

La BNA, des signes pour demain...

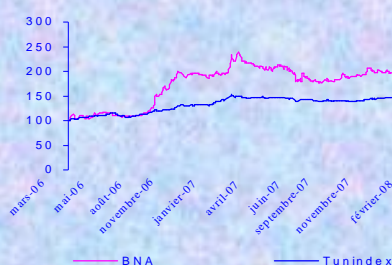
Investment Highlights

- ✚ S'étant engagée dans des efforts soutenus en matière de provisionnement et de restructuration, la banque pourrait voir sa rentabilité hisser à de hauts paliers. D'éventuelles évolutions dans le secteur agricole pourraient également booster les bénéfices de la banque.
- ✚ Contrôlée à hauteur de 68,7% par l'Etat tunisien, la BNA restera toujours assurée par son soutien en cas de difficulté.
- ✚ Grâce à un large réseau d'agences, la BNA est qualifiée de banque de proximité, assurant une large gamme de produits et services bancaires.
- ✚ La BNA, seconde banque de la place en termes de total bilan, des crédits à la clientèle et de dépôts de la clientèle, et troisième en terme de PNB, est une banque à forte notoriété.
- ✚ Banque universelle, la BNA n'a cessé de conforter sa position sur les différents segments du marché opérant dans les différents secteurs de l'activité économique avec une expertise reconnue et un savoir faire particulier dans le financement du secteur agricole.
- ✚ Avec l'augmentation de la demande mondiale de matières premières notamment des produits agricoles (céréales, lait, substituts du pétrole...), les banques impliquées dans le financement agricole seront plus sollicitées et de ce fait, l'expertise et le savoir faire de la BNA serait un atout de taille pour profiter et s'adapter aux impératifs du moment.
- ✚ Acquérir le titre BNA c'est miser sur une banque universelle de notoriété reconnue avec un fort potentiel de développement et un soutien des pouvoirs publics.
- ✚ Une valorisation attrayante du titre BNA du fait que le prix actuel n'incorpore aucune prime de restructuration.

1^{er} avril 2008 (Cours = 8,860 DT)

Recommandation	Acheter
Valeur	BNA
Secteur	Bancaire
Nombre d'actions	20 000 000
Valeur Nominale	5 DT
Capital Social	100 000 000 DT
Actionnaire majoritaire	L'Etat tunisien
+ Haut des douze derniers mois	9,600DT
+ Bas des douze derniers mois	7,950 DT
ROE (Trailing 2007)	4,98%

Performance du titre BNA // Tunindex



Valorisation et Recommandation

Placer dans le titre BNA équivaut à miser sur une banque universelle de notoriété publique ayant une expertise dans le financement du secteur agricole, appelé à connaître une évolution favorable. Acquérir le titre BNA peut être considéré comme étant un investissement stratégique. Côté valorisation, l'action BNA se transige à 9,3x ses bénéfices trailing, soit une valorisation nettement en dessous de la moyenne sectorielle (17x). Ce constat est aussi bien confirmé par le comparable de l'actif net corrigé qui s'est établi à 0,48x, pour un PBK sectoriel de 1.

Nous recommandons d'acheter le titre BNA.

Tableau Sommaire

Année	Multiple de l'Actif (x)	Multiple du PNB (x)	Multiple du Résultat d'exploitation (x)	BPA (DT)	PER (x)	Div (DT)	Yield (%)	FPA (DT)	PBK (x)
2004	0,025	0,723	15,091	0,313	31,35	-	-	34,616	0,283
2005	0,021	0,602	0,075	0,403	11,03	0,600	6,740	17,606	0,253
2006	0,020	0,978	4,631	0,816	10,53	0,800	4,650	18,293	0,470
Trailing 2007	0,039	0,961	8,408	0,947	9,351	-	-	18,423	0,481

Cette analyse repose largement sur une étude sectorielle et une approche d'évaluation développées dans la revue de Maxula Bourse (N°1).

Présentation de la Banque

La Banque Nationale Agricole a été créée par l'Etat tunisien en 1959 dans le but d'unifier le crédit agricole et d'encourager le développement de l'agriculture. Accompagnant le développement du pays, elle a vu son intervention englober à tous les secteurs économiques. Son capital de 100 MDT, est contrôlé à hauteur de 18,11% par l'Etat tunisien et à 31,89% par des entreprises publiques. La BNA est dotée d'un large réseau commercial, comptant 147 agences, couvrant tout le territoire tunisien. La BNA est la seule banque qui finance pleinement le secteur agricole en Tunisie.

Notation de la BNA

En octobre 2007, Fitch Ratings a confirmé la note de soutien extérieur « 2 » attribuée à la BNA : cette note reflète la forte probabilité que l'Etat tunisien, principal actionnaire de la banque, apporte son soutien à la BNA en cas de nécessité.

Stratégie de la Banque

Au titre de l'exercice 2006, la BNA a poursuivi sa politique commerciale basée sur la conservation de sa clientèle actuelle tout en explorant de nouveaux segments et en créant de nouveaux produits et services qui peuvent faire face à la concurrence ardue que se livre l'ensemble des banques. De même, la banque compte s'orienter vers des segments qui présentent de fortes marges et par la même, diversifier le risque de la banque en matière d'octroi de crédits.

En matière de stratégie interne, la BNA s'est tracée l'objectif, en cours d'application, de rénover son système d'information et d'organisation, de renforcer les métiers de marché et de se mettre en conformité avec Bâle II.

Effectif

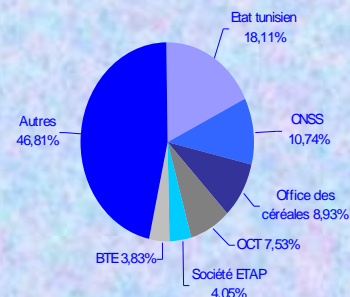
La BNA s'est lancée, depuis quelques années, dans un programme basé sur les départs volontaires à la retraite, la promotion de la polyvalence, la rotation interne du personnel, ainsi que la gestion participative via l'implication des responsables opérationnels par la décentralisation. En 2006, l'effectif de la banque a été réduit à 2 687 contre 2 767 en 2005.

Positionnement de la banque en 2006

En terme de total bilan, la BNA est classée 2^{ème} par rapport aux banques cotées de la place, avec un total actif de 4 491MDT et 3^{ème} en terme de PNB. Malgré des parts de marché assez importantes atteignant les 16% du côté des crédits accordés à la clientèle, et 15,5% du coté des dépôts de la clientèle, la BNA n'a dégagé qu'un bénéfice de 16,3MDT, suite à un effort important de provisionnement, se classant 7^{ème} du secteur mais compte sur une amélioration substantielle de son résultat de l'année 2007.

Les ratios de rentabilité de la BNA, bien qu'ayant enregistré une amélioration par rapport à 2005, s'affichent à des niveaux en dessous de la moyenne sectorielle, la BNA a enregistré un ROA de 0,36% et un ROE de 4,46% pour des moyennes sectorielles respectives de 1,05% et de 9,55%.

Structure de l'actionnariat au 25-03-2008



Fitch Ratings : Note de soutien extérieur « 2 » attribuée à la BNA.

Une stratégie commerciale axée sur la conquête de nouveaux segments et la diversification des secteurs financés par la banque.

Principaux Indicateurs	Rang BNA (2006)
Total Bilan	2
PNB	3
Part de marché Crédits à la clientèle	2
Part de marché Dépôts de la clientèle	2
Charges de Gestion	3
Coefficient d'exploitation	7
ROA	8
ROE	7
FP/ Actifs	10
Résultat Net	7
Résultat d'Exploitation	6
Liquidité	5
Provisionnement des créances classées	-

Source : Maxula Bourse

Concernant la qualité de ses actifs et en se référant à la BNA, on remarque que la banque affiche un taux de créances classées de 15,5%, et un taux de provisionnement correspondant à ces créances classées de 52%. Dans l'avenir, la BNA compte faire plus d'efforts afin de s'aligner aux normes dictées par la BCT, soit un taux de créances classées de 15%, et un taux de provisionnement de 70%, d'ici 2009.

Perspectives de développement de la banque

Au cours des prochains exercices, la BNA va poursuivre un double objectif, la réduction du taux des créances classées par la consolidation de son système de suivi des risques et le financement des secteurs les plus rentables. La banque compte aussi améliorer ses ratios de solvabilité et de rentabilité à long terme, particulièrement en adoptant une politique avisée en matière de provisionnement. Finalement, pour ce qui est de la collecte de dépôts et d'octroi de crédits, la BNA compte renforcer ses parts de marché.

Activité de la banque

Sources des Fonds de la banque

L'analyse du passif de la banque fait ressortir principalement deux sources de fonds : les dépôts et avoirs de la clientèle et les emprunts et ressources spéciales.

Les dépôts et avoirs de la clientèle constituent la principale ressource de la banque et représentent en 2006, 73,5% du passif de la BNA. Ces dépôts se sont accrus à un taux moyen de 11,8% par an pour passer de 2 358 MDT en 2003 à 3 301 MDT en 2006. L'accroissement du montant des dépôts de la clientèle en 2006 provient de la hausse des dépôts d'épargne (+8,7%) et de la progression des dépôts à terme (+7,4%). Par rapport au secteur, la BNA se classe 2ème, après la BIAT en détenant 15,57% de part de marché. Au titre de l'exercice 2007, les encours des dépôts se sont accrus de 9,9%, en provenance de l'augmentation des dépôts à vue et des dépôts d'épargne respectivement de 15,9% et 5,6%.

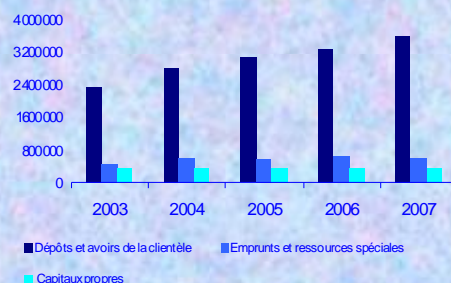
Les emprunts et ressources spéciales demeurent la deuxième source de la banque avec 13,95% du total passif, progressant de 6,9% par rapport à 2005. Cette hausse est le résultat conjugué de l'augmentation des ressources spéciales de la banque de 12,41%, et de la baisse des emprunts matérialisés (- 6,9%).

En 2006, le ratio de liquidité de la BNA s'est établi à 142,92% contre 131,04% en 2005, respectant ainsi les normes dictées par la BCT, à savoir un minimum de 100%.

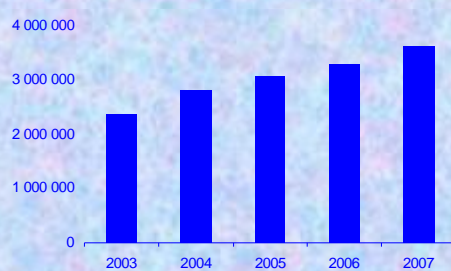
La BNA...Nourrir l'humanité

« Nourrir l'humanité ? Un défi bien plus complexe face au scandale des 850 millions de personnes qui ne peuvent manger à leur faim et aux trois milliards d'humains supplémentaires qu'il faudra nourrir en 2050. Cela frise l'impossible, alors que la planète va manquer d'eau, de terre et d'énergie, et que nous devons affronter les effets de nos inconséquences actuelles : réchauffement de la planète, pollution, érosion, perte de la biodiversité... », telle est la réalité du secteur agricole dans le monde présentée par Bruno Parmentier dans son ouvrage « Nourrir l'humanité : Les grands problèmes de l'agriculture mondiale au XXIe siècle ».

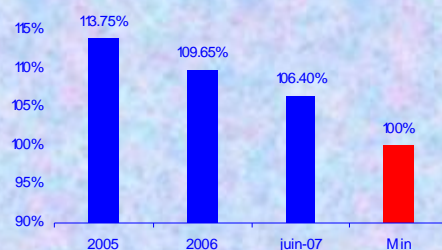
Evolution des ressources



Evolution des dépôts de la clientèle



Evolution du ratio de liquidité



Allocation de l'Actif

Les crédits à la clientèle constituent l'un des principaux emplois de la banque avec 74,5% de son actif. Sur la période 2003-2006, les crédits accordés à la clientèle ont progressé avec un taux moyen de 5,78%. En 2006, les crédits accordés par la BNA à sa clientèle ont augmenté de 7,1% par rapport à 2005, occupant ainsi le deuxième rang en terme de part de marché, soit 16%. Les crédits accordés à la clientèle sont ventilés entre les engagements commerciaux (74%) et les engagements agricoles (26%). Au titre de l'exercice 2007, les encours de crédit de la banque se sont accrus de 15,9% par rapport à 2006, pour s'établir à 3 874 MDT.

Constituant l'actif de la banque à hauteur de 17,6%, le portefeuille titres comprend : le portefeuille titres commercial, constitué quasi exclusivement de bons du trésor, qui a évolué de 129% par rapport à 2005 et le portefeuille d'investissement qui a enregistré une baisse de 2,9% par rapport à 2005 expliquée par la baisse des dettes publiques et le niveau du portefeuille participations. Au titre de l'exercice 2007, le portefeuille titres de la banque a évolué de 5,2%, suite à la hausse de 12,5% du portefeuille titres commercial combiné à une baisse de 2,7% de la valeur du portefeuille titres d'investissement.

Suivi des risques et qualité d'actif de la banque

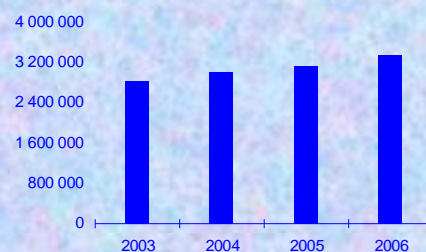
La qualité de l'actif de la BNA dépend des risques en courus par cette banque qui se trouvent affectés par le risque agricole.

La BNA a fait face à des difficultés en matière de qualité d'actif, et s'est lancée dans un effort de provisionnement qui a abouti à des résultats probants. Cependant, le taux de provisionnement des créances classées s'établit en 2006 à 52% (Source : BNA), en deçà des exigences de la BCT (70%) en 2009. Le taux des créances non performantes de la banque est passé d'environ 21% à 15,5% entre 2004 et 2006, soit une amélioration de 5,5 points. L'objectif de la banque est d'atteindre un taux de créances classées de 12% à l'orée de 2011.

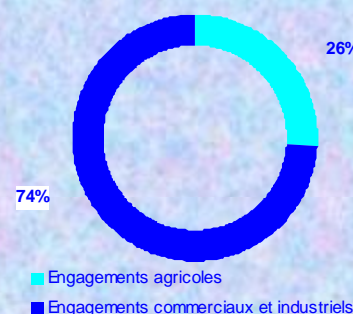
Le Produit Net Bancaire

Le produit net de la banque a considérablement évolué sur la période 2003-2006, enregistrant une croissance moyenne de 10%. En 2006, le produit net de la BNA s'est établi à 176 MDT, en progression de 18,9% par rapport à 2005. Cette croissance résulte essentiellement de la hausse des produits d'exploitation de la banque (+13,8%), et de la hausse moins importante des charges d'exploitation (+7,6%). Avec une part de marché de 14%, la BNA se classe troisième en terme de PNB avec une forte croissance en 2006. En 2007 le PNB a enregistré une hausse de 8,3%, passant ainsi à 191 481 mDT contre 176 775 mDT en 2006. En effet, les charges d'exploitation se sont accrues à un rythme plus élevé (+14,7%) que celui de la croissance des produits d'exploitation (+11%). L'exercice 2007 a été marqué par une hausse de 8,9% de la marge nette d'intérêts et presque une stagnation au niveau de la marge nette sur commissions (+1%). Le ratio de la marge nette d'intérêts s'est donc établi à 59,4%, et celui de la marge nette sur commissions à 21,9%.

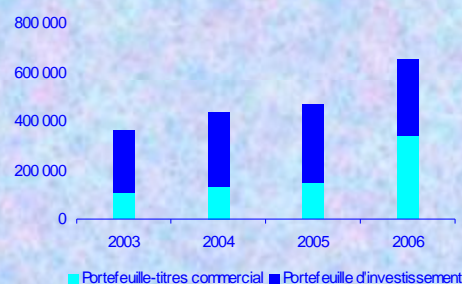
Evolution des crédits à la clientèle



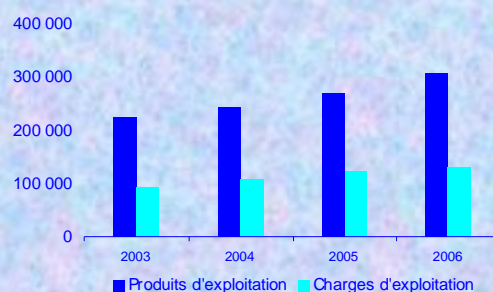
Répartition des crédits par secteur en 2006



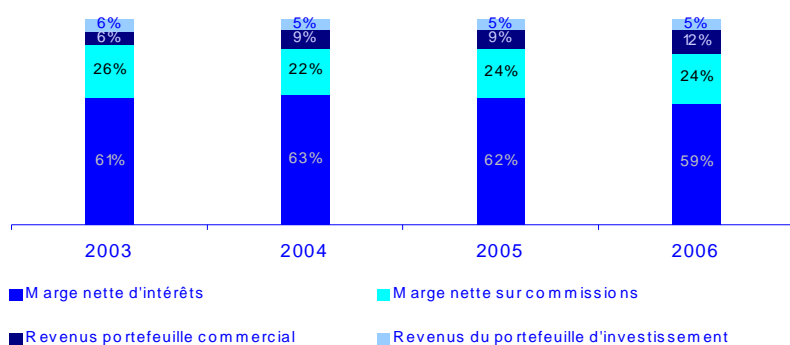
Composition du portefeuille titres (En mDT)



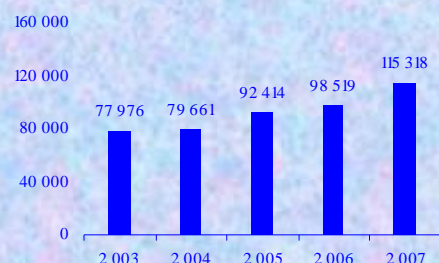
Evolution des produits et charges d'exploitation bancaire (En mDT)



Décomposition du PNB



Evolution du Produit Net Bancaire (en mDT)

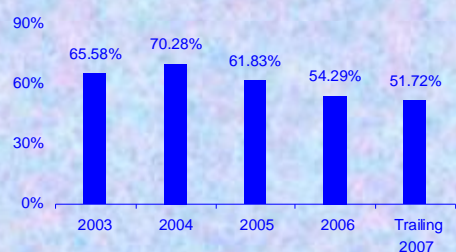


Efficacité Opérationnelle

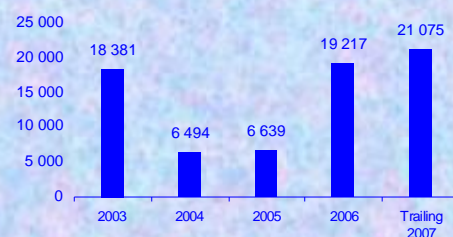
Le coefficient d'exploitation de la BNA s'est amélioré de près de 11%, passant de 65,6% en 2003 à 54,3% en 2006, grâce à une meilleure maîtrise des frais généraux et une progression importante du PNB (+ 10,1%) sur la période, mais reste toutefois en deçà de la moyenne du secteur (46,7%) et place la BNA en 7^{ème} position. L'exercice 2007 confirme cette tendance avec un niveau de progression des frais généraux de seulement 3,68%, contre 8,3% pour le PNB. Le coefficient d'exploitation de la BNA a suivi son trend baissier pour se situer à 51,72% et se rapproche ainsi de plus en plus de la moyenne du secteur.

Le résultat d'exploitation de la banque a largement fluctué sur la période 2003-2006, avec une croissance moyenne de l'ordre de 1,5%. En 2006, le résultat d'exploitation de 19,2 MDT, en hausse de 189,5% par rapport à 2005, place la BNA dans la moyenne sectorielle (20,2 MDT) et la classe 7^{ème}. En effet, la hausse conséquente du produit net (+10,1%) de la BNA a contribué à un effort plus important de provisionnement sur créances (34% du PNB). Au 30 Juin 2007, le résultat d'exploitation trailing de la BNA s'est élevé à 21 075 mDT.

Evolution du coefficient d'exploitation



Evolution du résultat d'exploitation (en mDT)



Etude de la rentabilité

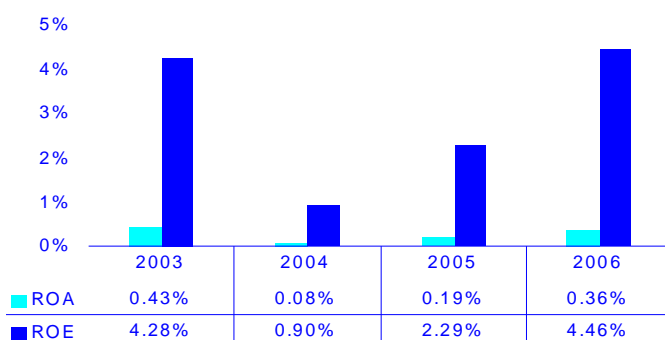
Sur la période 2003-2006, le résultat net de la BNA a connu une croissance moyenne de 3%. En 2006, le résultat net de la banque a atteint 16,3 MDT, en hausse de 102,4% par rapport à 2005. La BNA se trouve ainsi classée 7^{ème} sachant que la moyenne sectorielle est de 15MDT. Le résultat net trailing de la BNA s'est établi à 11 384 mDT au 30 Juin 2007. Au titre de l'exercice 2007, le résultat net de la banque devrait encore augmenter puisque, dans le cadre de la privatisation de Magasin Général, la cession des titres détenus par la BNA (30%) lui générera des plus values importantes.

La période 2003-2006 a été marquée par une timide évolution de la rentabilité des fonds propres de la banque, soit une hausse moyenne de 1,43%. Concernant l'exercice 2006, le ROE de la BNA a atteint 4,46%, gagnant ainsi 3 points de pourcentage par rapport à 2005. Cette bonne performance s'explique par l'amélioration du résultat net de la banque (+102,4%). Cependant, et comparativement au secteur, le ROE de la BNA est largement en dessous de la moyenne sectorielle qui est de 9,55%, et se classe ainsi 7^{ème}. Le ROE trailing de la BNA s'est élevé à 4,98% au 30 Juin 2007.

De point de vue rentabilité de l'actif, et sur la période 2003-2006, la BNA a affiché un ROA en baisse moyenne de 5,5%. En 2006, la rentabilité de l'actif de la banque s'est établie à 0,36%, largement en dessous de la moyenne sectorielle qui est de 1,05%. Le ROA trailing de la BNA s'est établi à 0,41% à la date du 30 Juin 2007.



Ratios de rentabilité



Points Forts

- ✚ Contrôlée à hauteur de 68,7% par l'Etat tunisien, la BNA restera toujours assurée de son soutien en cas de difficulté.
- ✚ Avec son large réseau d'agences, la BNA est une banque de proximité, disposant d'une riche gamme de services, visant les différents métiers de la banque et touchant une clientèle diversifiée.
- ✚ Un bon positionnement sur le marché.
- ✚ La BNA peut bénéficier des éventuelles évolutions favorables dans le secteur agricole.

Points Faibles

- ✚ Le niveau de créances classées
- ✚ Une couverture insuffisante des risques par les provisions.
- ✚ La BNA supporte le risque du secteur agricole.
- ✚ Relative importance des frais généraux et du coefficient d'exploitation par rapport au PNB.

Valorisation et recommandation

La BNA se transige à 9,3x ses bénéfices trailing, soit une valorisation nettement en dessous de la moyenne sectorielle (17x). Ce constat est aussi bien confirmé par le comparable actif net corrigé qui s'est établi à 0,48x, pour un PBK sectoriel de 1.

La BNA, seconde banque de la place en termes de total bilan, des crédits à la clientèle et de dépôts de la clientèle, et troisième en terme de PNB, est une banque omniprésente, de part son très large réseau d'agences. Pour ce qui est des fondamentaux, ils restent encore à améliorer, aussi des efforts soutenus sont fournis par la banque en vue de se conformer aux normes en vigueur. Si la BNA poursuit ses restructurations sur ce rythme, ses bénéfices pourraient en être boostés et sa rentabilité se trouvera hissée à des paliers supérieurs.

La BNA est une banque universelle de notoriété publique ayant un rôle actif dans le financement de tous les secteurs de l'économie avec une expertise exclusive dans le financement du secteur agricole, appelé à connaître une évolution favorable.

L'année 2006 constitue un sursaut au vu de l'accroissement du résultat d'exploitation de 189,5% et du résultat de l'exercice de 102,4% avec un effort de provisionnement de 34% du PNB en progression de 20%.

Ce sursaut a été confirmé en 2007. On peut dire que les signes de demain sont déjà là.

Nous recommandons l'achat du titre BNA.

Echelle de valorisation

Acheter : rendement attendu du titre supérieur à celui du secteur.

Conserver : rendement attendu du titre égal à celui du secteur.

Alléger : rendement attendu du titre inférieur à celui du secteur.

Le contenu et les informations fournis dans le cadre de cette publication ne sont d'aucune garantie, implicite ou explicite. La responsabilité de Maxula Bourse ne peut être retenue directement ou indirectement suite à l'utilisation des informations par les lecteurs. Les analyses diffusées par Maxula Bourse ne constituent qu'une aide à la décision.