

ACHETER

Cours cible



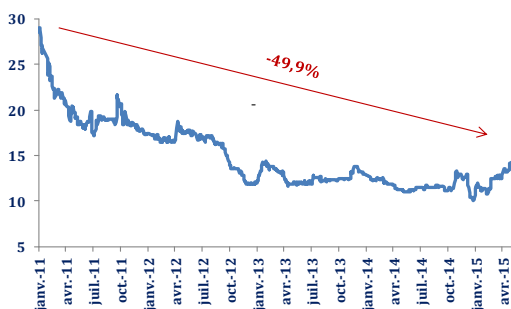
Cours actuel	14,3 DT
Prix Cible	27,6 DT
Potentiel de hausse	+93 %

Actionnaires

Etat tunisien	32,62%
Entreprises publiques	16,57%
Horchani Finance	9,92%
Med Habib Guerrida	4,56%
Public	36,33%
<i>Dont étrangers</i>	<i>7,15%</i>

Données boursières 05 Mai 2015

Cours actuel	14,3 DT
Capi. Boursière	257,4MDT
Nombre de titres	18 000 000
Performance 2015	39,61%
+ Haut/+Bas(2015)	14,31/10,25 DT
Vol. d'échange moyen (2015)	0,235 MDT


Chiffres Clés

en MTND

	2013	2014e	2015e
PNB	207,2	244,1	277,2
RAIP	111,5	139,2	162,5
Résultat Net	-159,2	44,3	64,4
Capitaux propres	226,5	270,8	445,2

Ratios de valorisation

	2013	2014E	2015E
P/E	ns	5,81	4,0
P/BV	1,14	0,95	0,59
Div Yield	0%	0%	1,7%
ROE	ns	19,6%	16,9%

RECOMMANDATION DE MAC SA

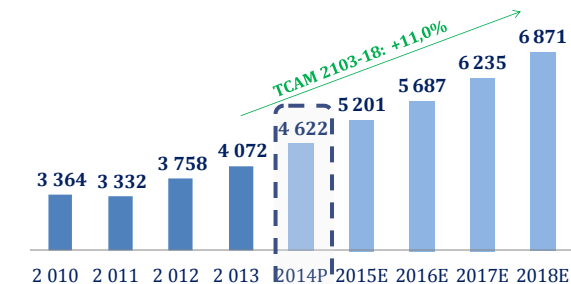
- Après la débâcle post révolution, le titre BH retrouve un trend haussier en 2015. Aujourd'hui la banque cote à 14,3 DT, un P/E2014e de 5.8x et un P/B2014e de 0,95x, des multiples nettement au-dessous de la moyenne du secteur 12,3x et 1,7x respectivement .
- A la lumière des conclusions dégagées par l'audit complet, la BH est la première banque a avoir entamé un plan de restructuration qui lui permettra de réaffirmer sa place dans le paysage bancaire tunisien. Ses réalisations de 2014 et encore plus celles du premier trimestre 2015 confirme bien cette nouvelle orientation et l'ambition de retrouver son positionnement sectoriel d'avant la révolution, d'améliorer sa rentabilité en renouant avec les bénéficiaires tout en améliorant sa qualité d'actifs.
- Cette restructuration semble avoir bien convaincu les investisseurs puisque le cours BH a gagné plus de 39% depuis le début de l'année, soit la meilleure progression du secteur bancaire à ce jour !!! Certes, que le titre reste pénalisé par les déficits antérieurs et le caractère de banque publique, mais le cours a touché un plancher de 9,85 DT en 2014 et demeurant perdant près de la moitié de sa valeur depuis le 1er janvier 2011.
- Au vu de tous ces éléments, nous recommandons le titre à **l'ACHAT** sur un horizon de un an, afin de récolter les fruits d'une croissance mûre et saine. Notre cours cible est de 27,6 DT, soit le niveau de cours de la BH d'avant la révolution!!!!

APERCU SUR LA BANQUE

- La Banque de l'Habitat (BH) a été créée en 1989 par la transformation de la Caisse Nationale d'Epargne Logement, (CNEL) en une banque commerciale. La banque a alors hérité les tâches de la CNEL pour développer le secteur de logement, présenter une plus grande flexibilité dans un secteur qui a été historiquement caractérisé par un processus rigide aussi bien dans la collecte que dans l'octroi.
- A partir de 1992 la banque n'a plus le monopole du secteur de l'habitat et est devenue une banque commerciale proprement dite et s'est engagée dans toutes les activités bancaires avec une forte présence dans le financement immobilier. Cette présence est héritée de son financement de l'habitat mais aussi du fait qu'elle gère pour le compte de l'Etat le fonds de promotion des logements pour les salariés (FOPROLOS).
- Le groupe BH opère désormais dans les activités financières: bancaire (BH société mère et Tunisian Foreign Bank), assurances (Assurances Salim), leasing (Modern Leasing), gestion d'actifs (SICAF, SIM SICAR , etc.), intermédiation boursière (SIFIB BH), etc... La banque de détail demeure la première activité génératrice de revenus, mais sa contribution diminue au fil des années suite au lancement de l'activité assurances à travers Assurances SALIM, qui est désormais la deuxième contributrice aux revenus.
- La banque dispose d'une forte notoriété notamment auprès des particuliers mais souffre d'un réseau d'agences limité à 103 agences. D'ailleurs, parmi les points du plan de restructuration il est prévu une ouverture intensive d'agences soit 50 agences sur 3 ans. La banque est classée cinquième en termes de dépôts et de crédits.

1- Les dépôts

- Entre 2010 et 2013, les dépôts de la banque ont progressé à une moyenne de 6,6%, en ligne avec la progression du secteur qui a été altérée par un contexte économique fragilisé et une situation tendue sur le marché monétaire.
- En 2014, la croissance a été nettement plus soutenue (+13,5%), soit la meilleure progression du secteur. La BH a collecté 551 MDT, dont 321 MDT sous forme de dépôts à vue malgré un réseau d'agences restreint à 103 agences, actuellement. Ceci aura comme effet la diminution du coût des ressources puisque cette catégorie de dépôts est non rémunérée.

Croissance des dépôts (MDT)


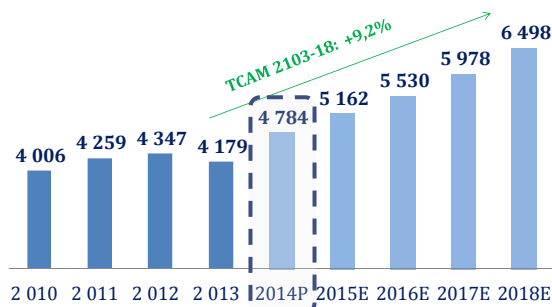
Source : Etats financiers de la BH et BP du document de référence BH 2015

- La BH présente une structure des dépôts un peu moins avantageuse par rapport au secteur. 38% des ressources clientèles de la banque sont composées de dépôts à terme et de certificats de dépôts, fortement rémunérés, contre 29,6% en dépôts à vue, étant la ressource la moins onéreuse. Les dépôts d'épargne représentent 32,4% des dépôts contre une moyenne de 29,4% pour le secteur. Cette configuration est assez pénalisante pour la banque et la contraint à afficher un coût des ressources parmi les plus élevés du marché (4,2%, contre 3,9% pour le marché).
- Sur les prochaines années, la banque prévoit de maintenir une croissance annuelle moyenne de 11% des dépôts, un niveau raisonnable compte tenu de ses performances passées (TCAM 2006-2010 de 9,6%). La progression de la collecte émanera à la fois d'une croissance organique mais également de l'extension du réseau. A un rythme d'ouverture de 8 à 10 agences par an, la banque devrait porter son réseau à près de 150 agences d'ici 2018. cette extension permettra une meilleure proximité ce qui impliquera par conséquent un développement de la collecte des dépôts à vue à un rythme plus soutenu.
- Ainsi, la structure des dépôts devrait s'améliorer dans les années à venir avec une croissance importante de 21,4% des dépôts à vue. Les dépôts rémunérés, continueraient à progresser mais à des niveaux nettement plus faibles soit 6% chacun. Ainsi la banque œuvrera à réduire le poids des ressources les plus coûteuses (dépôts à termes et les dépôts d'épargne) au profit des ressources bon marché (dépôts à vue).

2- Les crédits

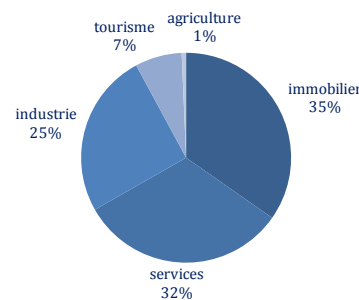
- L'activité crédit a été faible sur la période 2010-2013 et les encours de crédits de la BH n'ont progressé en moyenne que de 1,4% contre 6,7% pour le secteur. En 2014, la BH est revenu à ses performances antérieures et a enregistré une progression de 14,1% de ses encours de crédits (contre 8% pour le marché) et a consolidé sa place de 5ème banque en termes de crédits avec une part de marché de 10,5%.
- En 2013, 48% des encours de la banque sont octroyés aux particuliers confirmant son statut de banque des particuliers. Au niveau de la répartition sectorielle, la banque est principalement exposée au secteur immobilier (32% acquéreurs et 12% promoteurs), une part qui est en train de baisser passant de 51% en 2009 à 44% en 2013.

Croissance des crédits (MDT)



Source : Etats financiers de la BH et BP du document de référence BH 2015

Exposition sectorielle en 2013



Source : rapport d'activité BH, 2013

- Hormis l'immobilier, la banque ne présente pas un risque de surexposition à un secteur donné. Bien au contraire, elle présente l'avantage d'une bonne diversification sectorielle, lui permettant de mieux appréhender le risque environnemental actuel.
- Sur les prochaines années, le management table par prudence sur un rythme de croissance des crédits autour de 9,2% tout en continuant à assainir son portefeuille. Cette progression nous semble réaliste car la banque a su se diversifier courant la première décennie des années 2000 et a déjà réalisé auparavant de telles progression (TCAM 2005-2010 de 9,3%) alors que le réseau était limité et la banque était sous une gestion purement étatique.
- Donc après une pause post révolution (2011-2013), la banque revient sur la scène du financement des secteurs de l'industrie et du commerce et d'ailleurs les recommandations du Full Audit on confirmé cette politique de diversification sectorielle qui va être relancée. La structure cible des crédits sera de 60% en crédits aux entreprises et 40% en crédits aux particuliers.
- Ceci étant, le ratio Dépôts/Crédits restera au-dessous de 100% tout au long de l'horizon de prévision pour passer de 80,7% en 2013 à 90,6% en 2018, ce qui contraindra la banque à avoir une trésorerie serrée et à recourir au marché interbancaire pour se financer.

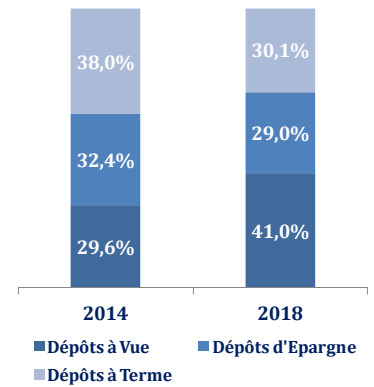
3- La qualité du portefeuille

Après avoir réussi en 2009 à se conformer aux ratios prudentiels exigés par la BCT en termes de qualité de portefeuille, la banque a changé radicalement à partir de 2010. En effet, dans un contexte de dégradation de la conjoncture économique et d'une amplification du risque qui pèse sur certains secteurs de l'économie, la BCT a tiré la sonnette d'alarme sur la politique de couverture employée par le secteur par le passé. Non loin de satisfaire les exigences des autorités mais aussi de se conformer aux recommandations de la mission de Full Audit, la BH s'est vu contrainte de procéder à un reclassement de ses créances en 2014, ce qui a engendré:

- Une hausse du **volume des créances classées** à 1 218 MDT, en hausse de 41% par rapport à 2012 et quasiment 3x le niveau de 2009! A ne pas oublier aussi qu'une partie de cette hausse provient du changement de méthode dont l'impact a été de 107 MDT.
- Une enveloppe de **provisions sur créances classées** de près de 250 MDT contre 96 MDT en 2012. Avec un taux de couverture de 65,3% en 2013 et de 69,2% attendu en 2014, la banque n'est tout de même pas très loin du ratio prudentiel exigé par la BCT mais le plus gros des efforts reste à faire sur le taux des créances classées. Ce taux est estimé passer de 21,5% en 2014 à 14,34% en 2018, grâce à la politique d'assainissement du portefeuille crédits.

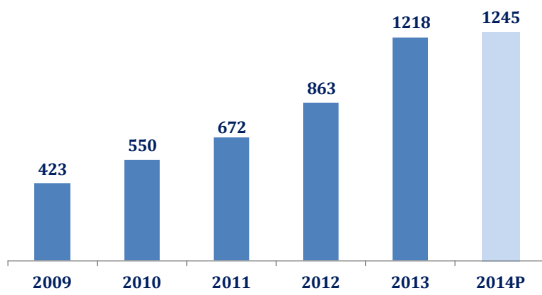
Donc, entre objectifs de rentabilité et assainissement du portefeuille, la politique de la BH reste à surveiller particulièrement dans un contexte où la fébrilité économique est encore pesante gérant un risque d'augmentation des créances classées.

Structure des dépôts en 2014



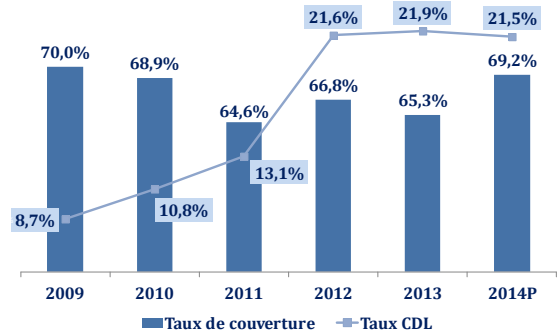
Source : Document de référence BH 2015

Evolution des créances classées (MDT)



Source : Etats financiers de la BH et BP du document de référence BH 2015

La qualité du portefeuille crédits de la BH

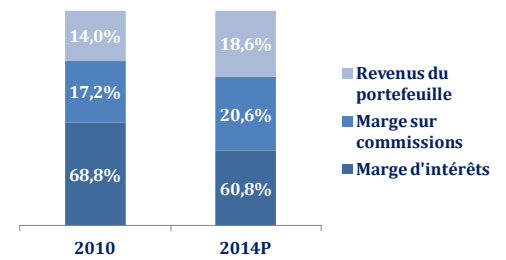


Source : Etats financiers de la BH et BP du document de référence BH 2015

4- Le PNB

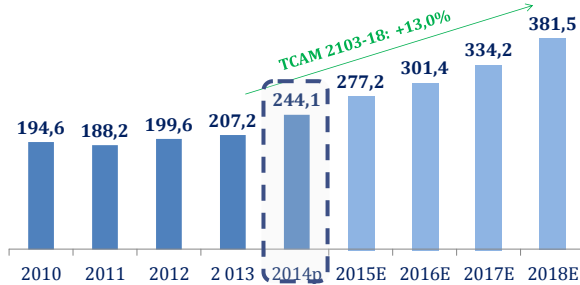
- Après une croissance annuelle moyenne plate de 2,1% sur la période 2010-2013 suite à la faible croissance de l'activité, le PNB de la BH a rebondi en 2014 pour afficher une croissance annuelle de 17,8%, la meilleure de son secteur.
- A l'instar de l'ensemble du secteur, l'essentiel du PNB provient de la marge d'intermédiation. Malgré la hausse du TMM en 2014 de 23 Pb par rapport à 2013, le poids de la marge d'intérêt de la BH a baissé à 60,8% en 2014 contre 71% en 2013 au profit des revenus du portefeuille qui représentent désormais 18,6% du PNB (contre 11,2% en 2013). Cette amélioration de la contribution des revenus du portefeuille provient d'un renforcement (+146% en 2014) de son portefeuille par des placements en BTA. Les commissions nettes contribuent désormais à hauteur de 20,6% dans le PNB contre une moyenne de 17,6% sur les trois derniers exercices. L'orientation de la BH vers les revenus hors intérêt la préserve, contre les fluctuations du TMM et assure une certaine stabilité des revenus.

Structure du PNB de la BH



Meilleure hausse du PNB sous l'effet de la progression des revenus hors intérêts.

Evolution du PNB de la BH (MDT)



Source : Etats financiers de la BH et BP du document de référence BH 2015

- Sur les années à venir, et au vu du rythme de la croissance intrinsèque, le PNB de la banque affichera un trend de 13%, supérieur aux performances passées. La croissance du PNB émanera également des commissions reçues. A travers la promotion de nouveaux produits, la banque table sur une progression moyenne annuelle de 19,7% de ses commissions nettes mais aussi sur la nette augmentation des produits sur portefeuille BTA. Ces revenus hors intérêts constitueront à l'horizon de 2018, 46,3% du PNB contre 39,2% à fin 2014.

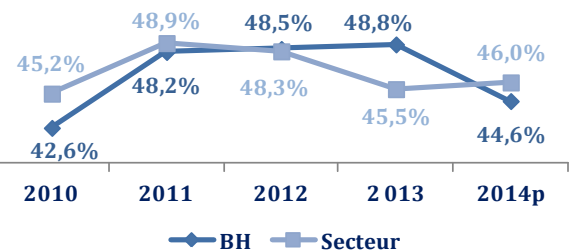
- Les primes de cette croissance se sont confirmées au 1T2015 avec un PNB en croissance de 23,8%, soit la plus forte hausse du secteur (Hors BTE).

5- La productivité

- La BH a toujours eu un coefficient d'exploitation plus bas que les deux autres banques publiques et sur la même lignée que la moyenne du secteur. En 2014, la BH a même dépassé plusieurs banques privées (BIAT, ATB, Attijari Bank) en la matière grâce à la forte progression de son PNB alors que les charges d'exploitation n'ont évolué que de 7,7%.
- Pour renforcer sa rentabilité d'avantage, la BH va continuer à améliorer sa productivité grâce à la croissance organique mais aussi grâce à une optimisation des charges suite à la refonte du système d'information et le plan de redéploiement des ressources humaines.
- Ainsi, les charges opératoires évolueraient à un rythme de croissance inférieur au PNB et la banque devrait retrouver d'ici 2016, ses niveaux de productivité d'avant la révolution et même mieux.

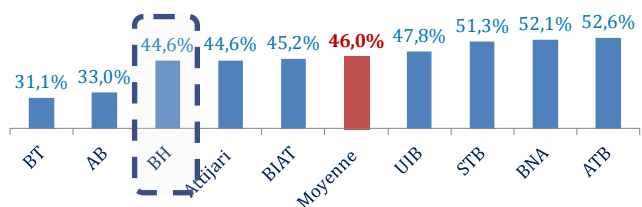
La meilleure productivité parmi les banques publiques et meilleure que certaines banques privées.

Evolution du Coefficient d'exploitation de la BH



Source : Etat financiers et Indicateurs d'activité au 31/12/2014 des banques et MAC SA

Coefficient d'exploitation des banques en 2014

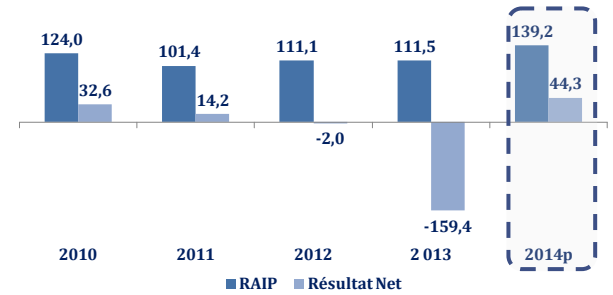


Source : Indicateurs d'activité au 31/12/2014 des banques et MAC SA

6- Résultat net

Suite à la nette progression du PNB et l'allègement du poids des provisions (une enveloppe qui pèserait à hauteur de 30% du PNB en 2014), la BH devrait renouer en 2014 avec les bénéfices pour dégager aux environs de 44 MDT. Ce niveau de bénéfice permettrait à la banque d'afficher un ROE de 16,3%, un niveau de rentabilité correct comparé à la rentabilité moyenne des banques privées (18,8% en 2013).

Evolution des bénéfices de la BH

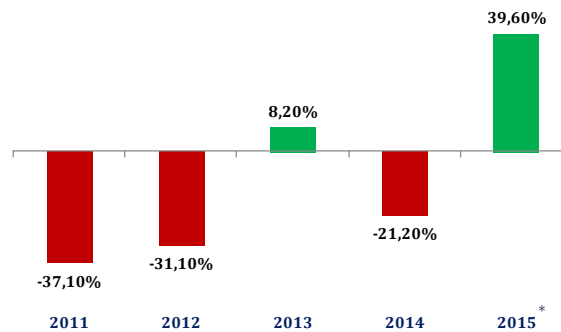


Source : Etats financiers de la BH et BP du document de référence BH 2015

7- Comportement Boursier et Recommandation de MAC SA

- Après la débâcle post révolution, le titre BH retrouve un trend haussier depuis le début de 2015. Aujourd'hui la banque cote à 14,3 DT, soit une capitalisation boursière de 257MDT (soit un P/E2014e de 5.8x et un P/B2014e de 0,95x des multiples nettement au-dessous de la moyenne du secteur 12,3x et 1,7x respectivement).
- A la lumière des conclusions dégagées par l'audit complet, la banque a entamé un plan de restructuration qui lui permettra d'affirmer sa place dans le paysage bancaire tunisien : (1) Recapitalisation par le renforcement de ses fonds propres avec une augmentation de capital (110 MDT en numéraire) et un emprunt obligataire subordonné (90 MDT) afin d'atteindre un ratio Cooke de 10% et disposer des moyens nécessaires pour son développement, (2) Assainissement de son bilan : la banque devrait céder ses créances contentieuses à sa filiale de recouvrement et à l'AMC, (3) Changement du mode de gouvernance par le passage d'une gestion publique à une gestion privée à travers la séparation des fonctions de Directeur Général et de Président du Conseil; (4) Refonte du système d'information et articulation en systèmes métiers (monétaires, crédits, etc.), (5) Développement commercial avec un renforcement de l'offre et une meilleure présence territoriale par l'ouverture de 50 agences sur les ans à venir et (6) une nouvelle politique de Ressources humaines qui accompagnera toute la restructuration.
- Avec cette restructuration, la BH ambitionne de retrouver son positionnement sectoriel d'avant la révolution, d'améliorer sa rentabilité en renouant avec les bénéfices tout en améliorant sa qualité d'actifs. Cette restructuration semble avoir bien convaincu les investisseurs puisque le cours BH a gagné plus de 39% depuis le début de l'année, soit la meilleure progression du secteur bancaire à ce jour !!! Certes, que le titre reste pénalisé par les déficits antérieurs et le caractère de banque publique, mais le cours a touché un plancher de 9,85 DT en 2014 et a perdu près de la moitié de sa valeur depuis le 1er janvier 2011.

Performance du titre BH



* en date du 05 MAI 2015

- Au vu de tous ces éléments, nous recommandons le titre à l'**ACHAT**. Conscients que les exigences de la BCT peuvent encore durcir sur les prochaines années et que la recapitalisation peut prendre plus de temps que prévu, notre recommandation est placée sur un horizon d'un an, afin de récolter les fruits d'une croissance mûre et saine. Notre cours cible est de 27,6 DT, soit le niveau de cours de la BH d'avant la révolution ce qui correspond à un P/E 2014e de 11,2x contre 12,2x pour le secteur bancaire !!!!!

En MDT	2012	2013	2014P	2015E	2016 E	2017E	2018E	TCAM	2013-2018
Dépôts	3 758,0	4 071,5	4 622,3	5 201,5	5 686,8	6 234,9	6 871,0		11,0%
Crédits	4 346,6	4 178,6	4 783,9	5 162,1	5 529,6	5 977,6	6 498,0		9,2%
Marge d'interets	140,5	147,1	148,4	167,2	172,9	184,1	205,0		6,9%
Commissions Nettes	35,4	36,94	50,35	56,34	64,84	76,37	90,72		19,7%
Revenus du portefeuille	23,8	23,2	45,3	53,6	63,7	73,8	85,8		29,9%
Produit Net Bancaire	199,6	207,2	244,1	277,2	301,4	334,2	381,5		13,0%
Charges Opératoires	96,7	101,1	108,9	118,5	113,2	110,3	117,4		3,0%
Résultat avant Impôts et Provisions	111,1	111,5	139,2	162,5	184,1	211,4	244,8		17,0%
Provisions	111,7	270,2	74,8	73,2	67,9	70,5	71,1		-23,4%
Résultat Net	- 2,0	- 159,4	44,3	64,4	80,5	97,2	119,9		ns

Source : Etats financiers de la BH et BP du document de référence BH 2015

MAC SA Intermédiaire en Bourse
Département Recherches et Analyses

Salma Zammit Hichri

Chef du département
 salma@macsa.com.tn

Ahmed Ibrahim Cherif

Analyste Financier Senior
 ibrahim@macsa.com.tn

Abdelmonam Jebali

Analyste Financier Junior
 abdelmonam@macsa.com.tn

Rahma Tayachi Lakhoua

Analyste Financier Junior
 Rahma.tayachi@macsa.com.tn

INFORMATIONS IMPORTANTES

Ce document n'est pas une offre, sollicitation ou recommandation à l'achat ou à la vente du titre mentionné.

Les jugements et estimations constituent notre réflexion personnelle et sont sous réserve de modifications sans préavis préalable. Elle s reflètent les opinions des analystes et peuvent coïncider ou pas avec les réalisations de la société. Les informations contenues dans le présent document sont obtenues de sources considérées fiables mais ne peuvent pas être garanties quant à leur précision.

MAC SA se désengage de toute responsabilité quant à l'inexactitude ou omission de ce ou tout autre document préparé par MAC SA au profit ou envoyé par MACSA à toute personne. Toute personne susceptible d'utiliser ce présent document est appelée à mener sa propre enquête et analyse de l'information contenue dans ce document et d'évaluer les bien-fondés et les risques liés au titre qui constitue le sujet de ce ou autre tel document.

MAC S Ase dégage de toute responsabilité d'une perte directe ou conséquente suite à l'utilisation de Ce document .

MAC SA n'a pas reçu et ne percevra aucune compensation de la part des sociétés mentionnées ou autre tiers pour la préparation du présent document.

Ce document vous est fourni uniquement pour votre information et ne devrait en aucun cas être reproduit ou redistribué à toute autre personne.

En acceptant ce rapport vous êtes tenus par les limitations précitées.

Recommandation de MAC SA	Définition
ACHETER	Cours cible de la valeur est > 10% par rapport au cours actuel
CONSERVER	Cours cible de la valeur est entre 10% et -10% par rapport au cours actuel
VENDRE	Cours cible de la valeur est < -10% par rapport au cours actuel