison de différences, par exemple, dans l'activité et la répartition régionale. En outre, les tendances sous-jacentes chez ABN et VLK sont obscurcies par plusieurs acquisitions complémentaires.

Les rapports financiers de Triodos ne donnent pas de détails sur l'évolution des marges. Nous supposons donc que la pression est due à une ou plusieurs des raisons suivantes, qui s'appliquent à toutes les entreprises du secteur bancaire :

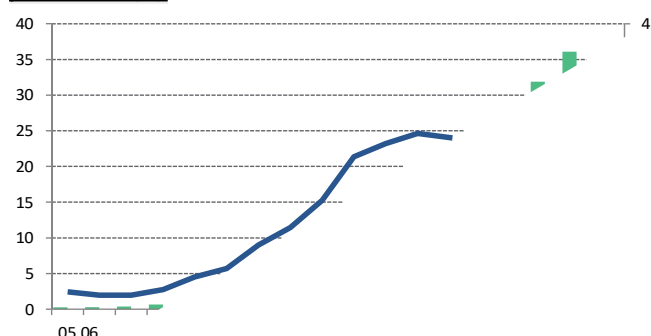
- **Remises sur volume** : par exemple, si le client augmente le nombre d'actifs qu'il apporte, il obtiendra très probablement un taux plus attractif.
- **Concurrence des investissements passifs** : les fonds d'investissement actifs ont été confrontés à la concurrence croissante des investissements passifs (par exemple, les ETP) en termes de flux d'entrée et de frais, ce qui a probablement exercé une pression sur ces derniers.
- **Transparence des frais** : les changements réglementaires ont entraîné une plus grande transparence des frais bancaires, ce qui peut avoir eu une incidence sur les frais dans l'ensemble du secteur.
- **Plus de concurrence dans la finance durable** : d'autres banques se sont efforcées de combler le fossé en matière de finance durable, et la concurrence accrue a pu avoir un impact sur les frais.

À l'avenir, FuM devrait poursuivre sa croissance et continuer à surpasser la pression modérée sur les marges.

**Illustration 63**



**Illustration 64 Opérations de paiement (en millions d'euros) et part de F&C (%)**



Source : VLK, Degroof Petercam : VLK, Degroof Petercam ; \* Segmentation modifiée en 2021

Source : Triodos, Degroof Petercam

### 3) F&C en hausse grâce à une forte croissance des opérations de paiement

F&C, qui représente environ 1/3 du chiffre d'affaires de Triodos, a progressé à un rythme soutenu grâce à la croissance de presque tous les sous-segments. La croissance a été particulièrement forte dans les opérations de paiement, qui concernent les frais d'ouverture et de gestion des comptes courants et des comptes d'épargne, dont la partie gestion est liée à un abonnement mensuel. Cette activité ne représentait que 2,5 % de F&C en 2005 et a progressivement augmenté pour atteindre 29 % en 2021 (pièce 64), après quoi elle est tombée à 23 % en 2022 en raison du transfert d'une partie des frais vers la gestion d'actifs. La



Degroof  
Petercam

croissance est due à l'augmentation du nombre de clients et à l'augmentation des frais par client (figure 65).

Depuis de nombreuses années, les banques néerlandaises augmentent les frais d'abonnement pour les comptes courants en raison de l'augmentation des coûts en général et des coûts réglementaires en particulier. Triodos n'a pas fait exception. Aux Pays-Bas, elle a été l'une des premières à introduire des frais pour un compte d'épargne, l'une des premières à facturer des intérêts négatifs, et ses frais de compte courant de 5 euros par mois dépassent ceux de la plupart des autres banques néerlandaises (ABN : 2,95 euros, ASN : 2,20 euros, ING : 2,70 euros, Rabo : 3,70 euros). Malgré l'augmentation des coûts pour les clients, des preuves anecdotiques suggèrent que les frais bancaires néerlandais sont toujours parmi les plus bas d'Europe.

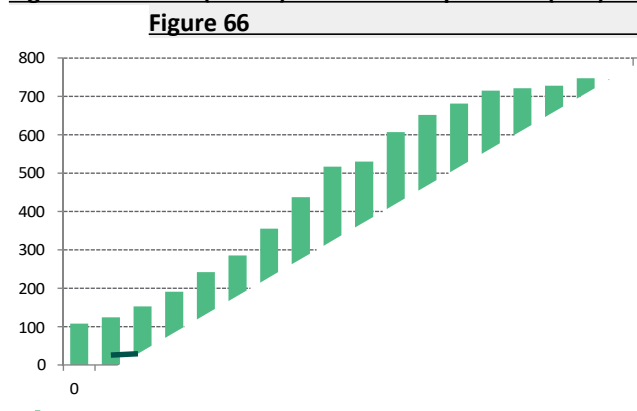
Actuellement, Triodos facture les frais suivants pour un compte à vue destiné à un particulier :

- Triodos Netherlands 60 millions d'euros par an (sur la base d'une commission de 5 euros par mois).
- Triodos Belgium Pas d'offre
- Triodos UKGBP 36 p/a
- Triodos Espagne 36 EUR p/a
- Triodos Germany 66 EUR p/a pour un compte + 15 EUR p/a pour une carte bancaire.
- Moyenne non pondérée EUR 43 p/a

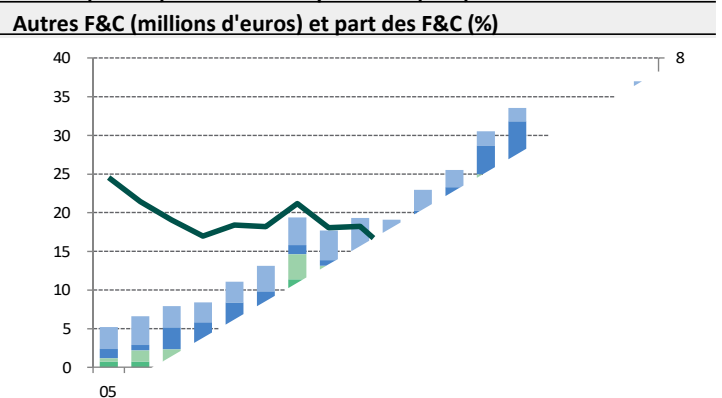
Triodos fournit une segmentation des clients par pays, mais pas de sous-segmentation des produits ou des comptes payants/gratuits par client ou par pays. Nous ne pouvons donc pas déterminer les facteurs spécifiques (tels que le volume, le prix, la composition) de l'augmentation des frais par client. Néanmoins, les augmentations de prix ont dû jouer un rôle majeur, et l'accélération optique des redevances par client au cours des dernières années était en partie due à la suppression des comptes inutilisés.

À l'avenir, nous supposons une croissance modeste du nombre de clients et des frais par client, ce qui devrait entraîner une nouvelle croissance des opérations de paiement. Un moyen simple de stimuler la croissance serait d'introduire un compte courant pour les particuliers en Belgique. Selon la direction, cela n'augmenterait toutefois pas nécessairement les bénéfices, car 1) le marché bancaire belge est concurrentiel, de sorte que les frais ne seraient pas automatiquement aussi élevés qu'aux Pays-Bas, par exemple, et 2) cela nécessiterait de nombreux coûts de mise en conformité (KYC, AML), de sorte que le délai d'amortissement des coûts d'acquisition des clients serait probablement long.

Figure 65 : Clients (x1.000) et redevances par client (EUR)\*.



Clients (x1.000) et redevances par client (EUR)\*



Source : Triodos, Degroof Petercam ; \* 2022 : en baisse en raison d'un démantement

Source : Triodos, Degroof Petercam : Triodos, Degroof Petercam

#### 4) Les autres catégories de F&C ont également progressé, mais à un rythme plus lent.

Les commissions de gestion et les opérations de paiement ont été les principaux moteurs de la croissance de F&C. Les autres catégories ont également progressé, mais à un rythme différent (graphique 66). Les autres catégories ont également progressé, mais à un rythme différent (graphique 66).

- Les prêts se rapportent aux revenus non liés aux intérêts provenant des prêts. Un changement de principe comptable concernant la manière d'utiliser le taux d'intérêt



effectif (IFRS) a entraîné une baisse des revenus en 2019 (pro-forma 2018 : 12 millions d'EUR).

- La gestion d'actifs (GA) concerne les frais liés aux activités fiduciaires. Elle a connu une croissance régulière au fil du temps. Le revenu 2022 a bénéficié de la reclassification des honoraires des paiements.
- Other est un ensemble de services différents. Il s'est développé, bien qu'avec des hauts et des bas de temps à autre, et il est resté relativement stable ces dernières années.
- Les frais de transaction sur titres (TFS) concernent les frais de traitement des transactions sur titres.

## Chapitre IV : Une année de transition

---

### Le flux d'informations a été important tout au long de l'année 2022

En 2022, Triodos a publié de nombreux communiqués de presse sur des sujets réguliers tels que les résultats annuels, les résultats intermédiaires, les mises à jour de Fitch, les mises à jour de la mission, l'AGA, et sur des sujets irréguliers tels que les changements de direction, les AGE, la restructuration, le MTF et un différend juridique avec un groupe de détenteurs de certificats de dépôt.

### Flux d'informations sur les changements de direction, par ordre chronologique :

- **27 janvier** : La CRO Carla van der Weerdt a besoin d'une période de récupération prolongée suite à un long Covid-19. Le directeur financier André Haag assumera temporairement ce rôle.
- **17 mars** : Intention de nommer Franca Vossen comme CRO ad interim.
- **16 mai** : Franca Vossen, nommée CRO ad interim, poursuivra sa carrière ailleurs. Le directeur financier André Haag continuera à assumer la fonction de gestion des risques jusqu'à ce qu'un nouveau candidat soit trouvé.
- **30 mai** : Le directeur financier André Haag quittera Triodos. Willem Horstmann se retirera temporairement du conseil de surveillance et est nommé pour prendre le rôle de CFRO ad interim.
- **21 juin** : Le conseil de surveillance nomme Willem Horstmann membre du conseil d'administration ad interim, en tant que CFRO.
- **15 septembre** : Alexander Rinnooy Kan a été nommé membre du conseil d'administration de SAAT à partir du 1er janvier 2023. Le conseil d'administration de SAAT a l'intention de le nommer président.
- **11 octobre** : L'AGE et la réunion du SAAT ont adopté toutes les propositions, y compris :
  - L'AGE a nommé Kristina Flügel membre du conseil de surveillance.
  - SAAT a nommé Alexander Rinnooy Kan président de SAAT.
  - Prolongation prévue du mandat de Willem Horstmann en tant que membre du conseil d'administration en tant que CFRO.
- **14 novembre** : Kees van Kalveen est nommé directeur financier, ce qui a été approuvé par l'AGE en janvier 2023.
- **1er décembre** : Hans Stegeman est nommé économiste en chef pour la stratégie d'impact de l'entreprise.
- **16 décembre** : Nomination de Marjolein Landheer en tant que CRO ad interim, approuvée par l'AGE en janvier 2023.

### Flux d'informations sur des sujets similaires à la mission, par ordre chronologique :

- **5 avril** : Refonte de l'application de banque mobile, qui montre désormais aux clients l'impact qu'ils créent avec chaque euro investi dans l'un des fonds d'investissement de Triodos.
- **25 octobre** : Triodos et la Banque Alternative Suisse ont conclu un accord pour financer conjointement des entreprises durables au cours des trois prochaines années.

- **17 novembre** : Exposé : "Construire des communautés ouvertes/résilientes pour une société inclusive".
- **7 décembre** : Recertification en tant que B Corporation. Les B Corporations répondent à des critères sociaux et environnementaux stricts et offrent une vision positive d'une meilleure façon de faire des affaires.
- **13 décembre** : Appelle à des objectifs ambitieux en matière de biodiversité et à la reconnaissance de l'écocide lors de la conférence des Nations unies sur la biodiversité (15<sup>th</sup>).

## Flux d'informations sur des sujets financiers (hors résultats), par ordre chronologique :

- **4 février** : Fitch réaffirme la note de défaut de l'émetteur à long terme à "BBB" et la viabilité de l'entreprise. à "bbb". Perspectives : Stable.
- **15 février** : Annonce d'un programme de rachat restreint de DRs de 14,4 millions d'euros, dont 3,0 millions d'euros au titre de l'accord de solidarité, sous réserve de l'approbation de l'AGE.
- **22 février** : Nomination d'ABN en tant que conseiller financier pour la cotation des DR sur un MTF.
- **29 mars** : L'AGE adopte la proposition de rachat et l'accord de solidarité.
- **20 mai** : L'AGA adopte toutes les propositions
- **01 août** : Proposition d'un dividende spécial de 1,01 EUR par DR, retrait du rachat de DR
- **10 octobre** : Stichting Certificaathouders Triodos Bank (SCTB) a déposé une requête auprès de la Chambre des entreprises de la Cour d'appel d'Amsterdam (CE). La SCTB a demandé à la CE d'ordonner une enquête sur les procédures de prise de décision du conseil d'administration. La direction de Triodos a regretté l'escalade et demandera à la CE de rejeter la requête.
- **11 octobre** : L'AGE et la réunion du SAAT ont adopté toutes les propositions, y compris 1) une dividende spéciale de 1,01 EUR par DR pour 14,4 millions d'EUR suite au retrait du rachat. 2) approbation de l'inscription/admission des certificats de dépôt à la négociation sur un MTF, prévue pour le T2-23.
- **9 décembre** : Fitch confirme la note de défaut de l'émetteur à long terme à "BBB" et la note de viabilité à "bbb". Les perspectives ont été revues à la baisse (au lieu de "stables") en raison d'un litige juridique avec certains détenteurs de certificats de dépôt concernant la suspension des échanges de certificats de dépôt, ce qui pourrait créer une incertitude.
- **21 décembre** : Valeur économique estimée à des fins fiscales des DR au 1/1/23 : 60

EUR. En **mai**, la direction a annoncé un programme de restructuration visant à **accroître l'efficacité**. Lors de la publication des résultats de 2021, la direction a exprimé ce qui suit pour 2022 et au-delà :

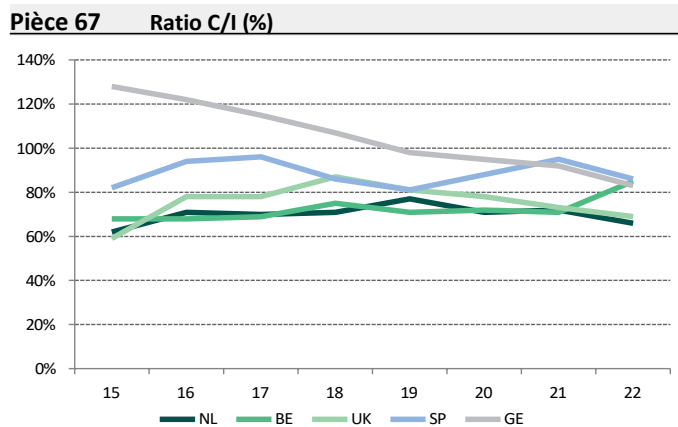
- Croissance de F&C au fil du temps par la poursuite de l'expansion des activités de gestion de l'information et des activités bancaires basées sur les commissions.
- Croissance modeste du bilan, maintien d'un ratio prêts/dépôts stable (2021 : 77 %).
- Objectifs répétés pour 2025 : Ratio C/I inférieur à 75 % et rendement des capitaux propres de 4 à 6 % (porté par la suite à 5-7 %).

Peu après, elle a annoncé un programme de restructuration visant à améliorer l'efficacité. Ce programme prévoit la suppression de 130 à 150 emplois dans le secteur bancaire par le biais de départs naturels, de redéploiements et de licenciements. Une provision de 6 millions d'EUR a été annoncée (ramenée par la suite à 5 millions d'EUR), et les économies de coûts devraient atteindre environ 11 à 12 millions d'EUR par an d'ici à la fin de 2024 (chiffre ramené par la suite à 10 à 12 millions d'EUR par an).

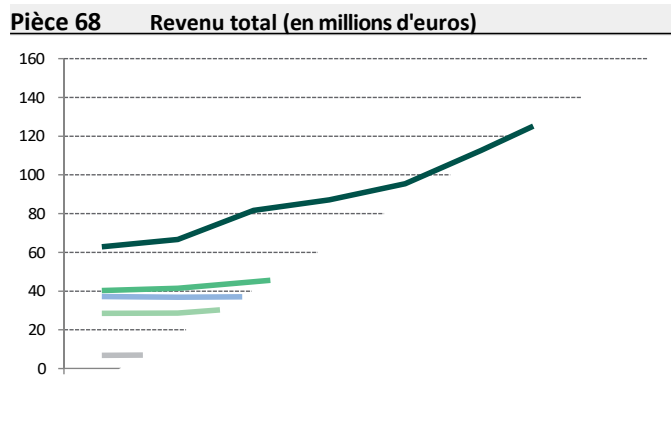
La fourchette de 130 à 150 emplois représente 8,2 à 9,5 % de l'effectif à la fin de l'année 2021.

Cette fourchette, rapportée aux 150 millions d'euros de coûts salariaux en 2021, laisse entrevoir des économies potentielles de 12 à 14 millions d'euros par an. Cette fourchette ne tient toutefois pas compte des différences de salaires entre les fonctions et les pays.

D'une manière générale, on s'attendrait à ce que l'Espagne et l'Allemagne perdent le plus d'emplois, car leurs ratios C/I sont supérieurs à la moyenne (figure 67). L'Allemagne, en revanche, a fait des progrès constants et son efficacité médiocre est due à une échelle modeste (mais en croissance) (figure 68). Par conséquent, l'Allemagne devrait simplement être autorisée à poursuivre sa croissance, ce qui devrait faire baisser davantage le ratio C/I. L'Espagne, en revanche, a une taille suffisante, mais elle exploite un vaste réseau de succursales et une main-d'œuvre supérieure à la moyenne. En outre, l'Espagne a dû être plus touchée que les autres pays par la baisse des taux d'intérêt, puisqu'une part dominante du marché espagnol des prêts est à taux d'intérêt variable. L'Espagne s'est améliorée en 2022, ce qui est probablement dû à la combinaison de la hausse des taux d'intérêt et des mesures de restructuration. Le ratio C/I de la Belgique a fortement augmenté en 2022 en raison des coûts supplémentaires liés à la remédiation de la due diligence des clients et d'une contribution de la DGS. La première est due pour la fin de 2023, de sorte que le ratio C/I de la Belgique devrait s'améliorer à partir de 2024.



Source : Triodos, Degroof Petercam



Source : Triodos, Degroof Petercam

## Après un premier semestre 22 morose, la mère de tous les redressements a commencé au deuxième semestre 22

**S1-22 : revenu total +5% en glissement annuel, bénéfice net -32% en glissement annuel, bénéfice net ajusté -13% en glissement annuel (pièce 69)**

L'activité a continué à être affectée par la pression sur la marge d'intérêt nette et les coûts réglementaires. À cela se sont ajoutés la guerre en Ukraine, l'inflation et les turbulences sur les marchés financiers (qui ont affecté IM) en raison d'une hausse des taux d'intérêt. Cette dernière a toutefois profité au NII à partir de S2-22, comme le montre la page suivante, ce qui a entraîné un fort redressement de la croissance du bénéfice net.

- Le revenu total a augmenté de 5% en glissement annuel, dont +6% pour NII et +5% pour F&C.
  - La croissance de 6 % du revenu net d'exploitation est due à une augmentation de 10 % de la moyenne des dépôts et des prêts, de sorte que le ratio prêts/dépôts est resté inchangé à 77 %, et à une diminution de 9 points de base de la marge nette d'intérêt, qui s'établit à 2,18 %.
  - La croissance de 5 % de F&C est due aux opérations de paiement (+7 %) et aux commissions sur prêts (+28 %). La croissance a été modeste pour les commissions de gestion (+1%). Les revenus de IM (partie des commissions de gestion) ont été de -2 % en glissement annuel, car ils ont été affectés par les turbulences sur les marchés financiers qui ont fait baisser les prix des actions et des obligations. Les actifs sous gestion ont diminué de 676 millions d'EUR par rapport à la fin de l'année 2021, en raison de 571 millions d'EUR liés à la baisse des prix des actifs et de 105 millions d'EUR liés à des sorties nettes.
- Les coûts d'exploitation ont augmenté de 16 % en glissement annuel, ce qui a entraîné une forte augmentation du ratio C/I à 87,2 %, contre 79,2 % en S1-21 et 81,7 % en S2-21. Il y a eu des coûts exceptionnels, notamment une provision pour restructuration de 6 millions d'EUR, des coûts pour le MTF et un litige juridique avec un groupe de détenteurs de DR, qui se sont élevés à 1,3 million d'EUR. Si l'on exclut ces éléments, les coûts ont augmenté de 10 % en glissement annuel et le ratio C/I ajusté a été de 83,0 %. Une fois de plus, il y a eu des coûts supplémentaires pour la conformité et l'AML, ainsi qu'une contribution supplémentaire de la DGS.
- Le programme LLP a donné lieu à une reprise de 2 millions d'EUR, contre une reprise de 1 million d'EUR au premier semestre de l'année 21.
- Le bénéfice net a diminué de 32 % en glissement annuel pour s'établir à 19 millions



Degroof  
Petercam

d'EUR (contre 28 millions d'EUR). Le bénéfice net ajusté a diminué de 13 % en glissement annuel pour atteindre 24 millions d'EUR (contre 28 millions d'EUR).

Le ratio CET-1 a augmenté à 17,6 % contre 17,5 % à la fin de l'année 2021. Le ratio de levier a diminué à 6,5 % contre 8,1 % à la fin de l'année 2021. Cette dernière baisse est due à la fin d'une exemption temporaire qui permettait d'exclure l'exposition aux banques centrales.

- Le rendement des fonds propres est de 3,0 %, soit 3,9 % sur une base ajustée.
- Le nombre de clients à la fin du premier semestre 2010 était de 747 299, contre 747 413 à la fin de l'année 2021.

**S2-22 : revenu total +14% en glissement annuel, bénéfice net +35% en glissement annuel, bénéfice net ajusté +63% en glissement annuel (pièce 69) :**

L'activité a de nouveau été influencée par des facteurs externes, mais cette fois-ci de manière positive. La marge nette d'intérêt a fortement augmenté en raison de la hausse des taux d'intérêt en général et du taux de dépôt de la BCE en particulier. Cela a stimulé le bénéfice net d'exploitation, d'autant plus que les taux d'intérêt plus élevés n'ont pas ou peu été répercutés sur les comptes d'épargne. D'autre part, les coûts réglementaires ont continué à augmenter et l'IM a continué à être affecté par les turbulences sur les marchés financiers

- Le revenu total a augmenté de 14% en glissement annuel, dont +22% pour NII et +4% pour F&C.
  - La croissance du NII de 22 % est due à une augmentation de 6 % de la moyenne des dépôts et de 7 % de la moyenne des prêts (impact marginal sur le ratio prêts/dépôts qui était de 77 %), et à une augmentation de 35 points de base de la marge nette d'intérêt à 2,66 %.
  - La croissance de 4 % de F&C est due à la gestion d'actifs (+135 %) et aux commissions de gestion (+16 %). Les revenus des opérations de paiement ont diminué (-33%). Les revenus de IM (partie des commissions de gestion) ont augmenté de 9 %. La gestion d'actifs est restée affectée par l'incertitude des marchés financiers. Les actifs sous gestion ont continué à diminuer par rapport au milieu de l'année, bien que le rythme de la baisse ait été beaucoup plus lent. Les actifs sous gestion ont diminué de 150 millions d'EUR par rapport à la mi-2022, dont 101 millions d'EUR dus à la baisse des prix des actifs et 49 millions d'EUR dus à la décollecte nette.
- Les coûts d'exploitation ont augmenté de 3 % en glissement annuel, malgré des coûts exceptionnels de 12 millions d'EUR, contre seulement 2 millions d'EUR en S2-21. Cela s'est traduit par une forte amélioration du ratio C/I à 73,7 % contre 81,7 % en S2-21 et 87,2 % en S2-21. Les coûts exceptionnels comprennent 13 millions d'EUR pour le MTF et un litige juridique avec un groupe de détenteurs de DR, ainsi qu'une reprise de 1 million d'EUR sur la provision de 6 millions d'EUR constituée au premier semestre de l'exercice 22, étant donné qu'elle était de 5 millions d'EUR pour l'exercice 22. Si l'on exclut ces éléments, les coûts ont diminué de 4 % en glissement annuel et le ratio C/I ajusté s'est établi à 67,9 %.
- Les provisions pour pertes et profits se sont élevées à 10 millions d'EUR, contre 1 million d'EUR en S2-21. Ce chiffre comprend l'impact net d'une reprise de provisions liées au covid, ainsi que des provisions prises en raison de l'incertitude économique croissante en général, et au Royaume-Uni en particulier.
- Le bénéfice net a augmenté de 35 % en glissement annuel pour atteindre 31 millions d'EUR (contre 23 millions d'EUR). Le bénéfice net ajusté a augmenté de 63 % en glissement annuel pour atteindre 40 millions d'EUR (contre 25 millions d'EUR).
- Le ratio CET-1 a connu une baisse modeste de 20 points de base en glissement annuel pour atteindre 17,3 % et est resté bien au-dessus de l'objectif de >15 %. Le ratio de levier a diminué à 6,9 % contre 8,1 % à la fin de l'année 2021. Cette baisse est principalement due à la fin d'une exemption temporaire qui permettait d'exclure l'exposition aux banques centrales.
- Le rendement des capitaux propres a été de 4,0 %, ou de 5,2 % sur une base ajustée (pour le deuxième semestre de l'année 22).
- Le nombre de clients à la fin de 2022 était de 744 477, contre 747 413 à la fin de 2021.



<b>Pièce 69 Résultats S1-22 et S2-22 (en millions d'euros)</b>						
	H1-21	H2-21	H1-22	a/a	H2-22	a/a
<b>Dépôts de clients (moyenne)</b>	<b>12,187</b>	<b>12,955</b>	<b>13,408</b>	10%	<b>13,673</b>	6%
a/a	10%	12%	10%		6%	
<b>Prêts à la clientèle (moyenne)</b>	<b>9,683</b>	<b>10,168</b>	<b>10,523</b>	10%	<b>10,571</b>	7%
a/a	13%	11%	9%		7%	
Prêts/dépôts (moyenne)	77%	77%	77%		77%	
Marge d'intérêt nette	2.3%	2.3%	2.2%		2.7%	
<b>NII</b>	<b>107</b>	<b>115</b>	<b>113</b>	6%	<b>140</b>	22%
a/a	16%	8%	6%		22%	
<b>F&amp;C</b>	<b>57</b>	<b>59</b>	<b>59</b>	5%	<b>62</b>	4%
a/a	12%	7%	5%		4%	
<b>Autres revenus</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	-4%	<b>-1</b>	-157%
a/a	NM	NM	-1%		-1%	
<b>Revenu total</b>	<b>166</b>	<b>176</b>	<b>174</b>	5%	<b>201</b>	14%
a/a	16%	9%	5%		14%	
<b>Rapport C/I</b>	<b>79.2%</b>	<b>81.7%</b>	<b>87.2%</b>		<b>73.7%</b>	
<b>Frais de fonctionnement</b>	<b>131</b>	<b>144</b>	<b>152</b>	16%	<b>148</b>	3%
employés de l'O.W.	74	75	83	12%	84	11%
%	44.9%	42.9%	47.7%		41.6%	
o.w. administrative	45	54	57	25%	55	2%
%	27.2%	30.5%	32.4%		27.3%	
o.w. D+A+I	12	15	12	4%	10	-35%
<b>PPP</b>	<b>35</b>	<b>32</b>	<b>22</b>	-35%	<b>53</b>	64%
%	20.8%	18.3%	12.8%		26.3%	
LLP	1	-1	2		-10	
<b>PBT</b>	<b>36</b>	<b>31</b>	<b>24</b>	-32%	<b>43</b>	36%
%	21.5%	17.9%	13.9%		21.3%	
Impôts	-8	-8	-5	-32%	-12	39%
Taux d'imposition	22.4%	26.7%	22.6%		27.2%	
<b>Bénéfice net</b>	<b>28</b>	<b>23</b>	<b>19</b>	-32%	<b>31</b>	35%
Frais d'exploitation exceptionnels*	0	-2	-7		-12	
<b>Rapport C/I ajusté</b>	<b>79.2%</b>	<b>80.4%</b>	<b>83.0%</b>		<b>67.9%</b>	
<b>Ajusté en fonction de la PPA</b>	<b>35</b>	<b>35</b>	<b>30</b>	-14%	<b>65</b>	87%
%	20.8%	19.6%	17.0%		32.1%	
<b>PBT ajusté</b>	<b>36</b>	<b>34</b>	<b>32</b>	-12%	<b>54</b>	61%
%	21.5%	19.2%	18.1%		27.1%	
<b>Bénéfice net ajusté</b>	<b>28</b>	<b>25</b>	<b>24</b>	-13%	<b>40</b>	63%

Source : Triodos, Degroof Petercam : Triodos, Degroof Petercam ; \* Estimations

## Retour à la réalité

Albert Einstein est à l'origine de nombreuses citations célèbres, dont celle qui suit, bien qu'il n'y ait aucune preuve qu'il l'ait prononcée puisqu'il n'y avait pas de téléphones équipés d'appareils photo à l'époque où il vivait :

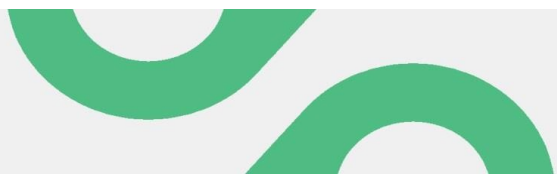
- "Il n'y a pas de force dans l'univers plus puissante que les intérêts composés.

Nous aimons emprunter à ce génie, en inversant la citation :

- "Il n'y a pas de force plus destructrice dans l'univers que l'intérêt négatif.

Selon nous, les taux d'intérêt artificiellement bas, et en particulier les taux d'intérêt négatifs, sont fondamentalement mauvais, surtout dans un environnement macroéconomique sain. Ils déclenchent généralement des comportements indésirables, comme par exemple : 1) les consommateurs et les entreprises s'endettent plus que de raison, 2) la création de bulles en gonflant les prix des actifs tels que les actions, les obligations et l'immobilier, et 3) les politiciens qui (ab)utilisent les taux d'intérêt bas pour maintenir les dépenses et/ou empêcher les réformes. Dès que les taux d'intérêt remontent, pour quelque raison que ce soit, les choses peuvent mal tourner !

Pendant de nombreuses années, les politiques de la BCE ont été douloureuses pour des groupes tels que les retraités, les détenteurs de comptes d'épargne et les banques. Cependant, les choses se sont améliorées pour les groupes susmentionnés, et en particulier pour les banques, comme le montre le redressement incroyablement fort de Triodos au cours



L'un des principaux facteurs de l'amélioration du bénéfice net au second semestre 2022 a été l'augmentation du taux de dépôt de la BCE, qui a permis à Triodos de percevoir des revenus d'intérêts sur les dépôts détenus auprès de la BCE, plutôt que de payer des intérêts.

	<b>NII</b>	<b>Moyenne p/m</b>	<b>NII/prêts (moyenne)</b>
• H1-22	113 millions d'EUR	18,8 millions d'EUR	2.2%
• H2-22	140 millions d'euros	23,4 millions d'EUR	2.7%
• Delta h/h	27,8 millions d'EUR	4,6 millions d'EUR	0.5%

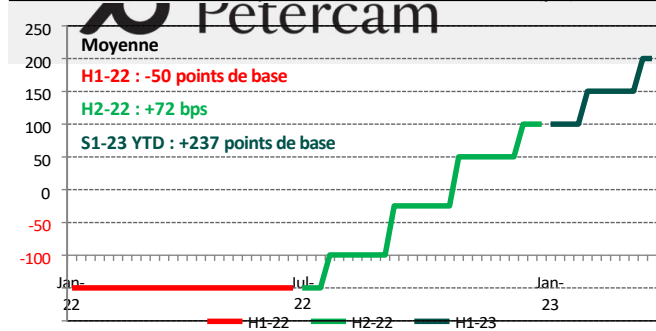
Au S2-22, le taux de la BCE (pièce 70) a commencé à -0,5 %, a terminé à 2,0 %, la moyenne était de 0,72 %, et aujourd'hui il est de 3,0 %. Par conséquent, l'amélioration séquentielle de 28 millions d'EUR de la marge nette d'autofinancement au deuxième semestre 2022 n'est due qu'à une amélioration modeste du taux de la BCE (0,72 % ne représente que 36 % du taux de sortie de 2,0 %). Ainsi, la marge nette d'autofinancement de 23,4 millions d'EUR p/m a probablement démarré à un niveau proche de 19 millions d'EUR au S1-22 et s'est probablement terminée aux alentours de 28 millions d'EUR, soit un taux d'exécution annuel de 336 millions d'EUR. Ce dernier point n'est toutefois pas automatiquement le point de départ pour 2023. Triodos était à la traîne des autres banques pour ce qui est de répercuter les taux d'intérêt plus élevés sur les comptes d'épargne. Par conséquent, le taux de sortie de décembre des revenus d'intérêts bruts devrait être le point de départ pour 2023, mais il devrait être compensé par une augmentation des coûts d'intérêts nets, Triodos ayant récemment augmenté les taux d'intérêt sur les comptes d'épargne.

Selon la direction, Triodos a toujours répercuté 40 à 70 % des taux de dépôt plus élevés de la BCE et du BdE. Au cours des deux premiers mois de 2022, Triodos a proposé un taux de 0,20 % sur les comptes d'épargne néerlandais. Depuis le 1er mars, elle propose 0,45 % jusqu'à 50 000 euros d'épargne et 0,30 % à partir de 50 000 euros. On dit que les clients sont attentifs et qu'ils privilégient l'impact plutôt que le taux d'intérêt le plus élevé. Passer de 0,20 % à une fourchette de 0,30-0,45 % semble être un petit pas comparé à l'augmentation du taux de dépôt de la BCE, mais c'est par rapport à une base beaucoup plus large, car les dépôts sont énormes dans le bilan.

L'aperçu des taux offerts sur les comptes d'épargne néerlandais (pièce 71) n'est pas complet :

- Le site web spaarrente.nl révèle qu'il existe : 1) trois autres noms qui offrent  $\geq 0,5\%$  et  $< 1,0\%$ , 2) onze noms avec  $\geq 1,0\%$  et  $< 2,0\%$ , et 3) deux noms avec  $\geq 2,0\%$ . La plupart des noms sont des banques étrangères ou des institutions financières alternatives. Nous supposons qu'une bonne partie des consommateurs néerlandais est prudente quant à l'adhésion à une banque étrangère, car l'effondrement de la banque islandaise Icesave en 2008 a provoqué un tollé (elle proposait des taux élevés aux Pays-Bas).
- Dans certaines banques, le taux publié s'applique à une première tranche de 25 000 euros, 50 000 euros ou 100 000 euros, avec un taux inférieur au-delà de cette tranche.

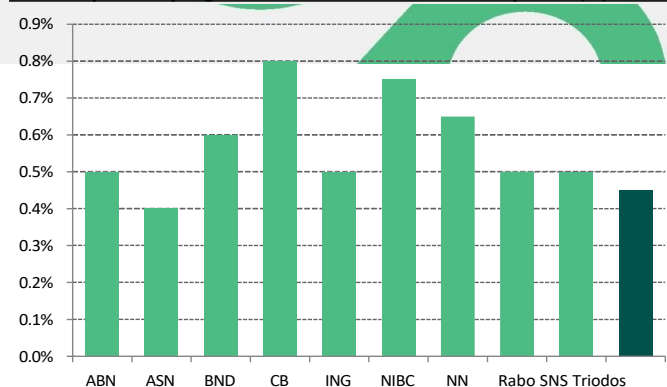
Les prêts à des marges d'intérêt nettes plus élevées pourraient avoir un effet positif sur le NII, mais les effets du mix rendent difficile la quantification de cet effet. À la fin de l'année 2022, 15 % des prêts avaient une échéance  $\leq 1$  an.



Source : Bloomberg, Degroof Petercam ; Bloomberg, Degroof Petercam ; \* YTD : 27 mars 2023

Degroof Petercam

**Figure 71 : Taux d'intérêt des comptes d'épargne néerlandais accessibles au public (%)**



Source : Bloomberg, Degroof Petercam ; \* YTD : 27 mars 2023 Entreprises,

## L'année s'est terminée en cour

La décision de changer de plateforme de négociation et les conséquences potentielles sur la valeur des certificats n'ont pas été appréciées par tout le monde. Un groupe de détenteurs de certificats a fondé la "Stichting Certificaathouders Triodos Bank" (SCTB, fondation des détenteurs de certificats de la Banque Triodos), dans le but de promouvoir la mission de Triodos et de défendre les droits des détenteurs de certificats.

Le site web de la SCTB (en néerlandais) révèle qu'ils sont mécontents de ce qui suit :

- **Négociation** : Les détenteurs de DR n'ont pas pu effectuer de transactions pendant une période de trois ans (mars 2020 - mi-2023), et n'ont donc pas accès à leur capital.
- **Pertes potentielles** : L'introduction d'un MTF entraînerait une perte potentielle de valeur des DR pouvant aller jusqu'à 45 % ou plus, selon les analystes (ils n'ont pas mentionné de source, mais ailleurs sur le site Web, ils mentionnent une perte potentielle de 30 à 45 %).
- **Dividendes** : Depuis la suspension des opérations, Triodos a versé moins de dividendes qu'auparavant, et rien n'indique que cela va changer (ce dernier a probablement été conçu avant la hausse des taux d'intérêt en 2022, il est donc potentiellement dépassé).
- **Transparence** : Triodos manque de transparence à l'égard de ses détenteurs de DR.

Le site web de la SCTB révèle que 2 810 détenteurs de DR sympathisent avec la SCTB au 15 novembre 2022 (6,5 % des détenteurs de DR), dont 1 830 ont fait un don à la SCTB (65 % des sympathisants, 4,2 % des détenteurs de DR). Cela représente 1,8 million de DR, soit 12,5 % des DR en circulation. La SCTB mentionne que des détenteurs de DR étrangers ont également rejoint la SCTB, et que des détenteurs de DR en Belgique et en Espagne se sont associés localement. Elle souligne qu'il y a eu 13 procès en Espagne, dont 8 ont été gagnés par Triodos et 5 par les détenteurs de DR, et que l'on s'attend à ce que toutes les parties fassent appel.

Il y a eu plusieurs réunions entre la SCTB et Triodos et SAAT, et plusieurs échanges de lettres qui sont publiées sur le site web de la SCTB. Cela n'a pas permis de trouver une solution acceptable pour les deux parties. En réponse, la SCTB a déposé une requête auprès de la Chambre des entreprises de la Cour d'appel d'Amsterdam (CE) pour demander une enquête sur le processus décisionnel du conseil d'administration de Triodos.

Le 22 décembre, une séance a eu lieu à la Commission européenne. Il s'agissait de la SCTB rejointe par la VEB (Vereniging van Effectenbezitters, Association néerlandaise des détenteurs de titres) contre Triodos et SAAT. Les deux parties ont été entendues par le tribunal, ont pu réagir aux plaidoiries de l'autre et ont été interrogées par le tribunal.

Le journal néerlandais Financieele Dagblad (FD) a publié un blog en direct sur le sujet. Vous trouverez ci-dessous les résultats les plus intéressants, à notre avis, par ordre chronologique, tels qu'ils ont été rapportés par FD :

- SCTB se réfère à deux rapports d'analystes secrets, publiés en 2021 par ABN et Lazard. Ces rapports étaient prétendument sceptiques quant à une nouvelle plateforme de négociation et à l'évaluation des DR. Ils auraient également exprimé des inquiétudes quant à la demande potentielle pour les DR. La SCTB est prête à accepter une nouvelle plateforme de négociation et pourrait accepter un ajustement potentiel de la valeur des DR. Son principal objectif est de découvrir la vérité et de rétablir la confiance.
- Triodos indique que les décisions sont prises par le conseil d'administration d'une société, et non par les détenteurs de DR. Le MTF est la meilleure solution et il est

absurde de revenir en arrière. Triodos souligne qu'il s'agit d'une banque, qui est sous la supervision des régulateurs, et que l'objectif principal est d'assurer la continuité. La continuité prévaut, ce qui signifie que l'intérêt des détenteurs de DR peut être moins important à certains moments.

- Le SAAT souligne que le conseil d'administration de Triodos n'a pas fait preuve de suffisamment d'empathie. Le SAAT a été surpris par le blocage de l'ancien système de négociation et a demandé s'il était possible d'y remédier. Il estime aujourd'hui que le MTF est la meilleure solution. Le SAAT souhaite rencontrer les détenteurs de DR pour discuter d'une réforme de la gouvernance, y compris, par exemple, le principe "un DR, une voix" et la possibilité de nommer les membres du conseil de surveillance.
- En réponse aux questions de la CE :
  - Triodos indique qu'il n'y avait aucun doute sur la validité de l'ancien système commercial avant mars 2020. En 2021, elle a analysé la possibilité de reprendre l'ancien système de négociation, en y apportant des modifications significatives. La décision d'introduire un MTF a été prise en tenant compte de la négociabilité, de la stabilité des prix et de la protection de la mission de la banque.
  - La CCTB critique le processus de prise de décision. La direction a agi pendant une crise, d'une manière qui nuit gravement aux intérêts des détenteurs de DR. Si la décision a été prise sans précaution, elle devrait peut-être mettre fin aux prêts pour dédommager les détenteurs de DR.
  - La VEB estime qu'il existe des alternatives, comme par exemple une fusion, un transfert de DR, une introduction en bourse ou une résiliation des prêts. La VEB est très critique à l'égard de la direction parce qu'elle a maintenu un système commercial pendant beaucoup trop longtemps, même si elle savait (prétendument) qu'il n'était pas viable.
  - La CE se demande pourquoi la SCTB souhaite une enquête, étant donné que toutes les banques néerlandaises ont été durement touchées pendant la période de covid, avec notamment une perte de valeur pouvant aller jusqu'à 50 %, tandis que la Rabobank a eu des difficultés à payer ses dividendes. La SCTB est d'avis que le covid n'est pas la raison pour laquelle le système de négociation ne fonctionne plus correctement. C'est pourquoi elle souhaite qu'une enquête soit menée sur le processus décisionnel.
  - La Commission européenne se demande pourquoi Triodos n'a pas agi immédiatement lors de l'enquête. Triodos indique que le système a fonctionné correctement pendant si longtemps qu'il n'a pas été facile de conclure qu'il ne s'agissait plus d'un système commercial viable. Il a fallu du temps et de nombreuses discussions internes pour arriver à cette conclusion.
- Le président de la CE tente de rapprocher les parties. Il conclut que : 1) une enquête de la CE n'est pas dans l'intérêt des détenteurs de DR car elle supprimerait la demande de DR, 2) Triodos est prêt à engager des discussions sous la supervision d'un médiateur, 3) SAAT est prêt à faire des concessions, mais 4) SCTB n'est pas prêt à en faire. D'autre part, Triodos n'a pas fait preuve d'empathie et n'a proposé aucune forme de compensation.
- Une autre série d'appels :
  - La SCTB et la VEB font remarquer que Triodos n'a ouvert le partage d'informations que peu de temps avant la session de la CE, que Triodos n'a pas réussi pendant 10 à 15 ans à passer à un système commercial plus durable, et que les détenteurs de DR sont au pied du mur, confrontés à une baisse considérable de leur valeur. Ils citent un professeur d'économie qui aurait critiqué l'ancien système commercial.
  - Triodos affirme qu'elle a fait preuve de responsabilité, qu'elle a envisagé

d'autres solutions et que le passage à un autre système d'échange aurait également été douloureux il y a 10 à 15 ans. Elle cite le même professeur qui aurait fait l'éloge de l'ancien système de négociation dans un article scientifique. La direction actuelle a été confrontée à la situation, a cherché une solution et l'a trouvée.

- SAAT demande à toutes les parties de reprendre le dialogue sans avocats.



Le président de la CE a conclu la session en annonçant que la CE allait procéder à des consultations et préparer un verdict pour une date à déterminer. Le journaliste de la FD a trouvé cette annonce remarquable, car la CE a l'habitude de donner une indication sur le moment où elle rendra son verdict. Après la session, la CE a communiqué qu'un verdict sera rendu au plus tard le 1er mars 2023.

### **Aperçu des procédures judiciaires au 3 février 2023**

Selon la direction, l'issue des procédures judiciaires et des éventuelles procédures futures est inconnue. Ils s'attendent à ce que cette incertitude dure un certain temps. À l'heure actuelle, il n'est pas possible de fournir une estimation fiable ou de quantifier l'exposition de Triodos. Jusqu'à présent, le nombre de détenteurs de DR qui ont déposé des réclamations individuelles et le capital impliqué sont encore relativement limités par rapport au nombre total de détenteurs de DR et au capital.

- En Espagne, au 3 février 2023, 246 actions en justice ont été intentées par des détenteurs de DR. Les plaignants affirment principalement qu'ils n'ont pas été correctement informés des risques et des caractéristiques des DR, ce qui devrait leur donner droit à l'annulation de l'achat ou à une indemnisation.
- En Espagne, au 3 février 2023, il y a eu 19 jugements, dont 13 demandes ont été rejetées et 6 demandes ont été acceptées. Tous ces verdicts ont été rendus par des tribunaux locaux et aucun n'est définitif et irrévocable car ils ont tous fait l'objet d'un appel.
- Aux Pays-Bas, 18 titulaires de DR ont déposé des plaintes auprès du Kifid, l'organe extrajudiciaire néerlandais habilité à donner des avis (contraignants) sur les plaintes des consommateurs concernant les sociétés de services financiers. Dans huit cas, le Kifid a jugé que les plaintes n'étaient pas recevables, et les plaintes ont donc été rejetées sans décision sur le fond, et les détenteurs de DR peuvent faire appel. Une réclamation a été rejetée sur le fond, elle n'a pas fait l'objet d'un appel et le délai d'appel a expiré. Les 9 autres demandes sont toujours en suspens. Jusqu'à présent, aucune plainte n'a été retenue contre la Banque Triodos. Un détenteur de DR a demandé une audition préliminaire de témoins (entre autres l'ancien CEO et le CEO actuel) afin d'obtenir le témoignage sous serment de témoins en audience publique pour prouver sa réclamation alléguée. La demande a été rejetée en première instance et un appel est actuellement en cours.
- En Belgique et en Allemagne, une plainte a été déposée. La date à laquelle les jugements seront rendus est incertaine. Il n'y a pas de plainte au Royaume-Uni.

### **Le 16 mars 2023, la CE a annoncé qu'elle rejetait la demande d'enquête.**

Extrait du communiqué de presse (traduit du néerlandais) :

- **Arrêt du commerce des certificats** : Un groupe de détenteurs de certificats de Triodos et de VEB a demandé à la CE de mener une enquête dans le cadre de cette procédure. Cela concernait la décision de Triodos de suspendre le commerce interne de ses certificats en 2020 et 2021 et la décision de Triodos d'autoriser le commerce des certificats via une plateforme de commerce externe à l'avenir.
- **Doutes sur la politique à suivre avant le 18 mars 2020, mais pas après** : La CE a jugé que Triodos savait déjà en 2017 que des problèmes étaient imminents avec le commerce interne des certificats et qu'elle aurait dû étudier les solutions possibles plus tôt. Mais pour le reste, il n'y a pas de raisons valables de douter de la politique et de la conduite correctes de Triodos. Après avoir suspendu les échanges le 18 mars 2020, Triodos a étudié de manière approfondie les solutions possibles. Les différentes

possibilités ont été étudiées et les intérêts de la banque, de sa mission et des détenteurs de DR ont été soigneusement pesés les uns par rapport aux autres. Finalement, il a été décidé d'autoriser la négociation des certificats par le biais d'une cotation sur une plateforme de négociation externe, de sorte que les détenteurs de certificats puissent revendre leurs certificats au bout de trois ans.

- **Équilibre des intérêts** : Selon la CE, une enquête sur les erreurs commises avant le 18 mars 2020 n'est pas dans l'intérêt de Triodos et de ses détenteurs de DR. Ceux-ci bénéficieraient particulièrement d'une cotation réussie des certificats sur une plateforme de négociation externe, qui devrait débuter au deuxième trimestre 2023. Une enquête comporterait le risque de retarder le processus de cotation, tandis qu'une enquête pourrait également avoir un impact négatif sur la demande de certificats sur la plateforme de négociation et sur le prix à recevoir par les détenteurs de certificats. L'examen des intérêts en présence conduit donc à rejeter la demande d'enquête.

La direction de Triodos a pris note de la décision et l'étudiera attentivement. Elle a indiqué qu'elle travaillait en étroite collaboration avec toutes les parties prenantes, y compris les détenteurs de certificats de dépôt, pour réaliser la cotation sur un MTF et rétablir la négociabilité des certificats de dépôt.

Le conseil d'administration de la SCTB a pris note de la décision et est déçu du résultat. Il étudiera le verdict et ses implications pour son organisation.

## Chapitre V : Une mise à jour rafraîchissante de la stratégie

---

### Triodos se dirige vers les hautes sphères

La nouvelle direction a apporté des changements subtils mais rafraîchissants à la stratégie. Elle se concentre sur la croissance rentable plutôt que sur la croissance à tout prix, sur l'efficacité opérationnelle et sur le financement de la croissance par les bénéfices non distribués, le financement allégé des actifs et une dilution modeste du ratio CET-1, plutôt que par des émissions d'actions dilutives. À l'avenir, la nouvelle stratégie et un environnement de taux d'intérêt plus sain devraient stimuler les fondamentaux tels que le NII, le ratio C/I, le ROE, le EPS et le DPS.

Les objectifs financiers à moyen terme, que nous interprétons comme étant 2025, sont les suivants :

- **Croissance du portefeuille de prêts de 15 à 20 %** (taux de croissance annuel moyen de 6 %) : L'objectif est de croître de manière contrôlée en produisant de nouveaux prêts avec un rendement des capitaux propres d'au moins 6 %, plutôt que de croître aussi rapidement que possible. L'objectif est d'augmenter les actifs pondérés en fonction des risques à un taux de croissance annuel moyen de 5 %, de sorte que l'entreprise devrait alléger ses actifs. Pour ce faire, il convient : 1) d'augmenter proportionnellement le nombre de prêts hypothécaires, qui nécessitent moins de capital que les prêts accordés à d'autres segments ; 2) d'obtenir des garanties, par exemple de l'UE, des gouvernements ou d'autres organisations, de sorte que les prêts nécessitent moins de capital ; et 3) de décharger le bilan des prêts hypothécaires.
- **F&C à 30-40% du revenu total** : Cela suggère une croissance continue de F&C, car le NII devrait augmenter grâce à la croissance du portefeuille de prêts, à des taux d'intérêt plus élevés et à des taux de dépôt de la BCE qui deviennent positifs. La fourchette se situe entre 31 et 36 % pour la période 2006-2022.
- **Le rapport C/I est de 70 à 75 %** : L'accent est mis sur le bas de la fourchette. L'amélioration devrait provenir d'une structure de coûts plus efficace et, à notre avis, d'un effet de levier opérationnel dû à des marges d'intérêt nettes plus élevées.
- **Ratio CET-1 >15%** : Le ratio devrait diminuer légèrement par rapport à 17,3 % à la fin de 2022 parce qu'un ROE d'environ 6 % (ou 7 %) et un paiement de dividendes de 50 % suggèrent des bénéfices non distribués de 3 % (ou 3,5 %). Ce chiffre est inférieur à l'objectif de croissance de 5 % des actifs pondérés en fonction des risques (CAGR).
- **un rendement des capitaux propres de 5 à 7 %** (au lieu de 4 à 6 %) : L'accent a été mis sur le haut de la fourchette précédente. L'amélioration devrait résulter d'une meilleure rentabilité grâce à une tarification plus réfléchie des nouveaux prêts, à des marges d'intérêt nettes plus saines et à une structure de coûts plus efficace.
- **Paiement du dividende : 50 % du bénéfice par action (BPA) déclaré** : Entre 2007 et 2018, le taux de distribution s'est situé entre 44 et 80 %, le DPS étant fixé à 1,95 EUR, alors que le BPA a fluctué. La moyenne pondérée était de 59,4 %. Le nouveau pay-out est plus faible, ce qui devrait permettre de conserver davantage de bénéfices, ce qui favorise la croissance et devrait indirectement profiter aux dividendes futurs.

Selon nous, l'ancienne stratégie était trop axée sur une croissance aussi rapide que possible pour créer le plus d'impact possible. La croissance à deux chiffres du portefeuille de prêts chaque année sauf deux au cours de la période 2004-2022 (2016 : 9 %, 2022 : 4 %) a nécessité de nombreuses émissions d'actions pour maintenir la solidité du bilan. En conséquence, le bénéfice par action a à peine augmenté, malgré une forte croissance du bénéfice net. Fondamentalement, Triodos se précipitait continuellement pour avoir un impact sur la société, et avait donc toujours soif de capitaux, créant ainsi peu de valeur pour l'actionnaire.

Bien que la valeur actionnariale puisse sembler "sale" pour une banque qui met l'accent sur la durabilité, ce sont les détenteurs de DR qui la financent et il ne faut donc pas les négliger simplement au nom de l'impact.

Nous considérons que la nouvelle stratégie est beaucoup plus saine. Une croissance modérée mais contrôlable devrait avoir un impact substantiel en raison du point de départ élevé, devrait être plus facile à gérer avec un meilleur profil de risque, et devrait créer plus de valeur puisqu'elle sera financée par les bénéfices non distribués plutôt que par des émissions d'actions dilutives. Le ratio CET-1 actuel permet de nombreuses années de croissance interne, en particulier si la stratégie de tarification des prêts à un ROE de >6% pousse le ROE au-delà de la fourchette cible.

## Secouer l'arbre pour gagner en efficacité

Triodos a de solides antécédents en matière de croissance du portefeuille de prêts, de NII et de F&C, et nous sommes convaincus que Triodos sera en mesure de poursuivre la croissance de son chiffre d'affaires. L'historique du ratio C/I est moins impressionnant, et un ratio trop élevé est en grande partie responsable de l'incapacité à générer des ROE plus sains. Il est donc encourageant que la direction ait annoncé le premier programme de restructuration de Triodos, même si cela doit être désagréable pour les personnes concernées.

Extraits du communiqué de presse du 17 mai 2022 :

- "Si notre mission de créer un impact positif est restée inchangée, le paysage financier a changé et nous oblige à évoluer avec lui.
- Pour rester à la pointe de la finance durable, nous devons améliorer notre ratio coûts/revenus et le rendement de nos fonds propres. L'ajustement de notre modèle d'entreprise et d'exploitation en tirant parti de notre envergure dans les différents pays nous permettra d'atteindre cet objectif".
- "Les changements envisagés faciliteront un meilleur alignement des activités, une intégration plus poussée des processus et une gouvernance simplifiée dans l'ensemble du groupe..... "

A notre avis :

- Le paysage financier a en effet changé, en raison d'une décennie de baisse des taux d'intérêt, de taux de dépôt négatifs de la BCE et d'une forte augmentation des coûts des activités non commerciales (par exemple, KYC, AML, DGS), qui ont tous exercé une pression sur les bénéficiaires. Les deux premières tendances se sont toutefois inversées.
- Le ratio C/I doit s'améliorer parce qu'un ratio trop élevé se traduit par un ROE trop faible, ce qui : 1) les bénéficiaires non distribués sont trop faibles pour financer la croissance, 2) la valorisation est faible, ce qui signifie que les émissions d'actions pour financer la croissance sont plus dilutives, et 3) la valeur créée pour les détenteurs de DR est faible.
- L'optimisation de l'échelle entre les pays est liée au fait que les cinq pays fonctionnaient comme une fédération, selon la direction, ce qui entraînait une duplication des coûts. Ils ont l'intention de transformer Triodos en une seule banque. L'architecture informatique en est un exemple. Les cinq pays partagent le front-end (site web) et le back-end (entrepôt de données), mais il existe trois systèmes bancaires centraux au milieu (un pour les Pays-Bas/Belgique/Royaume-Uni, un pour l'Allemagne et un pour l'Espagne). Ce système sera remplacé par un système unique pour tous les pays.
- L'intégration plus poussée est liée au fait que les opérations, le KYC et la criminalité financière, ainsi que toutes les autres fonctions d'appui, appartiendront clairement à un seul groupe en raison de l'intégration de ces fonctions. Il n'y aura plus de propriété locale où chacun doit inventer la roue.

Un effort de restructuration particulièrement intéressant est la numérisation et la réduction du réseau espagnol, que nous avons brièvement évoquées à la page 28. À la fin de 2021, Triodos exploitait 19 bureaux complets en Espagne, dont plus de 10 ont été fermés en 2022, et l'objectif est d'avoir 5 bureaux complets dans les grandes villes d'ici à la fin de 2023. Nous supposons qu'il s'agit de Madrid et de Barcelone, et de trois villes de Valence, Séville, Saragosse et Malaga. Cette évolution s'accompagne d'une forte poussée de la numérisation, afin que les clients puissent interagir avec Triodos d'une manière beaucoup plus rentable

qu'auparavant, tout comme dans les autres pays. Toutefois, de nouveaux bureaux satellites seront également ouverts dans des villes plus petites afin que les clients puissent toujours interagir en face à face si nécessaire. Ces satellites seront situés dans des espaces loués dans des bureaux partagés comme par exemple Regus ou WeWork. Cette nouvelle approche devrait permettre de réduire considérablement les coûts de location en Espagne, ainsi que les coûts salariaux, deux éléments qui font partie des économies visées de 10 à 12 millions d'euros par an à partir de 2024.

## Une simulation pour tous

Tout au long de ce rapport, nous avons souligné que Triodos a mené un combat difficile en raison de la baisse progressive des taux d'intérêt, des taux négatifs sur les dépôts auprès de la BCE et de l'augmentation constante des coûts pour les éléments non opérationnels. L'ampleur de cette bataille devient évidente lorsque nous simulons ce qu'auraient été les bénéfices de 2022 si la marge d'intérêt nette avait évolué différemment, toutes choses égales par ailleurs (pièce 72).

Cependant, le vent a tourné, car les taux d'intérêt ont fortement augmenté et le taux de dépôt de la BCE est devenu positif. Cela permet d'augmenter la marge d'intérêt nette, comme le démontrent les résultats du second semestre de l'année 2022. Triodos va donc remonter la pente à partir de maintenant. La simulation suggère qu'il suffit que la marge d'intérêt nette remonte à 2,5-2,6 %, en combinaison avec des économies de coûts de 11,5 millions d'euros, pour atteindre l'objectif d'un ratio C/I de 70-75 %. La réalité sera évidemment légèrement différente, car le portefeuille de prêts devrait continuer à croître dans les années à venir (taux de croissance annuel moyen cible de 6 %), tandis que les coûts de mise en conformité devraient également continuer à augmenter.

Selon nous, la taille même du portefeuille de prêts de Triodos, combinée à une tarification plus réfléchie, à un environnement de taux d'intérêt beaucoup plus sain et à une plus grande attention portée à l'efficacité des coûts, rend l'objectif d'un ratio C/I de 70-75% réalisable à moyen terme. Atteindre cet objectif, notamment le bas de la fourchette, devrait entraîner une forte croissance du BPA, et donc du DPS.

### Pièce 72 Simulation 2022 restants (EJR m)

	Signalé		Simulation des résultats pour 2022, sur la base des marges d'intérêt nettes du passé et des réductions de coûts ciblées										
	2022	2011	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
NII	253												
F&C + autres	122												
<b>Revenu total</b>	<b>375</b>												
Prêts moy.	10,394	→	10,394	10,394	10,394	10,394	10,394	10,394	10,394	10,394	10,394	10,394	10,394
Marge d'intérêt nette	2.4%		3.5%	3.4%	3.4%	3.3%	3.2%	3.0%	2.6%	2.5%	2.4%	2.4%	2.3%
NII supplémentaire par rapport au NII déclaré			114	95	97	88	83	60	17	5	-5	-4	-16
<b>Revenu total</b>	<b>375</b>		<b>489</b>	<b>471</b>	<b>472</b>	<b>463</b>	<b>458</b>	<b>435</b>	<b>393</b>	<b>380</b>	<b>370</b>	<b>371</b>	<b>360</b>
Frais de fonctionnement	-300	→	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300
<b>Réduction des coûts</b>			<b>12</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>12</b>
Coûts d'exploitation nouveaux			-289	-289	-289	-289	-289	-289	-289	-289	-289	-289	-289
<b>Rapport C/I</b>	<b>80.0%</b>		<b>59.0%</b>	<b>61.3%</b>	<b>61.1%</b>	<b>62.3%</b>	<b>63.0%</b>	<b>66.3%</b>	<b>73.5%</b>	<b>75.9%</b>	<b>78.0%</b>	<b>77.8%</b>	<b>80.2%</b>
PPP	75		200	182	184	174	170	147	104	92	82	83	71
LLP	-8	→	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-8	-8
PBT	67		192	174	176	166	161	139	96	84	74	74	63
Impôts	-17		-49	-45	-45	-43	-41	-36	-25	-21	-19	-19	-16
Taux d'imposition	25.6%	→	25.6%	25.6%	25.6%	25.6%	25.6%	25.6%	25.6%	25.6%	25.6%	25.6%	25.6%
<b>Bénéfice net</b>	<b>50</b>		<b>143</b>	<b>129</b>	<b>131</b>	<b>124</b>	<b>120</b>	<b>103</b>	<b>71</b>	<b>62</b>	<b>55</b>	<b>55</b>	<b>47</b>
Nombre moyen d'actions (m)	14.3	→	14.3	14.3	14.3	14.3	14.3	14.3	14.3	14.3	14.3	14.3	14.3
<b>BPA (EUR)</b>	<b>3.50</b>		<b>10.02</b>	<b>9.08</b>	<b>9.16</b>	<b>8.67</b>	<b>8.42</b>	<b>7.24</b>	<b>5.00</b>	<b>4.36</b>	<b>3.83</b>	<b>3.88</b>	<b>3.28</b>
Paiement	51%	→	51%	51%	51%	51%	51%	51%	51%	51%	51%	51%	51%
DPS (EUR)	1.80		5.15	4.67	4.71	4.46	4.33	3.72	2.57	2.24	1.97	2.00	1.69
<b>Ajusté des coûts exceptionnels en 2022</b> (Est. : 19 millions d'EUR bruts, 15 millions d'EUR nets)													
Rapport C/I ajusté	74.9%		57.5%	59.7%	59.5%	60.7%	61.4%	64.6%	71.6%	73.9%	76.0%	75.8%	78.2%
Bénéfice net ajusté	64		157	144	145	138	135	118	86	77	69	70	61
<b>BPA ajusté</b>	<b>4.52</b>		<b>11.04</b>	<b>10.10</b>	<b>10.18</b>	<b>9.69</b>	<b>9.45</b>	<b>8.26</b>	<b>6.03</b>	<b>5.39</b>	<b>4.86</b>	<b>4.91</b>	<b>4.31</b>

Source : Triodos, Degroof Petercam



## Chapitre VI : Nos estimations

---

### Nous prévoyons une nouvelle croissance du chiffre d'affaires et des bénéfices

Nos estimations reflètent la forte amélioration de l'environnement des taux d'intérêt, qui devrait inverser une décennie de pression sur le RNI et l'efficacité des coûts. Ce renversement ne devrait se faire que progressivement, car il faut du temps avant que les prêts soient renouvelés à de meilleurs taux, tandis que le passage des taux de dépôt de la BCE de négatifs à positifs devra, à un moment donné, être répercuté sur les comptes d'épargne.

### Nos estimations pour le compte de résultat (pièce 73)

Pour le chiffre d'affaires, nous supposons 1) une croissance des dépôts de 5% p/a, 2) un ratio prêts/dépôts inchangé, se traduisant par une croissance de 5% p/a des prêts, ce qui poursuit le rythme modéré établi au cours de 2022, 3) un ratio NII/prêts de 2,7% au S1-23 (stable séquentiellement), une baisse séquentielle de 10 points de base à 2.6 % en S2-23, Triodos ayant relevé les taux d'intérêt sur les comptes d'épargne au 1er mars 2023, et une amélioration de 5 points de base en 2024 et 2025, et 4) la croissance de F&C devrait s'améliorer par rapport à 4 % en 2022, les marchés boursiers étant en mode de reprise après une performance atone en 2022.

Nous prévoyons une amélioration progressive de l'efficacité des coûts, car le levier opérationnel provenant de l'expansion de la marge d'intérêt nette et les gains d'efficacité résultant de la restructuration devraient l'emporter sur l'inflation des coûts généraux et la croissance des coûts réglementaires. L'inflation des coûts généraux comprend les augmentations salariales néerlandaises de 3,5 % au 1er janvier 2023, de 1 % au 1er juillet 2023 et de 4 % au 1er janvier 2024, sur la base de la CCT. Pour 2025, nous prévoyons un ratio C/I ajusté de 71,0 %, qui se situe dans le bas de la fourchette cible de 70-75 %. Nos estimations comprennent 11 millions d'EUR de coûts exceptionnels pour 2023 (5 millions d'EUR de MTF + 6 millions d'EUR de frais juridiques) et 6 millions d'EUR p/a pour les frais juridiques en 2024 et 2025, car nous n'avons aucune visibilité sur la date à laquelle les procédures entre les détenteurs de DR et Triodos pourraient prendre fin.

Pour le programme d'éducation et de formation tout au long de la vie, nous prévoyons un montant de 8 millions d'EUR par an, tout comme en 2022, lié à l'incertitude macroéconomique.

Nous prévoyons que le taux d'imposition restera aux alentours de 25 %. Le nombre de DR reste inchangé à

14,3 millions, la direction ayant l'intention de croître par le biais des bénéfices non distribués plutôt que par l'émission d'actions.

En définitive, cela se traduit par des BPA ajustés pour 2023, 2024 et 2025 de respectivement 5,61, 6,24 et 6,73 euros.

### Nos estimations pour le tableau des flux de trésorerie (pièce 74)

La marge brute d'autofinancement est généralement volatile en raison des faibles variations de la marge brute d'autofinancement liée aux activités commerciales et des fortes variations occasionnelles de la marge brute d'autofinancement liée aux opérations financières.

- Pour les opérations commerciales, nous utilisons nos estimations du compte de résultat pour le bénéfice net, la dépréciation (à l'exclusion des baux), l'amortissement et le LLP. Nous prévoyons une sortie de provisions de 2,5 millions d'euros en 2023 et 2024 pour la restructuration. Nous incluons les paiements de loyers, que Triodos déclare dans la CF des investissements, car nous considérons les loyers comme un élément opérationnel. Par conséquent, notre CF des opérations est inférieur d'environ 3,5 millions d'EUR à ce qu'indique Triodos.

- Pour les opérations financières, nous utilisons nos hypothèses de croissance des dépôts et des prêts. Cela se traduit par une FC comprise entre 160 et 176 millions d'EUR par an, contre une moyenne de 144 millions d'EUR par an pour la période 2019-2022 (minimum : -203 millions d'EUR, maximum : 506 millions d'EUR).

Pour le FC provenant des investissements, nous supposons environ 20 millions d'euros par an pour les dépenses d'investissement et les coûts de développement combinés. Les dépenses d'investissement sont nettement inférieures aux amortissements, à la suite d'un investissement important aux Pays-Bas il y a plusieurs années, qui est maintenant en mode d'amortissement. La capitalisation des coûts de développement dépasse structurellement l'amortissement d'un petit montant, comme c'est le cas pour de nombreuses entreprises qui capitalisent les coûts de développement de logiciels. Les fusions et acquisitions ne sont plus au menu depuis 2008.

Pour la CF provenant du financement, nous utilisons un ratio de distribution de dividendes de 50 %, aucune émission d'actions, aucun rachat, et nous n'incluons pas les paiements de location (que nous avons transférés dans la CF provenant des opérations).

<b>Pièce 73</b>	<b>Compte de résultat (en millions d'euros)</b>					
	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Dépôts de clients (moyenne)</b>	<b>11,219</b>	<b>12,516</b>	<b>13,551</b>	<b>14,162</b>	<b>14,870</b>	<b>15,613</b>
a/a	11%	12%	8%	5%	5%	5%
<b>Prêts à la clientèle (moyenne)</b>	<b>8,672</b>	<b>9,662</b>	<b>10,394</b>	<b>10,885</b>	<b>11,429</b>	<b>12,001</b>
a/a	12%	11%	8%	5%	5%	5%
Prêts/dépôts (moyenne)	77%	77%	77%	77%	77%	77%
<b>Marge d'intérêt nette</b>	<b>2.3%</b>	<b>2.3%</b>	<b>2.4%</b>	<b>2.6%</b>	<b>2.7%</b>	<b>2.7%</b>
<b>NII</b>	<b>198</b>	<b>221</b>	<b>253</b>	<b>284</b>	<b>304</b>	<b>325</b>
a/a	7%	12%	14%	12%	7%	7%
<b>F&amp;C</b>	<b>106</b>	<b>116</b>	<b>121</b>	<b>128</b>	<b>135</b>	<b>141</b>
a/a	1%	9%	4%	6%	5%	5%
<b>Autres revenus</b>	<b>1</b>	<b>4</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
a/a	-1%	nm	-1%	187%	0%	0%
<b>Revenu total</b>	<b>305</b>	<b>342</b>	<b>375</b>	<b>414</b>	<b>440</b>	<b>468</b>
a/a	4%	12%	10%	10%	6%	6%
<b>Rapport C/I</b>	<b>80.4%</b>	<b>80.5%</b>	<b>80.1%</b>	<b>75.1%</b>	<b>72.7%</b>	<b>72.3%</b>
Frais de fonctionnement	245	275	300	311	320	339
<b>PPP</b>	<b>60</b>	<b>67</b>	<b>75</b>	<b>103</b>	<b>120</b>	<b>130</b>
%	19.6%	19.5%	19.9%	24.9%	27.3%	27.7%
LLP	-24	0	-8	-8	-8	-8
<b>PBT</b>	<b>35</b>	<b>67</b>	<b>66</b>	<b>95</b>	<b>112</b>	<b>122</b>
%	11.6%	19.6%	17.7%	23.0%	25.5%	26.0%
Impôts	-8	-16	-17	-24	-28	-30
Taux d'imposition	23.3%	24.4%	25.8%	24.8%	25.0%	25.0%
<b>Bénéfice net</b>	<b>27</b>	<b>51</b>	<b>49</b>	<b>71</b>	<b>84</b>	<b>91</b>
Charges exceptionnelles dans les frais d'exploitation	-0	-2	-19	-11	-6	-6
<b>Rapport C/I ajusté</b>	<b>80.3%</b>	<b>79.8%</b>	<b>75.0%</b>	<b>72.4%</b>	<b>71.3%</b>	<b>71.0%</b>
Ajusté en fonction de la PPA	60	69	93	114	126	136
%	19.7%	20.2%	25.0%	27.6%	28.7%	29.0%
PBT ajusté	36	69	85	106	118	128
%	11.8%	20.3%	22.8%	25.6%	26.9%	27.2%
<b>Bénéfice net ajusté</b>	<b>47</b>	<b>53</b>	<b>65</b>	<b>80</b>	<b>89</b>	<b>96</b>
BPA (EUR)	1.91	3.56	3.51	5.03	5.92	6.41
<b>BPA ajusté (EUR)</b>	<b>3.27</b>	<b>3.71</b>	<b>4.54</b>	<b>5.61</b>	<b>6.24</b>	<b>6.73</b>

Source : Triodos, Degroof Petercam

<b>Pièce 74</b>	<b>Tableau des flux de trésorerie (en millions d'euros)</b>					
	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Bénéfice net</b>	<b>27</b>	<b>51</b>	<b>50</b>	<b>71</b>	<b>84</b>	<b>91</b>
Amortissement	10	9	8	6	6	6
Amortissement	11	12	14	16	17	18
Dépréciation	5	2	-0	0	0	0
Dispositions	-3	2	2	-3	-3	0
Autres	33	7	10	5	5	5
<b>CF des opérations commerciales</b>	<b>83</b>	<b>83</b>	<b>84</b>	<b>95</b>	<b>109</b>	<b>119</b>
CF des opérations financières	562	1,039	-1,694	160	168	176
<b>CF des opérations</b>	<b>645</b>	<b>1,122</b>	<b>-1,610</b>	<b>255</b>	<b>277</b>	<b>295</b>
CAPEX	-3	-2	-3	-2	-2	-2
Immobilisations incorporelles	-15	-14	-17	-17	-18	-19
Acquisitions	0	0	0	0	0	0
Désinvestissements	1	2	7	0	0	0
Éléments financiers	-12	-5	-0	0	0	0
<b>CF des investissements</b>	<b>-29</b>	<b>-20</b>	<b>-13</b>	<b>-19</b>	<b>-20</b>	<b>-21</b>
Variation des capitaux propres	5	0	0	0	0	0
Variation des minorités	0	0	0	0	0	0
Dividendes	0	-9	-45	-30	-36	-42
Rachat d'actions	-20	-1	0	0	0	0
Autres	6	248	12	0	0	0
<b>CF provenant du financement</b>	<b>-9</b>	<b>238</b>	<b>-33</b>	<b>-30</b>	<b>-36</b>	<b>-42</b>
<b>Variation nette de la trésorerie</b>	<b>607</b>	<b>1,340</b>	<b>-1,655</b>	<b>206</b>	<b>221</b>	<b>232</b>

Source : Triodos, Degroof Petercam

## Nos estimations pour le bilan (pièce 75)

Nous avons divisé l'actif en deux, à l'image du bilan d'une entreprise industrielle. Les actifs fixes soutiennent les opérations (à l'exception des investissements), tandis que les actifs financiers génèrent des revenus.

- **Immobilisations** : immobilisations corporelles, immobilisations incorporelles, droits d'utilisation (RouA), participations, actifs d'impôts différés.
  - Il n'y a pas de goodwill. Nous prévoyons une légère augmentation des immobilisations incorporelles car la capitalisation des coûts de développement est généralement supérieure à l'amortissement.
  - Nous prévoyons une diminution des actifs corporels car la base d'actifs est relativement jeune : valeur comptable/prix de revient 66 % à la fin de l'année 2022 (propriété 88 %, équipement 34 %).
  - Nous supposons que RouA, les actifs fiscaux et les actifs financiers restent stables dans le temps.
- **Actifs financiers** : trésorerie et équivalents de trésorerie, prêts aux banques, prêts aux clients, titres de créance au coût amorti, produits dérivés, actifs d'impôts courants, actifs destinés à la vente.
  - Nous supposons une croissance de 5 % des prêts à la clientèle, comme indiqué dans la section sur les pertes et profits.
  - Les prêts aux banques et les titres de créance restent inchangés.
  - Le poste de trésorerie s'accroît grâce à la variation nette de trésorerie du compte de résultat.
- **Passif** : il suit nos hypothèses concernant l'actif. Nous supposons une croissance de 5 % des dépôts, comme indiqué dans la section sur les pertes et profits. Les dépôts bancaires restent inchangés. La dette émise concerne principalement une obligation verte émise en 2021 et qui court jusqu'en 2032.

Nous supposons que les actifs pondérés en fonction des risques augmenteront de 4,5 % par an. Cela implique que les ratios de levier et CET-1 diminueront légèrement par rapport à la fin de l'année 2022, comme le souhaite la direction, à des niveaux qui restent supérieurs aux exigences minimales et à l'objectif CET-1 de >15 %.

Pièce 75	Bilan (en millions d'euros)					
	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
FA incorporelle	46	48	51	52	53	54
AF tangible	101	95	89	85	82	78
Investissements	42	48	52	52	52	52
RouA	19	17	13	13	13	13
Autres	15	14	13	13	13	13
<b>Actifs immobilisés</b>	<b>224</b>	<b>221</b>	<b>219</b>	<b>216</b>	<b>214</b>	<b>211</b>
Argent liquide	2,956	4,278	2,581	2,787	3,008	3,240
Prêts aux banques	151	266	332	332	332	332
Prêts aux clients	9,157	10,168	10,620	11,151	11,708	12,294
Titres de créance	1,317	1,483	1,690	1,690	1,690	1,690
Autres	65	76	353	353	353	353
Actifs à vendre	19	13	6	6	6	6
<b>Actifs financiers</b>	<b>13,665</b>	<b>16,283</b>	<b>15,582</b>	<b>16,318</b>	<b>17,097</b>	<b>17,914</b>
Dépôts bancaires	815	1,608	337	337	337	337
Dépôts de clients	11,747	13,285	13,816	14,507	15,233	15,994
Dette émise	6	256	260	260	260	260
Autres	111	105	128	125	123	123
<b>Passif</b>	<b>12,680</b>	<b>15,254</b>	<b>14,541</b>	<b>15,229</b>	<b>15,952</b>	<b>16,714</b>

Fonds propres	1,208	1,250	1,259	1,305	1,358	1,412
<b>Total du bilan</b>	<b>13,888</b>	<b>16,504</b>	<b>15,800</b>	<b>16,535</b>	<b>17,310</b>	<b>18,126</b>
Ratio d'endettement	8.8%	8.1%	6.9%	6.8%	6.7%	6.6%
Ratio CET-1	18.7%	17.5%	17.3%	16.7%	16.5%	16.4%
ROE ajusté	3.9%	4.3%	5.1%	6.2%	6.7%	6.9%

Source : Triodos, Degroof Petercam

## Chapitre VII : Évaluation

---

### Nous fixons notre fourchette d'évaluation à 55-76 euros.

Notre méthodologie d'évaluation est basée sur des multiples cibles dérivés de groupes de pairs, fixés par rapport à nos estimations pour 2024 : 1) un ratio P/E de 10,6x avec une fourchette de prime/décote de 15%, et 2) un ratio P/B de 1,0x ajusté pour tenir compte des différences de ROE. Cela donne une fourchette d'évaluation cible à 12 mois de 55-76 euros. À moyen terme, la hausse pourrait être plus importante, car il faut du temps avant qu'une part considérable du portefeuille de prêts soit renouvelée à des marges d'intérêt nettes plus attrayantes.

**Pièce 76** Fourchette d'évaluation cible (EUR)

---

Source : Bloomberg, Peer Group, Triodos, Degroof Petercam

---

### Triodos devrait-il se négocier avec une prime ou une décote par rapport à son groupe de référence ?

Nous pouvons imaginer plusieurs raisons pour lesquelles Triodos devrait se négocier avec une prime, une décote ou au même niveau que le groupe de banques du Benelux (ABN, ING, KBC). Cependant, il n'existe aucune référence historique pour étayer un choix particulier, sans parler de l'ampleur, car dans le passé, les transactions se faisaient sur la base de la VNI par DR. Cette pratique était très différente de la négociation basée sur l'offre et la demande, dans le cadre de laquelle les investisseurs tiennent compte de facteurs fondamentaux tels que la croissance, le rapport C/I, le rendement des capitaux propres, les émissions d'actions par rapport aux rachats, la position concurrentielle, les antécédents et/ou les actions en justice.

Vous trouverez ci-dessous plusieurs raisons (sans ordre particulier) justifiant une remise ou une prime par rapport au groupe de référence : Raisons d'une prime

- Profil ESG des opérations à la pointe de l'industrie
- Pas d'antécédents d'abus de marché ou d'abus de clientèle, ni d'amendes élevées ou d'abandon de créances
- Pas d'exposition à des pays "mauvais" ou qui facilitent l'évasion fiscale
- Solides antécédents en matière de pertes de crédit par rapport aux pairs
- Ratios de bilan plus solides par

rapport aux pairs Raisons d'une décote

- Antécédents de ratio C/I supérieur à la moyenne et de ROE inférieur à la moyenne
- La petite taille est généralement sanctionnée par une décote (effet "small cap")

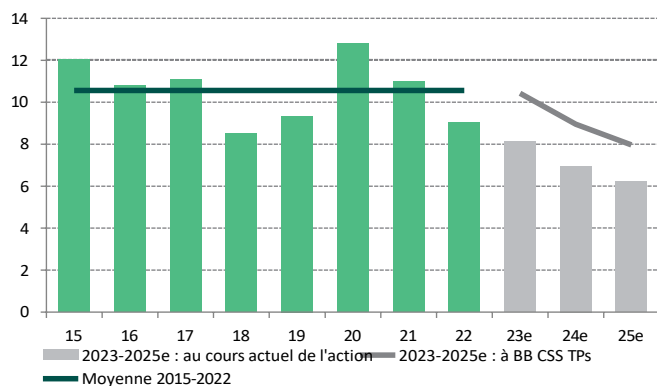
- Pas de droit de vote pour les certificats (bien que cela soit sur le point de changer pour le mieux).
- La liquidité des DR au MTF est probablement limitée.
- Différend juridique avec un groupe de détenteurs de DR

## L'évaluation sur la base des multiples P/E indique une fourchette d'évaluation cible de 56-76 euros.

Le multiple C/B du groupe de référence était en moyenne de 10,6 fois au cours de la période 2015-2022 (figure 77). Il n'y a pas eu de réévaluation générale due à la baisse des taux d'intérêt, ni de dévaluation due à la hausse des taux d'intérêt, comme cela s'est produit pour les entreprises industrielles. Chaque fois que le multiple était supérieur ou inférieur à la moyenne, il s'est inversé. Le multiple pour 2022 semble faible, ce qui s'explique en partie par le fait que les bénéfices du quatrième trimestre 2010 de toutes les entreprises du groupe de référence ont été plus élevés que prévu. Les prix cibles du consensus Bloomberg (CSS), les estimations du BPA du CSS et les prix des actions du 23 mars 2023 combinés indiquent un multiple cible de 10,4x pour 2023, ce qui est largement conforme à la moyenne à long terme.

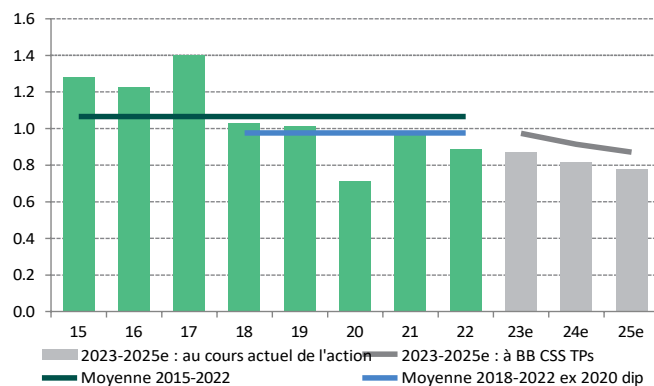
Un multiple C/B cible de 10,6x et notre estimation du BPA ajusté en 2024 de 6,24 EUR conduisent à une valeur cible à 12 mois de 66 EUR (arrondie, également ailleurs). Une fourchette de prime/décote de 15 % par rapport au groupe de référence conduit à une fourchette de valorisation cible de 56-76 euros.

**Illustration 77**



Source : Bloomberg : Bloomberg, Peer Group Companies, Degroof

**Illustration 78**

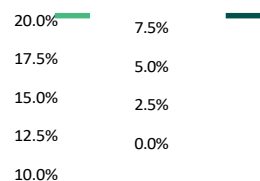


Source : Bloomberg : Bloomberg, Peer Group Companies, Degroof

## L'évaluation sur la base des multiples P/B indique une fourchette d'évaluation cible de 55 à 69 euros.

Le multiple P/B du groupe de référence a suivi une tendance à la baisse sans s'inverser, à l'exception d'une reprise après le creux de 2020 (figure 78). Cette évolution est similaire à celle du rendement des capitaux propres du groupe de référence (pièce 79). Par conséquent, nous utilisons un multiple cible de 0,98x comme point de départ (arrondi à 1,0x), soit la moyenne des années 2018-2022 à l'exclusion du creux de 2020. Les prix cibles du CSS et les estimations de la valeur comptable par action (VCA) indiquent un multiple cible de 0,97x pour 2023, ce qui est presque identique. À partir de là, nous utilisons une fourchette d'actualisation arrondie de 25 à 40 % pour refléter le ROE ajusté de Triodos de 5,1 % en 2022 et les 6,7 % que nous prévoyons pour 2024, par rapport à la moyenne du groupe de référence de 8,7 % en 2020-2022 (pièce 80). Il en résulte une fourchette cible de rapport cours/bénéfice de 0,6-0,7x. Cette fourchette, comparée à notre estimation du BPS pour 2024 de 94 euros, indique une fourchette cible à 12 mois de 55-69 euros, avec un point médian de 62 euros.

**Illustration 79**



RECHERCHE COMMANDÉE | Banque Triodos

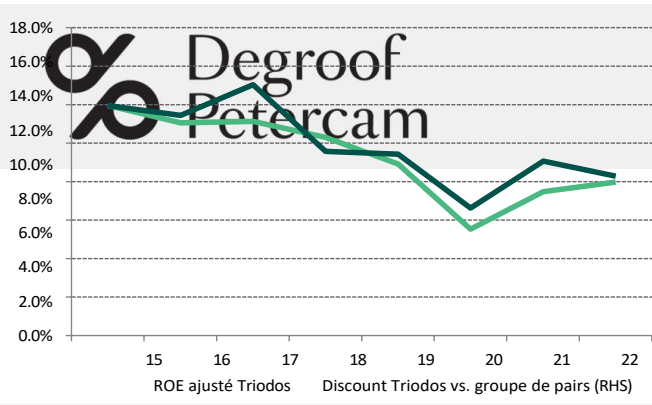
**Pièce 80** ROE ajusté de Triodos et décote par rapport au



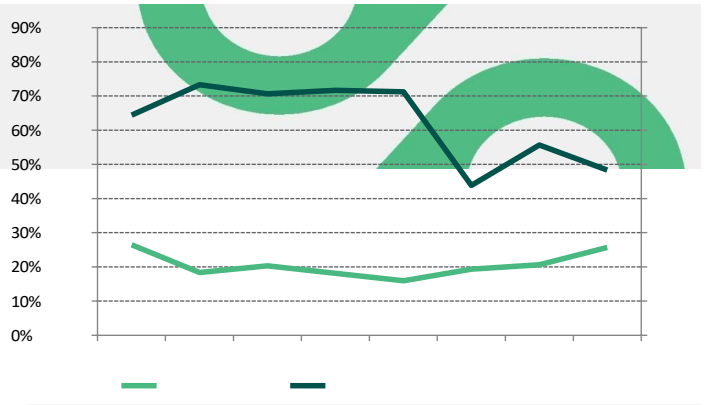
Groupe de référence ROE

3/04/2023





Source : Bloomberg : Bloomberg, Peer Group Companies, Degroof



Source : Entreprises du groupe de référence, Degroof Petercam

## À moyen terme, le potentiel de hausse est plus important

Notre fourchette d'évaluation cible à 12 mois est basée sur nos estimations pour 2024, car dans 12 mois, les bénéfices de 2023 seront engrangés et l'attention devrait se porter sur 2024. L'année 2024 est toutefois trop précoce pour que la plupart des prêts aient été renouvelés à des marges d'intérêt nettes plus attrayantes. Nous avons donc effectué une simulation sur la base de nos estimations du BPA et du BPS pour 2025.

- Pour le BPA 2025, nous utilisons le même P/E cible et la même fourchette de primes/décotes. Fourchette d'évaluation cible 60-82 EUR, avec un point médian de 71 EUR
- Pour le BPS 2025, nous utilisons le même P/B cible, mais une fourchette d'actualisation arrondie de 20-40% (au lieu de 25-40%) pour refléter le ROE ajusté de Triodos de 5,1% en 2022 et les 6,9% que nous prévoyons pour 2025 par rapport à la moyenne du groupe de référence de 8,7% en 2020-2022.

Fourchette d'évaluation cible de 57 à 76 euros, avec un point médian de 67 euros

## Simulations sur la marge d'intérêt nette et le ratio C/I

Compte tenu de l'importance des facteurs externes tels que les taux d'intérêt et les coûts réglementaires, nous avons effectué quatre simulations sur l'évaluation, sur la base de notre scénario pour le BPA en 2024 :

- Nous avons simulé un rapport C/I de 75,0 % et 70,0 %, au lieu des 72,7 % de notre modèle.
- Nous avons simulé une marge d'intérêt nette supérieure ou inférieure de 10 points de base aux 2,7 % de notre modèle.

Notre simulation montre l'impact considérable de petites variations de la marge d'intérêt nette (comme cela s'est produit en S2-22), alors que l'impact d'une variation de l'efficacité des coûts est beaucoup plus faible. Néanmoins, il est trop tôt pour commencer à rêver de valeurs cibles sur la base de la simulation de la pièce 72, qui a montré un BPA ajusté de 11,02 EUR sur la base de la marge d'intérêt nette de 2011 de 3,5 %. Ce BPA et notre multiple C/B cible de 10,6x se traduiraient par une valeur cible de 117 EUR et un DPS de 5,51 EUR. À l'époque, le portefeuille de prêts n'était "que" de 2,8 milliards d'euros et la concurrence dans le domaine de la finance durable devait être modérée. Aujourd'hui, le portefeuille de prêts est beaucoup plus important, ce qui pourrait suggérer qu'il y a moins de potentiel pour le "cherry picking", tandis que la concurrence augmente dans le domaine de la finance durable, ce qui pourrait empêcher un retour aux marges d'intérêt nettes du passé.

### Pièce 81 Simulation de l'évaluation cible (en millions d'euros)

	2024e	Simulation 1	Simulation 2	Simulation 3	Simulation 4	Delta	Delta
Prêts moy.	11,429	11,429	11,429	11,429	11,429		
<b>Marge d'intérêt nette</b>	<b>2.7%</b>	<b>2.7%</b>	<b>2.7%</b>	<b>2.6%</b>	<b>2.8%</b>		<b>0.1%</b>
NII	304	304	304	292	315		
F&C	135	135	135	135	135		
Autres	2	2	2	2	2		
<b>Revenu total</b>	<b>440</b>	<b>440</b>	<b>440</b>	<b>429</b>	<b>452</b>		
<b>Rapport C/I</b>	<b>72.7%</b>	<b>75.0%</b>	<b>70.0%</b>	<b>72.7%</b>	<b>72.7%</b>	<b>1.0%</b>	
Frais de fonctionnement	-320	-330	-308	-312	-328		
PPP	120	110	132	117	123		
LLP	-8	-8	-8	-8	-8		
PBT	112	102	124	109	115		
Impôts	-28	-26	-31	-27	-29		
Taux d'imposition	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%		
<b>Bénéfice net</b>	<b>84</b>	<b>77</b>	<b>93</b>	<b>82</b>	<b>87</b>		
Rapport C/I ajusté	71.3%	73.6%	68.6%	71.3%	71.4%		
Charges exceptionnelles (brutes)	-6	-6	-6	-6	-6		
Charges exceptionnelles (nettes)	-5	-5	-5	-5	-5		

Bénéfice net ajusté	89	81	98	86	91		
BPA ajusté	6.24	5.70	6.86	6.07	6.40	0.23	0.60
Multiple cible P/E (x)	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6
Valorisation cible (EUR)	66	60	72	64	68	2	6
15% de réduction (EUR)	56	51	62	55	57	2	5
Prime de 15 % (EUR)	76	69	83	74	78	3	7

Source : Triodos, Degroof Petercam

### **L'impact (le cas échéant) du différend avec les détenteurs de DR ne peut pas encore être quantifié.**

Comme indiqué précédemment, Triodos est impliqué dans des litiges juridiques avec un groupe de détenteurs de DR (SCTB) et avec des détenteurs individuels de DR. À l'heure actuelle, il est impossible d'évaluer la durée de ces litiges, leur issue et leurs éventuelles conséquences financières.

En règle générale, s'il y avait un dommage financier quelconque, notre évaluation cible serait affectée négativement de 1 EUR par DR pour chaque 14,2 millions d'EUR de dommages. Cela suppose qu'une éventuelle sortie de fonds (le cas échéant) n'aurait pas d'impact significatif sur les ratios du bilan de l'entreprise, de sorte que la cote de crédit ne serait pas affectée.

### **Nous pensons que les turbulences actuelles dans le secteur bancaire n'auront pas d'impact significatif.**

#### **sur les revenus et les bénéfices de Triodos**

Les récentes mésaventures de la Silicon Valley Bank (SVB) et du Crédit Suisse (CS) ont ébranlé le secteur bancaire. Le risque est en hausse, ce qui a entraîné une baisse générale des cours des actions, y compris ceux des banques de notre groupe de référence du Benelux. L'indice MSCI Europe Banks (Bloomberg ticker MXEU0BK) a atteint un sommet le 28 février avec une performance de +21% depuis le début de l'année, après quoi il est tombé à +5,1% depuis le début de l'année au 31 mars.

Par le passé, durant les périodes de fortes turbulences économiques (crise financière, pandémie de grippe aviaire), Triodos a enregistré une croissance de son chiffre d'affaires et de son PPA, presque comme s'il n'y avait pas de nuage dans le ciel. Sur la base des solides antécédents de l'entreprise et de sa stratégie d'aversion au risque, nous sommes convaincus qu'elle sera en mesure de résister à la période d'incertitude actuelle. Les facteurs de résilience sont notamment les suivants :

- Une base de dépôts très diversifiée dans cinq pays
- Les fonds confiés sont investis dans l'économie réelle et non dans des produits financiers.
- L'exposition aux intérêts est couverte en permanence
- La composition des prêts a progressivement évolué vers des hypothèques moins risquées
- Des ratios de bilan sains

## Chapitre VIII : Analyse ESG

---

### Intégrer l'impact dans tout ce qu'ils font

Triodos a toujours été un pionnier dans l'élaboration de la finance durable grâce à un engagement précoce et à des efforts remarquables en matière de reporting. La banque se distingue de ses pairs en plaçant l'impact au cœur de tout ce qu'elle fait. Nous reconnaissons que la concurrence a fait des progrès significatifs au cours des dernières années, rattrapant progressivement son retard en matière de reporting tout en mettant en place une offre d'investissement responsable. Néanmoins, Triodos se différencie en s'engageant à produire un impact positif et va plus loin en innovant dans l'intégration de la durabilité dans différents produits financiers. Bien que la gouvernance ait jusqu'à présent terni le tableau à notre avis, la récente décision de transférer la négociation des DR à un système de négociation multilatéral, avec la possibilité pour les détenteurs de DR de récupérer leurs droits de vote, est susceptible d'améliorer la situation.

### Analyse sectorielle - Tendances ESG pour 2023 et au-delà

Si l'on considère les tendances qui façonneront la banque durable en 2023 et au-delà, Triodos est déjà positionné sur la plupart d'entre elles, et souvent depuis plusieurs années déjà. Dans les sections ci-dessous, nous passerons en revue ces cinq grandes tendances :

#### ***Net-zero à l'ordre du jour, mais on en est encore loin***

Selon une étude menée par la société de recherche en investissement Morningstar en juillet 2022, seuls quatre des 43 gestionnaires d'actifs qui ont rejoint l'initiative Net Zero Asset Managers au cours des 12 derniers mois ont engagé 100 % de leurs actifs dans le net-zéro, soulignant ainsi le défi que cela représente pour l'industrie. Le groupe Vanguard, deuxième gestionnaire d'actifs au monde, arrive en dernière position avec 4 % d'actifs nets zéro sous gestion. D'un autre côté, on pourrait affirmer que les petites institutions bénéficient d'une plus grande agilité pour prendre le virage, par rapport aux grandes structures pour lesquelles cela risque de prendre plus de temps.

Une étude menée par Accenture a révélé que 60 % des grandes banques mondiales se sont engagées à atteindre l'objectif "net zéro". Dans le secteur bancaire de l'UE, les objectifs de neutralité carbone sont la plupart du temps limités aux performances de l'entreprise. Parmi les pairs que nous avons sélectionnés (KBC Group, ING Group, ABN AMRO), KBC et ING ont atteint la neutralité carbone au niveau de l'entreprise avec compensation (la part des émissions compensées n'a pas été divulguée). ABN AMRO s'engage à atteindre la neutralité carbone dans ses propres opérations d'ici 2030 avec un maximum de 5 % de compensation. ING vise à ce que les parties de son portefeuille les plus intensives en carbone atteignent la neutralité carbone nette d'ici 2050. Des objectifs intermédiaires pour 2030 ont été fixés pour ces neuf secteurs, dont huit sont alignés sur un scénario de neutralité nette. ABN AMRO a fixé des objectifs intermédiaires de réduction des émissions de carbone à l'horizon 2030 pour plusieurs portefeuilles et pour ses propres activités, et dispose d'une feuille de route pour la définition d'autres objectifs. Elle va également commencer à mettre en œuvre des ambitions liées au climat dans le cadre de la gestion discrétionnaire des portefeuilles. Triodos est la première banque de l'UE à s'efforcer d'atteindre l'objectif de zéro carbone dans son portefeuille de prêts et d'investissements d'ici à 2035, ce qui est un objectif ambitieux.

Le chemin vers le zéro net prendra certainement du temps car il implique de réinventer les modèles d'entreprise, d'adapter la culture et, surtout, de trouver le bon équilibre entre le risque et l'impact. Trouver cet équilibre est un nouvel exercice qui constituera un défi pour de nombreuses institutions qui sont confrontées à une demande croissante de la part des parties prenantes et des régulateurs. Triodos se distingue à cet égard, car il s'agit d'un exercice auquel il travaille déjà depuis des années.

***Le risque croissant de l'inaction en matière de durabilité***

Les banques qui agissent de manière proactive en intégrant l'ESG dans leurs opérations devraient mieux répondre aux attentes croissantes des parties prenantes internes et externes.

L'urgence climatique et les défis sociaux exacerbés par la pandémie ont contribué à modifier les attentes des parties prenantes, qui demandent de plus en plus que la durabilité soit mise à l'ordre du jour. On attend des banques non seulement qu'elles deviennent nettes zéro, mais aussi qu'elles aident leurs clients à faire la transition.

Les investisseurs individuels, en particulier la génération Z et les Millennials, sont de plus en plus à la recherche de données et d'outils pour prendre des décisions d'investissement plus éclairées et combiner leurs objectifs financiers et non financiers. Par conséquent, les clients demandent de plus en plus des rapports d'impact en complément des données traditionnelles sur les performances financières. Cela représente un défi car nous ne disposons pas de méthodologies standard de mesure de l'impact. Triodos asset management a développé une méthodologie propriétaire d'évaluation de l'impact et publie des rapports d'impact annuels.

Au-delà des clients, le développement durable devient de plus en plus important pour attirer les talents. La main-d'œuvre est devenue plus exigeante et valorise de plus en plus les employeurs qui intègrent les considérations ESG dans leur activité. Une étude menée par CNBC et Randstad a montré que seuls 10 % des membres de la génération Z et des milléniaux sont intéressés par une carrière dans les services financiers, ce qui remet en question la culture des banques et plaide en faveur du changement.

### ***Les réglementations sont de plus en plus strictes***

L'Union européenne s'est fixé pour objectif d'atteindre la neutralité carbone d'ici à 2050. Si cette date peut sembler lointaine, elle ne l'est pas si on la compare au cycle de vie d'un bâtiment ou d'un actif industriel. C'est pourquoi les entreprises doivent agir dès maintenant. Les réglementations soutenant cet objectif ambitieux devraient se multiplier. Les exigences accrues en matière de divulgation obligeront les banques à se conformer aux normes mondiales pour rester compétitives. Les banques seront touchées par diverses réglementations, notamment la SFDR, l'alignement de la taxonomie, les exigences en matière de ratios GAR et GIR, le troisième pilier et la CSRD.

L'impact du changement climatique devient évident. Les régulateurs financiers évaluent s'il peut contribuer au risque systémique. Il est donc raisonnable de penser que la prise en compte des risques potentiels liés au climat deviendra de plus en plus importante.

### ***La transparence deviendra un élément clé dans le cadre de l'écoblanchiment, qui fait l'objet d'un examen approfondi***

Ces dernières années, la pression sur le secteur financier s'est intensifiée pour qu'il soutienne ses efforts environnementaux par des actions concrètes. En 2022, les enquêtes menées par les autorités américaines sur les déclarations ESG de DWS - la branche de gestion d'actifs de la Deutsche Bank - et la gravité des sanctions, y compris les atteintes à la réputation, ont souligné l'importance de mettre en place une stratégie ESG solide reposant sur la transparence. S'il est clair que les efforts en matière de reporting se sont intensifiés au cours des dernières années, seules quelques banques de l'UE se sont jusqu'à présent fermement engagées à étayer leurs affirmations. Certaines banques comme HSBC (la plus grande banque de l'UE), ING ou La Banque Postale se sont engagées à ne plus financer de nouveaux projets liés aux combustibles fossiles.

Nous pensons que Triodos se distingue clairement à cet égard en étant l'une des premières banques à s'engager à utiliser la finance comme une force pour le bien. Triodos façonne l'avenir de la banque durable et se positionne en tant que leader dans ce domaine.

### ***Innovation dans les produits de finance durable***

Alors que les obligations vertes deviennent un élément central et stable des marchés financiers et que les principes des obligations vertes fêteront leur 10e anniversaire en 2024, l'évolution des attentes des parties prenantes et l'élan autour de la "finance de transition"

nécessiteront l'innovation et la création de nouveaux produits pour que les banques restent pertinentes. Triodos a également fait œuvre de pionnier dans ce domaine en lançant des produits liés au développement durable, tels que des prêts hypothécaires verts ou biologiques.

Les prêts liés au développement durable, par exemple, qui prévoient une réduction de la marge de la facilité renouvelable en cas de réalisation des objectifs de performance en matière de développement durable, deviendront de plus en plus pertinents à mesure que les entreprises progresseront dans leurs stratégies de réduction des émissions de carbone et chercheront des instruments reflétant leur engagement.



## Risques ESG et impact

Alors que l'intégration ESG est encore souvent axée sur l'atténuation des risques ESG, nous constatons une évolution vers l'impact. Cette évolution est illustrée par l'émergence de réglementations telles que la Taxonomie de l'UE ou la CSRD. Elles prévoient la prise en compte de l'impact d'une entreprise sur son environnement, plutôt que des seuls risques ESG susceptibles d'affecter sa performance financière. La mesure de l'impact reste un défi et peu de normes de mesure sont actuellement disponibles. Les banques qui développeront une vision claire de la manière dont elles prévoient de jouer un rôle positif dans la transition devraient se démarquer à l'avenir. Comme la mesure de l'impact deviendra la norme, nous pensons que les entreprises telles que Triodos, qui prennent déjà en compte cette dimension depuis de nombreuses années, bénéficieront d'un avantage concurrentiel.

De même, à l'avenir, nous nous attendons à ce que la différenciation se produise au niveau social. La pandémie a mis en lumière l'aspect social du comportement des entreprises. Aujourd'hui, l'accent est mis sur les aspects environnementaux car ils sont plus tangibles et plus faciles à objectiver que les aspects sociaux. Nous pensons qu'à l'avenir, le respect de l'environnement deviendra la norme, les initiatives et les considérations sociales devenant de puissants leviers de différenciation. Les acteurs comme Triodos, qui agissent déjà sur la dimension sociale, devraient bénéficier d'un avantage concurrentiel.

## Financement du changement - financement du changement

Alors que le mouvement croissant en faveur de l'ESG conduit de nombreuses entreprises - y compris des banques - à intégrer des considérations ESG dans leurs activités, Triodos va plus loin en fixant l'impact social positif comme objectif. Ses statuts stipulent que Triodos vise à contribuer au renouveau social par le biais de ses activités bancaires. Le groupe a toujours été à l'avant-garde de la finance durable, avec plus de 40 ans d'expérience dans la recherche de l'impact. En tant que pionnier de la banque d'impact, Triodos entend montrer l'exemple et conduire le système financier vers une allocation plus consciente de l'épargne des clients. Triodos est un membre fondateur du GABV, une association indépendante regroupant des institutions bancaires dont l'objectif est d'utiliser la finance comme une force au service du bien. En Europe, Triodos est le plus grand membre du GABV en termes d'encours de prêts, avec 10 milliards d'euros de prêts à la fin de 2022.

La stratégie d'impact de Triodos s'articule autour de cinq thèmes de transition : la transition des ressources, la transition alimentaire, la transition énergétique, la transition sociétale et la transition du bien-être. Les transitions énergétique et sociétale représentent la majorité de l'exposition de Triodos.

L'impact est intégré dans les différentes branches d'activité de la banque. En 2022, 77 % des actifs de Triodos étaient non seulement axés sur les avantages économiques, mais aussi sur les avantages sociaux et environnementaux (c'est-à-dire les actifs à triple bilan). 77 % des actifs étaient engagés dans l'économie réelle et 93 % des revenus provenaient de l'économie réelle.

Triodos a été pionnier sur plusieurs fronts, notamment avec l'introduction d'hypothèques vertes (2012) et d'hypothèques bio (2022). Les hypothèques vertes sont destinées à encourager le développement de maisons plus économes en énergie en accordant des taux d'intérêt plus bas pour les maisons ayant un meilleur label énergétique. De même, des prêts sans intérêt (max. 25 000 EUR) sont proposés pour les mesures d'économie d'énergie. La majorité du portefeuille de prêts hypothécaires (56 %) est constituée de logements labellisés Energy A (à forte solvabilité), et le ratio prêt/valeur moyen est de 55 %. Les prêts hypothécaires biosourcés visent à promouvoir les matériaux d'origine végétale et les matériaux circulaires.

L'impact positif et négatif est pris en compte tout au long du processus d'investissement de Triodos et mis en balance avec les considérations financières. Tout d'abord, la contribution aux thèmes de la transition est évaluée. Ensuite, les impacts environnementaux et sociaux négatifs des clients/investisseurs sont pris en compte, ainsi que les risques liés à la durabilité. Enfin, la capacité de Triodos à contribuer à l'accélération de la transition est évaluée.

## Performance ESG

Triodos publie des rapports détaillés sur ses performances non financières. La banque se réfère également à une série de normes de reporting telles que la Global Reporting Initiative, l'International Integrated Reporting Council, le Partnership for Carbon Accounting Financials, la Global Alliance for Banking on Values et B Corps. Triodos établit des rapports sur les ODD, notamment par le biais d'un exercice de cartographie qui figure dans son rapport annuel. En outre, la banque a déjà évalué son alignement sur la taxonomie de l'UE.

Triodos est certifié B-Corp depuis avril 2015. Ce label se différencie des autres notations ESG en se concentrant sur l'impact plutôt que sur l'atténuation des risques ESG.

### 1) Dimension environnementale

#### *Émissions financées*

Triodos est la première banque de l'UE à s'efforcer d'atteindre l'objectif du zéro net dans ses portefeuilles de prêts et d'investissements (c'est-à-dire les émissions financées) d'ici 2035. Ces objectifs, qui couvrent 43 % du total des investissements et des prêts de la banque par rapport au total des actifs sous gestion à partir de 2020, ont été validés par le SBTi le 10 mars 2023. Une vue d'ensemble des objectifs de Triodos au niveau des classes d'actifs du champ d'application 3 est présentée ci-dessous :

- Financement de projets de production d'électricité (méthode SDA (Sector Decarbonization Approach)) : La Banque Triodos s'engage à continuer à ne financer que des projets d'électricité renouvelable jusqu'en 2030.
- Immobilier commercial (méthode SDA) : La Banque Triodos s'engage à réduire ses émissions de GES du champ d'application 3 provenant de l'immobilier commercial au sein de son portefeuille de dette privée et d'actions de 70 % par mètre carré d'ici 2035 par rapport à l'année de référence 2020.
- Prêts aux entreprises (méthode de couverture du portefeuille) : La Banque Triodos s'engage à ce que 27 % de tous les autres prêts aux entreprises, en valeur comptable brute, soient validés par le SBTi d'ici à 2025, et 82 % d'ici à 2035.
- Actions cotées, actions privées et obligations d'entreprises (SDA + méthode de couverture du portefeuille) :
  - La Banque Triodos s'engage à réduire ses émissions de GES de type 3 provenant du secteur de la pâte à papier et du papier au sein de son portefeuille d'actions cotées et d'obligations d'entreprise de 45 % par tonne de papier et de carton produite d'ici 2035 par rapport à l'année de référence 2020.
  - La Banque Triodos s'engage à réduire ses émissions de gaz à effet de serre de type 3 provenant du transport, de l'entreposage et de la distribution des produits.  
- Le secteur de la fabrication de véhicules utilitaires légers (PLDV) au sein de son portefeuille d'actions cotées et d'obligations d'entreprises 44 % par véhicule-kilomètre d'ici 2035 par rapport à l'année de référence 2020.
  - Pour tous les autres secteurs, la Banque Triodos s'engage à ce que 51 % de son portefeuille d'actions cotées, de capital-investissement et d'obligations d'entreprise en valeur nette fixe des objectifs validés par le SBTi d'ici à 2025, et 82 % d'ici à 2035.

Triodos a identifié les secteurs à fortes émissions qui auront besoin d'être soutenus dans leur transition vers un portefeuille climatiquement neutre. Les banques rendent compte des normes du Partnership for Carbon Accounting Financials (PCAF) depuis 2018 et rendent

compte de l'empreinte carbone de 100 % de leurs prêts et des investissements de leurs fonds depuis 2019. Le PCAF est une collaboration entre des institutions financières néerlandaises qui a évolué pour devenir la norme mondiale de comptabilisation et de déclaration des GES pour le secteur financier. Comme on peut s'y attendre, il est parfois difficile d'obtenir des données. Triodos a construit une échelle de qualité des données allant de 1 (certain : 5-10% de marge d'erreur) à 5 (40-50% de marge d'erreur). En 2022, la qualité globale des données a atteint 3,2. L'impact climatique détaillé des prêts et des investissements des fonds de Triodos est disponible dans le rapport annuel de l'entreprise.

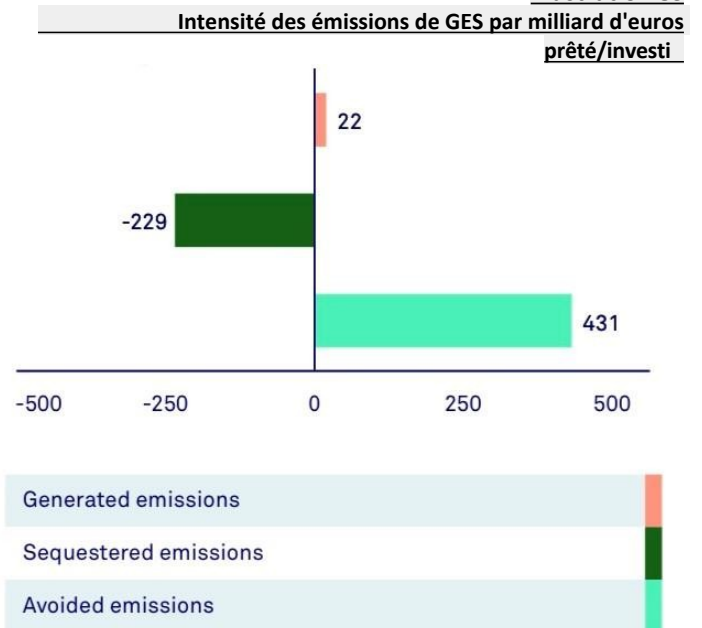
En 2022, on observe une baisse des émissions générées par les prêts et investissements (324 kt CO<sub>2</sub>e en 2022 contre 379 kt CO<sub>2</sub>e en 2021). Cette dernière est principalement liée à la baisse des volumes d'investissement dans les fonds Impact Equities et Bonds. Le secteur "environnement - autres" est associé au niveau le plus élevé d'intensité des émissions (c'est-à-dire 115 kt CO<sub>2</sub>e/milliard d'euros), ce qui peut s'expliquer par l'absence de bons facteurs d'émissions pour les entreprises de recyclage et d'autres projets technologiques. Triodos s'attend à ce que ces émissions diminuent au fur et à mesure qu'il recueille davantage de données sur ces projets.

**Tableau 82 Émissions du portefeuille (kt CO<sub>2</sub>e)**



Source : Triodos, Degroof Petercam

**Illustration 83**



Source : Triodos, Degroof Petercam

### **Alignement de la taxonomie**

La Banque Triodos établit actuellement des rapports sur l'éligibilité à la taxonomie. Le rapport sur l'alignement de la taxonomie ne sera exigé qu'à partir de l'année de déclaration 2023. En tant qu'établissement de crédit, Triodos doit déclarer la proportion de ses actifs de crédit qui sont alignés sur la taxonomie par rapport au total de ses actifs couverts (c'est-à-dire le ratio d'actifs verts (GAR)). La banque s'appuie sur les informations fournies par les clients pour déterminer le ratio d'actifs verts. Étant donné que la Taxonomie ne couvre actuellement que deux des six objectifs environnementaux, la majeure partie du portefeuille de prêts durables de Triodos n'entre pas dans le champ d'application de la Taxonomie. Des secteurs tels que les soins de santé, l'éducation ou les arts et la culture sont actuellement hors du champ d'application. En outre, les PME - auxquelles Triodos est très exposé - sont actuellement exclues du rapport obligatoire de la Taxonomie, ce qui limite les données disponibles pour calculer le RAG. Les PME représentent 33,8 % du total des actifs de Triodos. Au total, 39,6 % des actifs couverts de la Banque Triodos sont éligibles à la taxonomie, et 26 % du total des actifs sont exclus du calcul du CPR.

### **Émissions des entreprises**

Au niveau de l'entreprise, Triodos s'engage à réduire les émissions absolues de GES des catégories 1 et 2 de 63 % d'ici 2035 (par rapport à la base de référence de 2020) et à augmenter l'approvisionnement annuel en électricité renouvelable de 98,6 % en 2020 à 100 % d'ici 2030. La Banque Triodos s'engage à réduire les émissions absolues de GES des catégories 1 à 14 du champ d'application 3 (c'est-à-dire à l'exclusion des émissions financées

mentionnées ci-dessus) de 63 % d'ici à 2035 (par rapport à l'année de référence 2020). Ces objectifs ont également été validés par le SBTi le 10 mars 2023.

**Illustration 84**
**Émissions de GES des prêts et des investissements par secteur en 2022**

Emission type / Transition theme	Impact sector	Gross amount (million EUR) <sup>1</sup>	Attributed emissions (ktonne CO2e)	Emission intensity (ktonne CO2e / billion EUR)	Data quality score high quality = 1 low quality = 5
<b>Generated emissions</b>					
Food	Organic farming	309	9	30	2.8
	Organic food	157	8	49	4.4
Resources	Sustainable property	1,084	26	24	3.0
	Residential mortgages	4,450	21	5	3.2
	Resources - other	135	5	38	4.6
Energy	Environmental - other	206	24	115	5.0
Society	Social housing	590	21	35	3.9
	Society other and municipalities	233	7	32	4.9
	Inclusive finance and development	946	12	13	5.0
Wellbeing	Care for the elderly	742	14	19	3.3
	Healthcare - other	471	11	24	4.8
	Education	321	9	28	4.0
	Arts and culture	523	18	35	4.3
	Wellbeing- other	278	9	31	4.9
IEB funds	Corporate equities and bonds	2,180	112	51	2.0
	(Sub-)Sovereign bonds	449	10	22	3.8
Other	Other loans and investments	1,872	8	4	4.4
		<b>14,946</b>	<b>324</b>	<b>22</b>	<b>3.5</b>
<b>Sequestered emissions</b>					
Resources	Nature development and Forestry	45	-10	-229	3.0
<b>Net emissions</b>		<b>14,991</b>	<b>314</b>	<b>21</b>	<b>3.5</b>
<b>Avoided emissions</b>					
Energy	Renewable energy	2,429	1,048	431	1.5
<b>Total<sup>2</sup></b>		<b>17,420</b>			<b>3.2</b>

Source : Triodos, Degroof Petercam

Les émissions de CO2 du groupe ont augmenté de 30 % en glissement annuel pour atteindre 0,74 t CO2/ETP en 2022, après avoir diminué pour la deuxième année consécutive en 2021 (-27 %). Une partie de l'augmentation en 2022 est évidemment liée au retour à une activité normale après Covid, entraînant une normalisation des trajets domicile-travail et des déplacements professionnels. Néanmoins, les nouvelles méthodes de travail, avec des employés travaillant à domicile en moyenne 50 % du nombre total de jours de travail en 2022 (contre 76 % en 2021), ont permis de réduire les émissions de 55 % en 2022 par rapport à la période précédant Covid. La direction a indiqué qu'elle ne s'attendait pas à ce que les émissions reviennent aux niveaux antérieurs à covid. La majeure partie des émissions de

Triodos est liée à la mobilité des employés. Alors que ces émissions représentaient plus de 90 % de l'empreinte carbone totale du groupe, cette proportion sera ramenée à 76 % en 2022.



Il n'existe actuellement aucune méthodologie internationale pour mesurer l'impact du travail à domicile. Toutefois, Triodos y voit une occasion de s'engager auprès de ses employés sur les systèmes énergétiques domestiques. La banque compense toutes les émissions inévitables par des projets Gold Standards. Triodos vise à ce que le siège social néerlandais (situé à De Reehorst) devienne neutre sur le plan énergétique. En outre, il s'agit du premier immeuble de bureaux au monde à avoir un potentiel de circularité de 100 %.

La consommation d'électricité par ETP a diminué de 22 % en 2022 en glissement annuel. La consommation de gaz par ETP a diminué de 17 %. Ces deux facteurs ont été favorisés par le travail à domicile, la baisse du taux d'occupation des bureaux par rapport à la période précédant la pandémie de grippe aviaire et la réduction de l'espace de bureau.

Les progrès accomplis dans la réalisation des principaux objectifs environnementaux pour 2022 sont résumés dans le tableau ci-dessous.

<b>Pièce 85 Progrès accomplis dans la réalisation des principaux objectifs environnementaux pour 2022</b>		
<b>Our key objectives for 2022</b>	<b>How we did</b>	<b>Progress at a glance</b>
<b>Sustainable mobility:</b> Formulate and introduce an updated international travel policy, with sustainability as an important starting point	We introduced a new, Group-wide International Travel policy, with travel safety and sustainability as keystones. Regarding sustainability, we introduced guiding principles, like trains being the default when travelling less than 700 kilometres and, in case of flying, direct flight in economy class being the default.	● ● ●
<b>Working with sustainable suppliers:</b> Step up awareness-building activities and investigate tools to assist Triodos co-workers in assessing the impact position of their vendors, where possible extending their total impact	Over the past year, we have further developed our maturity level in our team and the skills within the team to be able to better support our business in assessing the sustainability impact of our suppliers. We have also started working on creating a Supplier Code of Conduct, which will help our organisation to stimulate our suppliers even more to work on improving their sustainability. We have also been working on selecting a new data vendor to help us assess the impact position on vendors, to help those vendors become even more sustainable.	● ○ ○
<b>Circular business operations:</b> Develop an inventory of the possibilities for a circular approach to ICT resources in the Netherlands	A group of students has investigated the possibilities for a more circular approach of our ICT resources in the Netherlands, focusing on the use phase and the disposal phase. The conclusion was that we are already doing quite well. The most concrete finding was a recommendation for cooperation with an organisation that works with waste compensation. We will follow up on that recommendation in 2023.	● ● ●

Source : Triodos, Degroof Petercam

### **Perspectives 2023**

- Activités commerciales durables : Triodos prévoit d'établir une feuille de route pour la réduction de ses émissions de CO<sub>2</sub>e de portée 1 et 2 (c'est-à-dire liées au logement et au parc automobile).
- Gestion des déchets : Triodos vise à améliorer la qualité des données relatives aux déchets générés par ses activités.
- Approvisionnement durable : Triodos définira les premières étapes de l'évaluation de l'impact de ses fournisseurs les plus importants, ainsi que les prochaines étapes de la mise en œuvre de son code de conduite des fournisseurs.

## 2) Dimension sociale

Sur la base d'une enquête menée auprès des employés en 2021, Triodos a élaboré un plan d'équité, de diversité et d'inclusion (EDI) intitulé "Du vert au coloré", qui a été mis en œuvre en 2022. Ce plan vise à sensibiliser les employés, à lutter contre les préjugés inconscients et à créer un environnement propice au dialogue et aux initiatives personnelles. Actuellement, 50 % des employés sont des femmes. Cette proportion est conforme aux exigences de la loi sur l'équilibre entre les sexes. Triodos a fixé des objectifs en matière de diversité des genres au niveau du conseil de surveillance, du conseil d'administration et des cadres supérieurs (pièce 86).

<b>Pièce 86 Objectifs en matière de diversité des genres</b>				
<b>Targets Gender balance Triodos Bank (m/f)</b>				
	<b>2023</b>	<b>2024</b>	<b>2025</b>	<b>2026</b>
Supervisory Board	At least 33% under represented gender	At least 33% under represented gender	At least 33% under represented gender	50/50
Executive Board	80/20	80/20	At least 33% under represented gender	At least 33% under represented gender
Senior Leadership	60/40	To be determined*	To be determined*	To be determined <sup>1</sup>

Source : Triodos, Degroof Petercam

Une analyse approfondie des écarts et des biais de rémunération entre les hommes et les femmes a été réalisée en 2022 en collaboration avec AnalitiQs, afin de s'aligner sur les lignes directrices de l'ABE publiées en 2021. Les résultats permettent de conclure qu'une correction globale n'est pas nécessaire. Au Royaume-Uni, la banque fait déjà état de l'écart de rémunération entre les hommes et les femmes depuis plusieurs années, conformément aux lignes directrices en la matière, et elle a élaboré un plan d'action pour réduire l'écart de rémunération.

Un soutien physique et mental est apporté aux employés dans divers domaines afin d'améliorer leur bien-être (par exemple, soutien mental professionnel, aide à la garde d'enfants, équipement du bureau à domicile, etc.) 2021 met en lumière les avantages du travail hybride pour l'équilibre entre vie professionnelle et vie privée. 2022 marque la première année où les nouvelles méthodes de travail n'ont pas été influencées par des mesures gouvernementales.

L'entreprise encourage un dialogue permanent entre les cadres et les membres de l'équipe. Les "Dialogues FLOW" remplacent désormais les traditionnelles réunions ponctuelles de mi-année et de fin d'année. Au début de l'année 2022, Triodos a lancé une plateforme d'écoute continue pour recueillir les commentaires de son personnel. L'enquête annuelle sur l'engagement des employés a été complétée par deux enquêtes plus courtes sur le pouls afin d'assurer le suivi des domaines clés.

Triodos s'efforce d'améliorer l'efficacité globale en favorisant une meilleure intégration entre les départements. La banque travaille depuis trois ans à l'amélioration de l'efficacité avec des équipes multidisciplinaires qui s'attaquent à des domaines tels que la numérisation, les exigences réglementaires, les données et le reporting. En mai 2022, conformément à sa mission "One Bank", Triodos a annoncé le lancement d'un nouveau modèle opérationnel Triodos (TOM) destiné à améliorer l'efficacité globale en évitant les tâches et la duplication des responsabilités.

Triodos s'efforce également de s'engager auprès de ses fournisseurs. La politique

d'approvisionnement fixe des principes commerciaux et des normes minimales que les fournisseurs doivent respecter. L'entreprise s'engage à renforcer le suivi des fournisseurs dans les années à venir. En 2023, Triodos cherchera des outils pour aider les employés à évaluer l'impact des fournisseurs.

Une vue d'ensemble des progrès accomplis dans la réalisation des principaux objectifs sociaux de 2022 figure dans le rapport annuel 2022, à partir de la page 88.

### **Perspectives 2023**

- Continuer à travailler sur le projet TOM
- Achever la mise en œuvre de nouvelles conceptions pour les domaines fonctionnels KYC, Risk et IT, et commencer la conception et la mise en œuvre dans tous les autres domaines fonctionnels.
- Poursuivre la mise en œuvre d'un cadre différencié de gestion des talents.
- Poursuivre le parcours de l'EDI et déployer la feuille de route pour 2023, y compris une structure de gouvernance de l'EDI. Une nouvelle politique du groupe en matière d'ED&I sera élaborée et un programme de changement transformationnel en matière d'EDI sera défini et mis en œuvre.
- Effectuer les préparatifs nécessaires pour améliorer le système d'information sur les ressources humaines et développer une approche davantage axée sur les données et les faits en améliorant la fiabilité, la facilité d'utilisation et l'accessibilité des données sur les ressources humaines.
- Se concentrer sur le développement continu de la méthodologie de dialogue FLOW.
- Renforcer les capacités d'acquisition de talents en développant davantage la marque de l'employeur et le processus de recrutement.
- Étendre le déploiement de la méthode de travail LEAN à d'autres secteurs de la Banque Triodos.

### **3) Dimension de la gouvernance**

Le conseil d'administration comprend trois femmes et deux hommes, tous indépendants.

Le développement durable est intégré à tous les niveaux de l'organisation. C'est pourquoi Triodos n'a pas de département dédié au développement durable. La stratégie de développement durable du groupe est supervisée au niveau du conseil d'administration. Nous pensons qu'il est nécessaire qu'une stratégie de développement durable soit définie et gérée au plus haut niveau de la direction pour garantir l'alignement sur la stratégie globale du groupe. L'implication du conseil d'administration est une indication de l'engagement du groupe envers le développement de sa stratégie de développement durable, à notre avis.

Triodos ne considère pas les incitations financières comme un moyen approprié de motiver et de récompenser les collaborateurs dans une banque fondée sur des valeurs, et n'offre donc pas de bonus ou de plans d'options sur actions aux membres du conseil d'administration, du conseil de surveillance, du conseil d'administration de SAAT ou aux collaborateurs. Des témoignages individuels d'appréciation peuvent être offerts aux employés (à l'exception du conseil d'administration) pour des réalisations extraordinaires. Toutefois, elles sont limitées à un mois de salaire et à 10 000 euros bruts par an. Dans le cadre de la préparation du lancement du MTF, la politique internationale de nomination et de rémunération et la politique de rémunération du conseil d'administration seront révisées et mises à jour en 2023. Afin d'accroître la transparence, Triodos élaborera également une politique de rémunération du conseil de surveillance.

Les considérations ESG sont intégrées dans le processus de gestion des risques du groupe. Les unités opérationnelles disposent de comités décisionnels locaux, tels qu'un comité local des risques non financiers et un comité local des risques liés à la lutte contre le blanchiment d'argent et le financement du terrorisme. Les unités d'affaires qui s'engagent dans des prêts locaux disposent également d'un comité de crédit local. Triodos a une politique de protection des données et s'engage à garantir la protection des données et de la vie privée.

La politique du groupe en matière de dénonciation garantit l'anonymat et permet donc de s'assurer que les infractions aux principes de conduite des affaires sont signalées aux instances les plus élevées de la direction.

Comme expliqué dans une section précédente de ce rapport, pour protéger la mission de Triodos, toutes les actions sont détenues en fiducie par la fondation SAAT qui exerce les droits de vote. Au cours des quatre dernières décennies, la négociation des DR s'est faite sur une plateforme de négociation interne à la valeur nette d'inventaire par DR. Pour résoudre certaines limitations de l'ancien système de négociation, la direction a décidé de transférer la négociation des DR à un MTF, ce qui a été approuvé par l'AGE le 11 octobre 2022. Sur ce MTF, le prix des DR sera déterminé par l'offre et la demande, contrairement à la valeur nette d'inventaire par DR sur l'ancienne plateforme de négociation.

Une fois le MTF opérationnel, les détenteurs de DR pourront également demander à SAAT de transférer les droits de vote de SAAT à eux-mêmes, dans le cadre d'une mise à jour de la politique de gouvernance de la banque. Toutefois, les titulaires de DR ne pourront pas fixer l'ordre du jour, déterminer la stratégie ou modifier la mission de l'entreprise. Actuellement, les détenteurs de DR ont le droit de voter à chaque assemblée des détenteurs de DR. Les membres du conseil d'administration de SAAT sont nommés par l'assemblée des détenteurs de DR sur la base d'une nomination contraignante de candidats proposés par le conseil d'administration de SAAT. Les anciens membres du conseil d'administration et du conseil de surveillance, les employés ou les conseillers permanents de l'entreprise peuvent être membres du conseil d'administration de SAAT. Aucun des membres actuels du conseil d'administration de SAAT ne travaille chez Triodos. Cependant, ils ont tous une expérience pertinente dans le secteur.

En 2022, le SAAT a tenu sept réunions du conseil d'administration de manière indépendante et 14 réunions du conseil d'administration avec le comité exécutif de Triodos. En 2022, le SAAT a tenu 17 réunions avec des parties prenantes, des détenteurs de DR et des groupes de détenteurs de DR.

Bien que la légitimité de l'ancien système, comprenant une plateforme de négociation interne et l'absence de droits de vote pour les détenteurs de DR, puisse être remise en question, nous pensons que la décision de passer à un MTF et de redonner des droits de vote aux détenteurs de DR améliorera considérablement la situation.

### **Analyse concurrentielle**

Triodos se distingue de ses concurrents du Benelux en plaçant l'impact au cœur de toutes ses activités. Alors que les pairs rattrapent leur retard en matière de reporting, notamment au niveau de l'évaluation de l'impact, le développement durable n'est pas encore une priorité, l'ISR représentant toujours une part relativement limitée du total des actifs sous gestion, et cela devrait rester le cas dans les deux années à venir. Chez KBC, les fonds ISR représentaient 32 milliards d'euros d'actifs sous gestion en 2021, soit 13 % du total des actifs sous gestion (236 milliards d'euros en 2021), ou 33 % du total des actifs sous distribution. KBC vise à atteindre 55 % du total des actifs distribués d'ici 2030. Le volume d'actifs durables d'ABN a atteint 31 % en 2022 et 36 % en 2024. Avec 77 % des actifs à triple bilan, nous pensons que Triodos restera un pionnier et un leader de l'investissement durable au cours des deux prochaines années.

Le tableau ci-dessous donne un aperçu des performances de Triodos par rapport à ses pairs.

**Pièce 87 Triodos par rapport à ses**

<b>homologues du Benelux</b>	<b>Unités</b>	<b>Triodos 2022</b>	<b>ABN 2022</b>	<b>ING 2022</b>	<b>KBC 2021</b>
<b>Dimension environnementale</b>					
Intensité de carbone	t CO2/ETP	0.74	2.3	0.5	1.34
Objectifs zéro net	O/N	Y	Y	Y	N
Niveau du portefeuille/de l'entreprise		Les deux	Entreprise	Les deux	-
Validation du SBTi		Validé	-	Engagé	-
Intensité électrique	kWh/ETP	1,158	2,339	4,307	3,444
Énergies renouvelables	%	98.6	-	100	100
Objectif en matière d'énergies renouvelables	%	100% (2030)	-	-	100% (2030)
Intensité des déchets	kg/ETP	45	25,98 (NL)	/	107
Consommation de papier	kg/ETP	18	-	-	50
<b>Dimension sociale</b>					
Rotation du personnel	%	11	-	11.9	14
Nombre d'ETP	#	1,679	20,038	57,569	37,244
Taux de maladie	%	4.7	4.1	-	3.8
Proportion de femmes employées	%	50	31	49	56
Proportion de femmes dans le conseil d'administration	%	33	43	25	14
Signataire du pacte de l'ONU	O/N	Y	Y	Y	Y
Signataire du PRI	O/N	Y	Y	Y	Y
<b>Dimension de la gouvernance</b>					
Taille du conseil d'administration	#	5	7	12	15
Proportion de femmes au conseil d'administration	%	60	57	33	38
Indépendance du conseil d'administration	%	100	100	100	13.3
Président indépendant	O/N	Y	Y	Y	Y
ESG supervisé au niveau du conseil d'administration	O/N	Y	Y	Y	Y
Intégration de l'ESG dans la rémunération	O/N	N	Y	-	Y

Source : Bloomberg, Entreprises, Petercam  
 Degroof Bloomberg, Entreprises,  
 Degroof



## **Annexe A : Conseil d'administration**

---

### **Jeroen Rijpkema : PDG (1960, néerlandais)**

- **2021-aujourd'hui, Triodos, PDG et président du conseil d'administration**
- Depuis 2021, Stichting Triodos Holding, membre du conseil d'administration
- Depuis 2021, Association bancaire néerlandaise, membre du conseil d'administration
- Depuis 2019, Stichting Graaf Carel van Lynden, membre du conseil d'administration
- Depuis 2018, Stichting Social Finance NL, membre du conseil d'administration
- 2020-2020, Transactie Monitoring Nederland, Quartermaster and Manager a.i.
- 2019-2020, Association bancaire néerlandaise, chef de programme TMNL
- 1985-2018, ABN AMRO Bank, fonctions de direction dans le domaine des services bancaires aux entreprises et aux particuliers, SVP Int. Corporate Group et Trade & Commodity Finance AA New York, EVP Corporate Clients South West Region NL, Managing Director AA Private Clients NL, membre du conseil de surveillance Amstel Lease, membre du conseil de surveillance AA Foundation, CEO AA Switzerland, président du conseil de surveillance AA Switzerland, CEO Private Banking Int.
- 2010-2017, Banque Neufelize, président/membre du conseil de surveillance
- 2008-2017, Bethmann Bank, président/membre du conseil de surveillance
- 2008-2008, Fortis Banque, CEO Private Banking Belgique

### **Kees van Kalveen : Directeur financier (1971, néerlandais)**

- **Depuis 2023, Triodos, directeur financier et membre du conseil d'administration**
- 2013-2023, Nationale Nederlanden Bank, chef de la trésorerie, directeur financier a.i., directeur financier.
- 2010-2013, WestlandUtrecht Bank, chef de la trésorerie
- 2006-2010, GMAC, directeur financier
- 1996-2006, Banque NIBC, directeur associé, financement structuré

### **Carla van der Weerd : CRO (1964, néerlandais)** (se remet des effets à long terme du Covid)

- **Depuis 2019, Triodos, CRO et membre du conseil d'administration**
- 2010-2019, Triodos, membre du conseil de surveillance/président du comité d'audit et des risques
- Depuis 2015, DWS Zorgverzekeraar, président du conseil de surveillance
- 2016-2019, Hogeschool Inholland, membre du conseil de surveillance
- 2017-2019, Rechtbank Gelderland, Membre du Conseil consultatif
- 2016-2019, Habion, membre du conseil de surveillance/président du comité d'audit
- 2016-2019, Vastgoed Zorgsector, membre du conseil d'administration
- 2014-2019, BinckBank, membre du conseil de surveillance/président du comité d'audit
- 2008-2019, Accent Organisatie Advices, propriétaire/directeur général
- 2006-2014, Saxon Hogescholen, membre du conseil de surveillance/président du comité



d'audit

- 1992-2007, ABN AMRO Bank, Gestion des risques, COO/CFO Transaction Banking
- 1988-1992, IBM, ventes

**Marjolein Landheer : CRO ad interim (1970, néerlandais)**

- **2023-aujourd'hui : Triodos, CRO ad interim et membre du conseil d'administration**
- 2022-aujourd'hui, Natuurmonumenten, membre non exécutif du conseil d'administration
- 2018-2023, Cordaid, membre du conseil de surveillance
- 2001-2022, FMO, membre du comité actif-passif, membre du comité d'examen interne, membre du comité d'investissement, directeur des risques, chef de la gestion des risques, chef des opérations spéciales et de la restructuration, directeur de l'agro-industrie, de l'alimentation et de l'eau, directeur du financement structuré du logement, directeur du développement commercial, responsable des investissements pour l'Europe et l'Asie centrale,
- 2000-2000, Cordaid, responsable financier pour l'Amérique latine
- 1994-1999, ING Group, Account Manager Trade & Commodity Finance

**Nico Kronemeijer : Directeur de l'exploitation (1964, néerlandais)**

- **2021-aujourd'hui, Triodos, directeur de l'exploitation et membre du conseil d'administration**
- 2013-2021, Triodos, Directeur TIC
- 2005-2013, Friesland Bank, directeur des TIC
- 2003-2005, Contrôle des actifs, directeur des produits et services
- 1998-2003, KPN, directeur de l'innovation informatique
- 1989-1998, Logica, gestion et conseil

**Jacco Minnaar : CCO (1971, néerlandais)**

- **Depuis 2021, Triodos, CCO et membre du conseil d'administration**
- 2006-2021, Triodos Investment Management, gestionnaire de fonds, directeur, directeur général, président du conseil d'administration
- 2006-2015, iFinance (RD du Congo), Centenary Bank (Ouganda), Reliance Financial Services (Gambie), tous administrateurs non exécutifs
- 2001-2006, Société financière internationale, directeur par intérim
- 2001-2004, ZOA Refugee Care, consultant
- 1995-2001, Z&P Groep, consultant et chef de projet
- 1995-1995, Unilever, assistant chef de marque

## Annexe B : Clause de non-responsabilité

---

### Clause de non-responsabilité

Ce document a été préparé par ses auteurs indépendamment de Triodos Bank N.V. (la "**Société**"), de toute filiale, entreprise filiale et entreprise associée de la Société (une "Société du Groupe"), de Stichting Administratiekantoor Aandelen Triodos Bank (la "**Fondation**") et de tout détenteur de certificats de dépôt émis par la Fondation pour des actions ordinaires du capital de la Société (les "**certificats de dépôt**") (un "**détenteur de certificats de dépôt**"). La Banque Degroof Petercam NV/SA et/ou ses filiales, (ensemble "Degroof Petercam") n'a aucune autorité pour donner des informations ou faire des déclarations ou des garanties au nom de la Société, de toute Société du Groupe, de la Fondation, de tout détenteur de DR, d'ABN AMRO Bank N.V., ou de l'un de leurs conseillers ou de toute autre personne. En particulier, les opinions, estimations et projections qui y sont exprimées sont entièrement celles des auteurs et ne sont pas données en tant qu'agent de la société, d'une société du groupe, de la Fondation, d'un détenteur de DR, d'ABN AMRO Bank N.V. ou de l'un de leurs conseillers respectifs ou de toute autre personne.

**La cotation anticipée des certificats de dépôt sur la plate-forme de négociation multilatérale exploitée par Captin B.V. (la " cotation ") ne constitue pas une offre de titres, aucun titre n'étant offert, émis et/ou vendu aux investisseurs dans le cadre de la cotation. Dorénavant, la Banque Degroof Petercam SA / Degroof Petercam n'agit pas en tant que preneur ferme dans le cadre d'une offre de titres de la Société ou de la Fondation. Ce document ne constitue pas une offre, une sollicitation ou une invitation à souscrire ou à acheter des titres, n'en fait pas partie et ne doit pas être interprété comme tel. Il ne doit pas non plus servir de base ou être utilisé dans le cadre d'un contrat ou d'un engagement quel qu'il soit.**

Ce document est basé sur des informations que nous considérons comme fiables, mais la Banque Degroof Petercam NV/SA / Degroof Petercam n'en a pas vérifié le contenu de manière indépendante. Les informations, opinions, estimations et projections qui y sont exprimées sont à la date du présent document et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis et leur exactitude n'est pas garantie. Ce document peut être incomplet ou condensé et ne pas contenir toutes les informations importantes concernant la société. Aucune déclaration ou garantie, expresse ou implicite, n'est faite quant à l'équité, l'exactitude, l'exhaustivité ou le caractère raisonnable des informations, opinions, estimations et projections contenues dans ce document, et aucune Banque Degroof Petercam SA / Degroof Petercam, la Société, toute Société du Groupe, la Fondation, tout Détenteur de DR, ABN AMRO Bank N.V. ou toute autre personne n'accepte de responsabilité quelle qu'elle soit pour toute perte résultant de l'utilisation de ce document ou de son contenu ou de tout autre élément s'y rapportant.

Profits et pertes (en millions d'euros)	12/19	12/20	12/21	12/22	12/23e	12/24e	12/25e
Revenus nets d'intérêts	185	198	221	253	284	304	325
Revenus nets de commissions	105	106	116	121	128	135	141
Autres revenus	2	1	4	1	2	2	2
<b>Revenu total</b>	<b>292</b>	<b>305</b>	<b>342</b>	<b>375</b>	<b>414</b>	<b>440</b>	<b>468</b>
Croissance en glissement annuel	10%	4%	12%	10%	10%	6%	6%
Rapport C/I	80.3%	80.4%	80.5%	80.0%	75.1%	72.7%	72.3%
<b>Frais de fonctionnement</b>	<b>-235</b>	<b>-245</b>	<b>-275</b>	<b>-300</b>	<b>-311</b>	<b>-320</b>	<b>-339</b>
Frais de personnel	-134	-135	-150	-167	-177	-187	-199
Frais administratifs	-84	-82	-99	-111	-109	-107	-113
Amortissement	-6	-13	-12	-8	-9	-9	-9
Amortissement	-9	-11	-12	-14	-16	-17	-18
Dépréciation	-1	-5	-3	0	0	0	0
<b>Bénéfice avant provisions</b>	<b>57</b>	<b>60</b>	<b>67</b>	<b>75</b>	<b>103</b>	<b>120</b>	<b>130</b>
<b>Provisions pour pertes sur prêts</b>	<b>-4</b>	<b>-24</b>	<b>0</b>	<b>-8</b>	<b>-8</b>	<b>-8</b>	<b>-8</b>
<b>Bénéfice avant impôt</b>	<b>54</b>	<b>35</b>	<b>67</b>	<b>67</b>	<b>95</b>	<b>112</b>	<b>122</b>
Impôts	-15	-8	-16	-17	-24	-28	-30
Taux d'imposition	28.0%	23.3%	24.4%	25.6%	24.8%	25.0%	25.0%
Associés	0	0	0	0	0	0	0
Minorités	0	0	0	0	0	0	0
Abandonné	0	0	0	0	0	0	0
<b>Bénéfice net</b>	<b>39</b>	<b>27</b>	<b>51</b>	<b>50</b>	<b>71</b>	<b>84</b>	<b>91</b>
Éléments exceptionnels dans les frais d'exploitation	3	-0	-2	-19	-11	-6	-6
Rapport C/I ajusté	81.5%	80.3%	79.8%	75.0%	72.4%	71.3%	71.0%
Bénéfice ajusté avant provisions	54	60	69	94	114	126	136
Bénéfice avant impôt ajusté	50	36	69	86	106	118	128
<b>Bénéfice net ajusté</b>	<b>37</b>	<b>47</b>	<b>51</b>	<b>65</b>	<b>80</b>	<b>89</b>	<b>96</b>
<b>Bilan (en millions d'euros)</b>	<b>12/19</b>	<b>12/20</b>	<b>12/21</b>	<b>12/22</b>	<b>12/23e</b>	<b>12/24e</b>	<b>12/25e</b>
Immobilisations corporelles	135	101	95	89	85	82	78
Droit d'utilisation des actifs	0	19	17	13	13	13	13
Goodwill	0	0	0	0	0	0	0
Autres immobilisations incorporelles	42	46	48	51	52	53	54
Immobilisations financières	24	42	48	52	52	52	52
Actifs d'impôts différés	0	15	14	13	13	13	13
<b>Total de l'actif immobilisé</b>	<b>201</b>	<b>224</b>	<b>221</b>	<b>219</b>	<b>216</b>	<b>214</b>	<b>211</b>
Trésorerie et équivalents de trésorerie	2,270	2,956	4,278	2,581	2,787	3,008	3,240
Prêts et avances aux banques	228	151	266	332	332	332	332
Prêts et avances aux clients	8,187	9,157	10,168	10,620	11,151	11,708	12,294
Titres de créance au coût amorti	1,023	1,317	1,483	1,690	1,690	1,690	1,690
Dérivés non commerciaux	0	2	20	296	296	296	296
Créances fiscales	0	2	2	1	1	1	1
Autres actifs	151	62	54	56	56	56	56
<b>Actifs financiers</b>	<b>11,859</b>	<b>13,646</b>	<b>16,270</b>	<b>15,576</b>	<b>16,313</b>	<b>17,091</b>	<b>17,909</b>
Actifs détenus en vue de la vente	0	19	13	6	6	6	6
<b>Total des actifs</b>	<b>12,060</b>	<b>13,888</b>	<b>16,504</b>	<b>15,800</b>	<b>16,535</b>	<b>17,310</b>	<b>18,126</b>
Fonds propres	1,200	1,208	1,250	1,259	1,305	1,358	1,412
Minorités et actions préférentielles	0	0	0	0	0	0	0
<b>Total des capitaux propres</b>	<b>1,200</b>	<b>1,208</b>	<b>1,250</b>	<b>1,259</b>	<b>1,305</b>	<b>1,358</b>	<b>1,412</b>
Dépôts bancaires	70	815	1,608	337	337	337	337
Dépôts de clients	10,690	11,747	13,285	13,816	14,507	15,233	15,994
Dérivés non commerciaux	0	10	7	1	1	1	1
Dettes fiscales	0	21	19	23	23	23	23
Dettes émises	0	6	256	260	260	260	260
Dispositions	6	4	6	8	5	3	3
Autres passifs	94	76	73	96	96	96	96
<b>Passif</b>	<b>10,861</b>	<b>12,680</b>	<b>15,254</b>	<b>14,541</b>	<b>15,229</b>	<b>15,952</b>	<b>16,714</b>
Passifs détenus en vue de la vente	0	0	0	0	0	0	0
<b>Total du passif</b>	<b>12,060</b>	<b>13,888</b>	<b>16,504</b>	<b>15,800</b>	<b>16,535</b>	<b>17,310</b>	<b>18,126</b>

Source : Estimations Triodos/Degroof Petercam

<b>Flux de trésorerie (en millions d'euros)</b>	<b>12/19</b>	<b>12/20</b>	<b>12/21</b>	<b>12/22</b>	<b>12/23e</b>	<b>12/24e</b>	<b>12/25e</b>
Bénéfice net	39	27	51	50	71	84	91
Amortissement	6	10	9	8	6	6	6
Amortissement	9	11	12	14	16	17	18
Dépréciation	1	5	3	-0	0	0	0
Variation des provisions	-0	-3	2	2	-3	-3	0
Autres FC opérationnels	-5	33	7	10	5	5	5
<b>Flux de trésorerie opérationnel</b>	<b>50</b>	<b>83</b>	<b>83</b>	<b>84</b>	<b>95</b>	<b>109</b>	<b>119</b>
Variation des prêts et dépôts	239	826	1,203	-1,500	160	168	176
Variation des autres actifs financiers	-15	-264	-164	-193	0	0	0
<b>CF provenant des activités d'exploitation</b>	<b>289</b>	<b>909</b>	<b>1,286</b>	<b>-1,416</b>	<b>255</b>	<b>277</b>	<b>295</b>
CAPEX	-25	-3	-2	-3	-2	-2	-2
Investissements en immobilisations incorporelles	-13	-15	-14	-17	-17	-18	-19
Acquisitions	0	0	0	0	0	0	0
Désinvestissements	0	1	2	7	0	0	0
Autres investissements CF	230	-12	-5	-0	0	0	0
<b>CF provenant des activités d'investissement</b>	<b>191</b>	<b>-29</b>	<b>-20</b>	<b>-13</b>	<b>-19</b>	<b>-20</b>	<b>-21</b>
Dividendes	-5	0	-9	-45	-30	-36	-42
Minorité	0	0	0	0	0	0	0
Rachats d'actions	-0	-20	-1	0	0	0	0
Financement par fonds propres	54	5	0	0	0	0	0
Autres financements CF	0	6	248	12	0	0	0
<b>CF provenant d'activités de financement</b>	<b>48</b>	<b>-9</b>	<b>238</b>	<b>-33</b>	<b>-30</b>	<b>-36</b>	<b>-42</b>
<b>Flux de trésorerie net</b>	<b>529</b>	<b>871</b>	<b>1,504</b>	<b>-1,462</b>	<b>206</b>	<b>221</b>	<b>232</b>
<b>Chiffres par action (EUR)</b>	<b>12/19</b>	<b>12/20</b>	<b>12/21</b>	<b>12/22</b>	<b>12/23e</b>	<b>12/24e</b>	<b>12/25e</b>
<b>BPA ajusté</b>	<b>2.67</b>	<b>3.27</b>	<b>3.56</b>	<b>4.54</b>	<b>5.61</b>	<b>6.24</b>	<b>6.73</b>
BPA déclaré	2.78	1.91	3.56	3.51	5.03	5.92	6.41
<b>Dividende</b>	<b>0.00</b>	<b>0.65</b>	<b>1.80</b>	<b>2.11</b>	<b>2.51</b>	<b>2.96</b>	<b>3.21</b>
Ratio de distribution des dividendes	0%	34%	51%	60%	50%	50%	50%
Valeur comptable	83.29	83.51	86.41	87.05	90.22	93.88	97.58
<b>Actions (m)</b>							
Nombre d'actions en fin d'année	14.4	14.5	14.5	14.5	14.5	14.5	14.5
Nombre moyen d'actions	14.0	14.3	14.3	14.2	14.2	14.2	14.2
Nombre moyen d'actions diluées	14.0	14.3	14.3	14.2	14.2	14.2	14.2
<b>Ratios</b>	<b>12/19</b>	<b>12/20</b>	<b>12/21</b>	<b>12/22</b>	<b>12/23e</b>	<b>12/24e</b>	<b>12/25e</b>
<b>Ratios financiers</b>							
Rendement des fonds propres	3.3%	2.3%	4.1%	4.0%	5.6%	6.3%	6.6%
Rendement ajusté des fonds propres	3.2%	3.9%	4.1%	5.1%	6.2%	6.7%	6.9%
Ratio d'endettement	8.5%	8.8%	8.1%	6.9%	6.8%	6.7%	6.6%
Ratio CET-1	17.9%	18.7%	17.5%	17.3%	16.7%	16.5%	16.4%
<b>Analyse des marges</b>							
Marge PPA ajustée	18.5%	19.7%	20.2%	25.1%	27.6%	28.7%	29.0%
Marge PPP	19.7%	19.6%	19.5%	20.0%	24.9%	27.3%	27.7%
Marge PBT ajustée	17.3%	11.8%	20.3%	22.9%	25.6%	26.9%	27.2%
Marge PBT	18.4%	11.6%	19.6%	17.9%	23.0%	25.5%	26.0%
Marge bénéficiaire nette ajustée	12.8%	15.3%	14.9%	17.2%	19.3%	20.1%	20.4%
Taux d'imposition	28.0%	23.3%	24.4%	25.6%	24.8%	25.0%	25.0%
<b>Analyse de la croissance</b>							
Variation du revenu total en glissement annuel	9.7%	4.4%	12.1%	9.8%	10.3%	6.4%	6.3%
Variation de la PPA en glissement annuel	5.6%	3.9%	11.8%	12.7%	37.0%	16.7%	7.7%
Variation du PBT en glissement annuel	6.8%	-34.0%	89.3%	-0.1%	41.7%	18.1%	8.3%
Variation du bénéfice net ajusté par rapport à l'année précédente	-4.4%	25.1%	8.9%	27.1%	23.5%	11.3%	7.9%
Variation du BPA ajusté en glissement annuel	-11.6%	22.4%	8.9%	27.5%	23.5%	11.3%	7.9%

Variation du dividende en glissement  
annuel

-100.0%

NM

176.9%

17.2%

19.1%

17.8%

8.3%

Source : Triodos/Degroof Estimations Triodos/Degroof Petercam

### Recherche commandée

Degroof Petercam est chargé par cette entreprise de publier des études et est rémunéré pour ce service.

### Divulgations

Aucun.

### Clause de non-responsabilité générale

#### À propos de Degroof Petercam

Ce rapport a été préparé par la Banque Degroof Petercam SA/NV ("Degroof Petercam").

Degroof Petercam est une institution financière agréée par et sous le contrôle prudentiel de la Banque Nationale de Belgique en tant qu'établissement de crédit et sous le contrôle de l'Autorité des Services et Marchés Financiers. Elle a son siège social au 44, rue de l'Industrie, 1040 Bruxelles et est inscrite à la banque-carrefour des entreprises sous le numéro 0403.212.172.

#### Pas de recherche d'investissement

Ce rapport est considéré comme une communication commerciale. Il n'a pas été préparé conformément aux exigences légales visant à promouvoir l'indépendance de la recherche en matière d'investissement, et il n'est soumis à aucune interdiction de négocier en amont de la diffusion de la recherche en matière d'investissement.

#### Non approuvé par le régulateur compétent

Le présent rapport n'est soumis à aucune obligation légale d'approbation préalable par une autorité de contrôle compétente. Par conséquent, il n'a pas été et ne sera pas soumis à l'approbation d'une autorité de contrôle compétente.

#### Contenu du rapport

Ce rapport a été préparé par l'équipe de recherche sell-side de Degroof Petercam. Tous les avis, opinions, estimations et projections inclus dans ce rapport reflètent les opinions personnelles de l'auteur sur la société concernée et les titres qui y sont liés à la date de ce rapport. Ce rapport ne reflète pas nécessairement les opinions de Degroof Petercam en tant qu'institution et peut être modifié sans préavis. Le(s) analyste(s) déclare(nt) en outre ne pas avoir d'intérêt financier significatif dans l'une des sociétés susmentionnées, ne pas être en conflit et ne pas avoir accepté d'incitation de la part d'une personne ayant un intérêt matériel dans la société faisant l'objet du rapport en question. La rémunération des analystes est soumise à la politique de rémunération de Degroof Petercam et peut être consultée [ici](#).

Les informations et les opinions contenues dans ce rapport ont été compilées ou obtenues à partir de sources jugées fiables et en toute bonne foi, mais aucune déclaration ou garantie, expresse ou implicite, n'est faite quant à leur exactitude, leur exhaustivité ou leur justesse.

#### Validité du rapport

Toute information, opinion ou estimation contenue dans le présent rapport est, quelle qu'en soit la source, donnée de bonne foi et ne peut être valable qu'à la date de publication du présent rapport et est sujette à modification. La valeur de tout investissement peut également fluctuer en fonction de l'évolution du marché. Degroof Petercam n'est pas tenu d'informer les destinataires du présent rapport de toute modification de ces opinions ou estimations.

#### Pas pour les clients de détail

Ce rapport est destiné exclusivement aux clients professionnels ou aux contreparties éligibles (telles que définies dans la directive 2014/65/UE sur les marchés d'instruments financiers) et n'est pas destiné à l'usage des clients particuliers.

#### Examen par l'entreprise qui fait l'objet du présent rapport

Degroof Petercam se réserve le droit de soumettre un projet de rapport de recherche (à l'exclusion - le cas échéant - de la fourchette d'évaluation cible/de la juste valeur et de la recommandation) pour examen à la société concernée dans le seul but de corriger toute inexactitude factuelle matérielle involontaire.

#### Conflit d'intérêts

Il est à noter que Degroof Petercam et l'entreprise concernée ont conclu un accord relatif à la production de ce rapport. Degroof Petercam a reçu une rémunération de la part de l'entreprise concernée pour la rédaction et la diffusion de ce rapport. Cette rémunération est (i) un forfait qui a été convenu entre l'entreprise concernée et Degroof Petercam avant la rédaction et la publication de ce rapport et (ii) n'est en aucun cas influencée positivement ou négativement par le contenu de ce rapport.

En raison des activités étendues du groupe auquel appartient Degroof Petercam, il peut arriver que Degroof Petercam ou l'une de ses sociétés affiliées :

- détient des positions ou effectue des transactions sur les titres de la société mentionnée dans le présent document ou de tout membre de son groupe ;
- fournit ou cherche à fournir des services de banque d'investissement à ces entreprises (tels que des services de conseil en financement d'entreprise) ;
- agit en tant que teneur de marché ou fournisseur de liquidités pour les titres de la société mentionnée dans le présent document ;
- fournit tout autre service qu'il est légalement habilité à fournir ;
- détiennent un mandat dans l'entreprise concernée ;
- détiennent une participation significative dans l'entreprise concernée.

A cet égard, Degroof Petercam est tenue de mettre en place des dispositifs permettant d'identifier, de prévenir et de gérer les conflits d'intérêts entre elle-même et les clients et entre les différents clients. Degroof Petercam opère conformément à une politique en matière de conflits d'intérêts en vertu de laquelle Degroof Petercam a identifié les situations dans lesquelles il peut y avoir un conflit d'intérêts et, dans chaque cas, les mesures prises pour gérer ce conflit. Degroof Petercam a pris

Le Comité a pris des mesures raisonnables pour garantir l'objectivité de ce rapport de recherche et l'indépendance de l'auteur, et a mis en place plusieurs mécanismes de contrôle de la qualité.



des dispositions (telles que des politiques et des procédures internes) afin de gérer les conflits d'intérêts potentiels. Degroof Petercam a par exemple mis en place

une politique de rémunération, une procédure de gestion des comptes personnels et plusieurs mesures organisationnelles, telles que les murailles de Chine, destinées à prévenir la divulgation et l'utilisation illicites d'informations confidentielles et sensibles. Lorsque les dispositions prises dans le cadre de notre politique en matière de conflits d'intérêts ne sont pas suffisantes pour gérer un conflit particulier, Degroof Petercam informera le client concerné de la nature du conflit afin qu'il puisse prendre une décision en toute connaissance de cause. Outre les dispositions susmentionnées, Degroof Petercam a également mis en œuvre les dispositions internes requises par l'article 37, paragraphe 1, du règlement délégué 2017/565 de la Commission.

#### **Pas d'offre**

Ce rapport ne constitue pas et ne doit pas être interprété comme une offre ou une sollicitation pour la vente, l'achat ou la souscription de tout instrument financier. Toute offre ou transaction nécessite l'accord formel ultérieur de Degroof Petercam, qui peut être soumis à des approbations internes et à l'exécution de documents de transaction contraignants.

#### **Pas de conseil en investissement**

Les informations contenues dans ce rapport ne doivent pas être considérées comme personnalisées et ne doivent pas être considérées comme une recommandation de conseil en investissement. Les destinataires ne doivent pas interpréter le contenu de ce rapport comme un conseil juridique, fiscal, comptable ou d'investissement ou comme une recommandation personnelle. En conséquence, Degroof Petercam n'a aucune obligation de déterminer si une transaction potentielle décrite dans ce rapport est appropriée pour le destinataire, et ne le fera pas. Les destinataires doivent demander l'avis de leurs conseillers afin de déterminer les mérites, les termes, les conditions et les risques de toute transaction potentielle décrite dans le présent rapport.

#### **Déclarations prévisionnelles**

Le présent rapport peut contenir des déclarations prospectives. Ces déclarations prospectives sont soumises à des risques, des incertitudes et des hypothèses, ainsi qu'à d'autres facteurs qui pourraient faire en sorte que les résultats réels, la situation, les performances, les perspectives, la croissance ou les opportunités diffèrent matériellement de ceux exprimés ou suggérés par ces déclarations prospectives. Les déclarations prospectives ne constituent pas des garanties de performance future et il n'y a aucune garantie que les estimations ou les projections seront réalisées. Les résultats réels peuvent différer des projections et cette variation peut être importante.

#### **Performances passées et simulées**

Toute performance passée ou simulée, y compris le back-testing, la modélisation ou l'analyse de scénario contenue dans le présent document n'est pas une indication de la performance future. Aucune déclaration n'est faite quant à l'exactitude des hypothèses formulées dans le cadre d'une modélisation, d'une analyse de scénario ou d'un back-testing, ni quant à l'exhaustivité de ceux-ci.

#### **Méthode d'évaluation**

Notre évaluation cible est généralement basée sur une combinaison de méthodes d'évaluation, dont le DCF, le SOTP, la comparaison avec des groupes de pairs, l'analyse de ratios historiques et d'autres. Le résultat de ces méthodes d'évaluation est sensible à la fois aux facteurs externes (par exemple, les taux d'intérêt et les évaluations de marché) et aux hypothèses que nous formulons (par exemple, sur la croissance des ventes, la rentabilité ou les décotes d'évaluation). Il faut être conscient que des changements, même minimes, de ces éléments peuvent entraîner des changements importants dans l'évaluation de l'objectif. De plus amples informations sur la méthode d'évaluation utilisée pour cette entreprise sont disponibles dans les rapports publiés sur <https://research.degroofpetercam.com/portail/societe/news.php?id=221&type=45>.

#### **Aucune responsabilité**

Degroof Petercam décline toute responsabilité pour les pertes ou dommages directs ou indirects résultant de l'utilisation de ce rapport ou de son contenu. Ce rapport ne prétend pas donner une description exhaustive de l'instrument financier et de l'émetteur de l'instrument financier auquel il se rapporte. Bien que toutes les précautions raisonnables aient été prises pour assurer l'exactitude des informations contenues dans ce rapport, ni Degroof Petercam, ni aucune de ses sociétés affiliées, administrateurs, conseillers ou employés ne peuvent être tenus responsables pour toute information incorrecte, incomplète ou manquante, ou pour tout dommage direct ou indirect, perte, coût, réclamation, responsabilité ou autre dépense qui résulterait de l'utilisation ou de la confiance accordée à ce rapport, sauf en cas de faute intentionnelle ou de négligence grossière. Les informations contenues dans ce rapport n'ont pas fait l'objet d'une vérification indépendante par un tiers indépendant.

#### **Restriction de la distribution**

Le présent rapport est exclusivement destiné aux clients professionnels et aux contreparties éligibles, à l'exclusion des clients particuliers. Il ne peut être copié, reproduit, commercialisé ou distribué en tout ou en partie à quelque fin que ce soit sans l'accord écrit préalable de Degroof Petercam.

Le présent rapport ne peut être pris, transmis ou distribué, directement ou indirectement, en dehors de l'EEE (à l'exception du Royaume-Uni).

### **Achèvement et mise à jour des rapports**

Ce rapport a été diffusé pour la première fois par Degroof Petercam le 3 avril 2023 07:13 CET

Les évaluations sont revues en permanence par l'analyste et seront mises à jour et/ou actualisées régulièrement. Les raisons d'une modification de l'évaluation cible seront expliquées dans le cadre d'une telle mise à jour.

Un aperçu des recherches publiées sur cette entreprise est disponible sur notre site web :

<https://research.degroofpetercam.com/portail/societe/news.php?id=221&type=0>

Ce rapport a été revu par la société avant sa publication et a été modifié par la suite. Le rapport a été revu par Fernand de Boer, Senior Equity Analyst.

# Degroof Petercam Global Markets

www.degroofpetercam.com

Nijverheidsstraat / Rue de l'Industrie 44 - 1040

BruxellesDe Entrée 238 A 7<sup>th</sup> floor - 1101 EE Amsterdam

**Benoît Mortelmans** +32 2 662 82 93

## Recherche sur les actions / Analystes

<b>Fernand de Boer</b>	Commerce de détail/alimentation et boissons	+31 20 573 5417
<b>Kris Kippers</b>	Biens de consommation et holdings	+32 2 287 9259
Amal Aboulkhouatem	Immobilier	+32 2 662 8653
Frank Claassen	Industrie	+31 20 573 5409
Christophe Dombu Youta, PhD	Biotechnologie/santé	+32 2 287 9051
Inna Maslova	Immobilier	+32 2 662 8644
Vincent Koppmair	Immobilier	+32 2 287 9673
Laura Roba	ESG/Medtech	+32 2 287 9276
Michael Roeg	Technologie/Fintech	+31 20 573 5422
David Seynnaeve, PhD	Biotechnologie/santé	+32 2 287 9771
Joren Van Aken	Holdings/Misc.	+32 2 662 8883
Luuk van Beek	Énergie/ingénierie/construction	+31 20 573 5471

## Vente

<b>Anthony della Faille</b>	+32 2 662 8724
<b>Laurent Pierret</b>	+32 2 662 8654

## Ventes d'actions

<b>Simon Vlamincx</b>	+32 2 662 8291
<b>Damien Fontaine</b>	+32 2 662 8287
Assia Adanouj	+32 2 662 8768
Piethein Leune	+31 20 573 5436
Maxence Lenoir	+32 2 662 8710
Jeroen Van Genuchten	+31 20 573 5428
Beatrice Leysens - Assistante	+32 2 662 8262

## Négociation des ventes

Christel De Clerck	Soutien et édition	+32 2 662 8302	<b>Véronique De Schoemaeker</b>	+32 2 662 8280
			Pieter De Moerloose	+32 2 662 8870
			Fabrice Faccenda	+32 2 662 8986
			Frédéric Lebrun	+32 2 287 9190

## Courtage et syndication

<b>Gert Potvlieghe</b>		+32 2 662 8289
Raymond de Wolff		+31 20 573 5414
Magali Moonen		+32 2 662 8457
Tineke Hosselaer	Accès des entreprises	+32 2 662 8290
Charlotte Mertens	Accès des entreprises	+31 20 573 5416

## Vente de titres à revenu fixe

<b>An-Sofie Meirsschaut</b>	+32 2 662 8665
Olivier Gigounon	+32 2 287 9184
Lieven Krikilion	+32 2 287 9559

## Produits dérivés

<b>Karim Marrakchi</b>	+32 2 662 8940
Eric Debeaud	+32 2 287 9827
Thierry De Wispelaere	+32 2 662 8674