

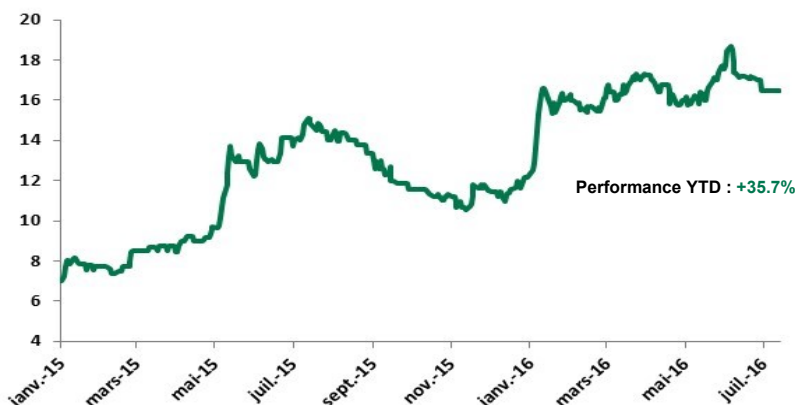
Capitalisation Boursière : 561 MDT

Prix : 16.490 DT

### Ratios boursiers au 16/07/2016

	BH	Secteur bancaire
PER <sub>2015</sub>	6.9x	15.1x
PER <sub>2016e</sub>	6.3x	9.9x
P/B <sub>2015</sub>	1.2x	1.4x
P/B <sub>2016e</sub>	1.0x	1.3x
Yield <sub>2016e</sub>	2.4%	3.5%
ROE <sub>2015</sub>	15.6%	16.1%

Évolution du cours boursier du titre BH sur les deux dernières années



Si l'on fait le bilan de la BH un an après sa recapitalisation, le constat est plutôt rassurant:

- **Sur le plan stratégique** : la banque a clôturé avec succès son processus de recapitalisation comportant une injection de fonds propres de 110MDt et l'émission de deux emprunts obligataires subordonnés totalisant 150MDt. Les fruits de cette recapitalisation sont d'ores et déjà perceptibles au niveau des ratios prudentiels qui sont désormais conformes à la réglementation en vigueur.
- **Au plan financier** : La banque a affiché une bonne résistance face à un contexte économique et monétaire particulièrement tendu. Sa nouvelle dynamique commerciale est d'autant plus à saluer qu'elle s'est accompagnée d'une amélioration sensible de la qualité du portefeuille.

### Retour sur les performances de la banque sur la période 2011 - 2015.

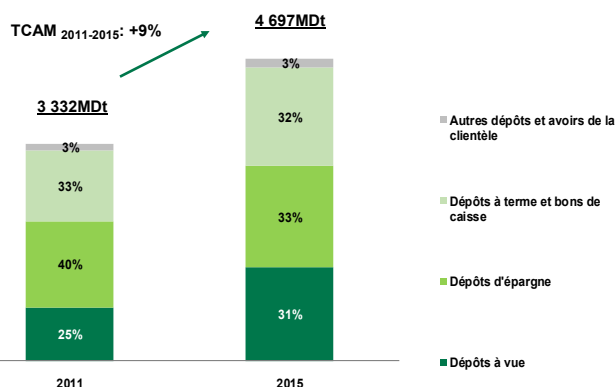
#### ■ Réalisations récentes: concilier rigueur et croissance

##### 1) Les dépôts

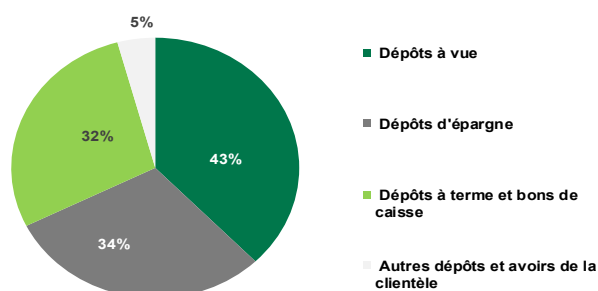
Sur les cinq dernières années et malgré un contexte d'assèchement de liquidité, la Banque de l'Habitat a continué ses efforts de collecte enregistrant une croissance supérieure à la moyenne du secteur (9% pour la BH contre une progression moyenne de 7% pour le secteur). Cette performance a été, notamment, soutenue par l'extension du réseau qui s'est enrichi d'une vingtaine d'agences depuis 2011. Avec une part de marché de 10%, à fin 2015, la banque étatique se classe en 6<sup>ème</sup> position dans le palmarès de la collecte.

Pour pallier à la cherté de ses ressources, la banque a déployé des efforts notables pour diversifier la structure de ses dépôts, privilégiant davantage les maturités les plus courtes, faiblement rémunérées. La part des dépôts à vue est, ainsi, passée de 25% en 2011 à 31% en 2015. Cette orientation s'est accompagnée d'un ralentissement de la collecte des dépôts d'épargne dont le poids est revenu de 40% en 2011 à 33% en 2015. En dépit des efforts considérables fournis par la banque, cette dernière continue à afficher un coût apparent des ressources plus élevé par rapport à la concurrence (un coût de 4,21% par rapport à une moyenne sectorielle de 3.13%).

Evolution de la structure des ressources de la BH entre 2011 et 2015



Structure des ressources du secteur bancaire coté en 2015\*



\*: L'échantillon de référence n'inclue pas Wifack International Bank qui n'a pas encore démarré son activité de collecte de dépôts en 2015.

Sur les quatre prochaines années, le dernier business plan publié par la banque table sur une croissance annuelle de 13% des dépôts, grâce, notamment, à l'extension de son réseau d'agences (+10 agences en moyenne par an pour atteindre 150 agences d'ici 2019).

## 2) Les crédits

En dépit de la morosité ambiante, la BH a maintenu une politique active d'octroi de crédits. Les encours de crédits ont enregistré une progression moyenne de 6% sur les cinq dernières années. Un rythme de croissance en ligne avec la moyenne du marché, et qui s'est accéléré, depuis 2014, en perspective de l'opération de recapitalisation (+13% en moyenne sur les deux dernières années). Avec un volume de crédits de 5.3 milliards de dinars, la BH se classe en milieu de tableau (en 5<sup>ème</sup> position) avec une part de marché de 11%.

Outre la quête des parts de marché, la croissance des crédits est motivée par la volonté de diversifier les engagements. En réduisant son exposition au secteur immobilier à 38% en 2015, la banque a déjà atteint l'objectif fixé pour 2019 (taux cible de 40%).

Dans l'avenir, la banque espère continuer à renforcer son positionnement sur les autres secteurs de l'économie et réaliser une hausse moyenne de son encours de crédits de 5%, sur la période 2015-2019.

## 3) Le PNB

Sur le dernier quinquennat, la BH a réalisé une croissance annuelle moyenne de 9% de son PNB à 266MDt. Une performance en ligne avec la moyenne du secteur et qui a été, principalement, alimentée par la marge d'intérêt. La banque affiche une proportion moyenne de ses revenus d'intérêt supérieure à la moyenne du secteur (une pondération de 58% contre 54% pour le secteur, à fin 2015). Dans un contexte de baisse des taux d'intérêt, la BH s'est focalisée sur les produits de placement pour booster son PNB. Alors que la contribution de l'activité de crédit « classique » dans le PNB a continué à se rétracter (-11 points de pourcentage à 58% de 2011 à 2015), le poids des revenus de portefeuille a presque doublé à 22%.

Sur la période restante du business plan, la banque compte poursuivre la diversification de ses sources de revenus atteignant un rythme de croissance supérieur à la moyenne historique (+12% sur la période 2015-2019).

## 4) La productivité

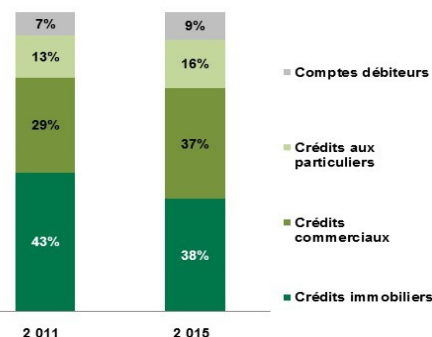
La productivité de la banque s'est nettement améliorée et ce, en dépit de l'élargissement du réseau d'agences. La bonne orientation du PNB a permis à la banque d'améliorer - mécaniquement - sa productivité. Par ailleurs, à partir de 2014, la banque a déployé des efforts importants pour maîtriser ses frais généraux. La banque a, ainsi, atteint un coefficient d'exploitation de 47% (tenant compte des dotations aux amortissements) qui la place dans le Top 3 des banques les plus productives de la place. Sur les prochaines années, la banque compte mettre en place un programme de restructuration des ressources humaines, pour comprimer les charges de personnel et converger vers un coefficient d'exploitation de 38% d'ici 2019.

## 5) La qualité de portefeuille

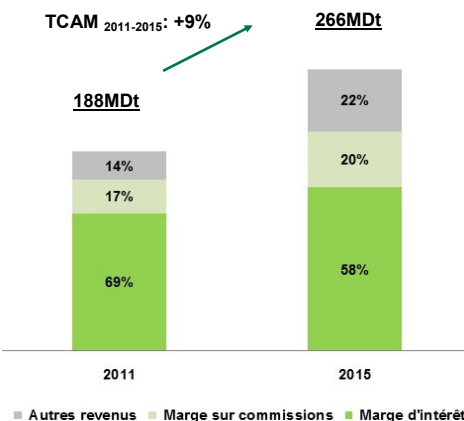
A l'instar de ses consœurs de la cote, la Banque de l'Habitat n'a pas été épargnée par les contrecoups de la conjoncture post-Révolution. La qualité de portefeuille s'est dégradée et le taux des créances classées a suivi un trend haussier atteignant un pic de 21.6% en 2013. Pour assainir son bilan, la banque a dû constater des provisions sur créances de 311MDt, faisant plonger le déficit de l'année à 220MDt.

L'année 2015 a connu le démarrage d'un programme d'assainissement du portefeuille des créances à travers une revue de la filière recouvrement et la mise en place de nouvelles orientations en matière de prise de risque de crédit. Cette stratégie semble porter ses fruits et la banque a pu atteindre un taux de créances classées de 17,5% à fin 2015. Conjuguée à une enveloppe moyenne de provisions de 63MDt, l'assainissement de portefeuille a hissé le taux de couverture à 73%; un niveau supérieur au seuil recommandé par la BCT (70%).

Evolution de la structure des crédits productifs entre 2011 – 2015



Evolution de la structure du PNB entre 2011 et 2015



Dans l'avenir, la banque projette de continuer la maîtrise de son risque pour atteindre un taux de créances classées de 12.9% à l'horizon 2019.

## 5) La rentabilité

L'assainissement majeur du portefeuille opéré en 2013 a permis à la banque de renouer avec les bénéfices à partir de 2014 et de retrouver de nouveaux paliers de rentabilité. La BH a bouclé l'année 2015 sur un résultat de 70,5MDt, soit un dépassement de 9% par rapport aux prévisions initiales. Un niveau qui contribuera à renflouer les fonds propres de la banque (ratio Cooke de 10,3% contre 4,7% en 2014).

Au niveau consolidé, la société mère demeure le principal moteur de la croissance des bénéfices du groupe. Certes, si certaines des filiales (principalement la Tunisian Foreign Bank) continuent à pénaliser la rentabilité consolidée, la contribution des autres entités du groupe reste globalement positive. En 2015, le résultat net part du groupe a pu doubler à 82.5MDt, en 2015.

Rappelons que la BH détient, depuis 2009, une participation de 43% dans le capital de la TFB qui est provisionnée à hauteur de 59%, à fin 2015. Après avoir aligné plusieurs exercices déficitaires, la situation de l'institution française est aujourd'hui mise à mal et nécessite une injection de fonds de 5 millions d'euros, selon les premières estimations. La BH a décidé de soutenir la recapitalisation de la TFBank à hauteur de 2.5 millions d'euros.

### ■ Prévisions 2016 et perspectives d'avenir: repartir sur des bases plus solides

Malgré la conjoncture sectorielle délicate, le management de la BH reste confiant sur l'aboutissement du plan de restructuration de la banque. Interrogé sur les projections de 2016, l'équipe de direction a réitéré sa volonté de s'aligner sur le business plan initial.

Pour notre part, nous estimons qu'après une première année « test », la situation de la Banque de l'Habitat tranche clairement avec le passé. 2016 sera vraisemblablement une nouvelle année porteuse de changements : Poursuite de développement commercial, rationalisation de collecte, diversification de l'exposition sectorielle, refonte du système d'information, acquisition d'un système de notation de crédits, mise en place d'un plan social ... sont autant de chantiers auxquels la banque souhaite s'attaquer pour se positionner dans un secteur bancaire de plus en plus concurrentiel. Ainsi et compte tenu des réalisations au premier trimestre 2016, nous tablons sur une croissance du PNB de 12% à 300MDt et un résultat net part du groupe en hausse de 8% à 88.8MDt.

### ■ Comportement boursier et opinion de Tunisie Valeurs:

Depuis l'annonce du projet de recapitalisation, le cours du titre BH a suivi un trend haussier plaçant le titre au 4<sup>ème</sup> rang dans le palmarès 2015 du marché actions avec une performance de 84%. En 2016, les publications rassurantes de la banque ont continué à alimenter l'intérêt des investisseurs pour le titre, cumulant à ce jour une envolée de 36%.

Présentement et avec une capitalisation de 561MDt, le titre BH se traite à des niveaux de valorisation attrayants comparativement à la moyenne sectorielle, et ce aussi bien en terme de multiple de P/B (multiple P/B 2015 de 1.2x contre 1.4x pour le secteur coté) que de PER (P/E 2015 de 6.9x pour la BH contre 15.1x pour le secteur).

Sans compter la distribution de dividendes tant attendue par le marché, (Yield 2016<sup>e</sup> de 2.4%), le relance commerciale et l'amélioration du profil de risque ne manqueront pas de soutenir le parcours boursier du titre.

**Nous réitérons notre recommandation à l' « Achat » sur le titre BH.**

#### Business Plan :

En KDT	2013	2014	2015	2016e	2017p
<b>Créances sur la clientèle</b>	4 178 551	4 766 184	5 342 413	5 721 724	6 185 183
<i>Progression</i>		14,1%	12,1%	7,1%	8,1%
<b>Dépôts clientèle</b>	4 071 526	4 634 049	4 696 798	4 898 761	5 119 205
<i>Progression</i>		13,8%	1,4%	4,3%	4,5%
<b>PNB</b>	207 244	245 921	266 462	298 971	330 363
<i>Progression</i>		18,7%	8,4%	12,2%	10,5%
Dotations aux provisions	270 205	90 295	73 024	74 713	79 193
Frais généraux	109 140	120 851	124 928	130 421	136 247
<i>Coefficient d'exploitation</i>	53%	49%	47%	44%	41%
<b>Résultat net</b>	- 220 139	50 298	70 584	81 454	91 310
<i>Progression</i>		-122,8%	40,3%	15,4%	12,1%
<b>Résultat net part du groupe</b>	- 211 000	55 301	82 541	88 804	99 027
<i>Progression</i>		-126,2%	49,3%	7,6%	11,5%

#### Département Recherches & Etudes

Rym GARGOURI BEN HAMADOU

Lilia KAMOUN TURKI

Hamza BEN TAARIT

Mail : recherche@tunisievaleurs.com

Tel : 71 189 600 - 71 189 630

Estimations de Tunisie Valeurs

www.tunisievaleurs.com