

Compte de résultat

Chiffres en MDt	2017	2018	2019	2020	2021	2022e
Créances sur la clientèle	7 703,8	9 130,3	9 698,7	9 831,5	9 817,9	10 112,4
<i>Progression</i>	-	18,5%	6,2%	1,4%	-0,1%	3,0%
Dépôts clientèle	5 941,2	6 565,7	6 879,3	7 234,5	7 782,2	8 716,1
<i>Progression</i>	-	10,5%	4,8%	5,2%	7,6%	12,0%
PNB	387,4	455,7	492,9	506,8	569,5	598,0
<i>Progression</i>	-	17,6%	8,2%	2,8%	12,4%	5,0%
Dotations aux provisions sur les créances	45,6	71,0	68,5	171,6	126,2	150,0
<i>Coefficient d'exploitation</i>	42,8%	41,5%	41,4%	38,5%	39,2%	41,4%
Résultat net	115,5	136,3	141,6	72,9	134,7	149,6
<i>Progression</i>	-	18,0%	3,9%	-48,5%	84,7%	11,0%
Résultat net part du groupe	109,5	134,5	138,8	73,1	137,8	153,0
<i>Progression</i>	-	22,9%	3,2%	-47,4%	88,6%	11,0%

Sources: Etats financiers et prévisions de Tunisie Valeurs.

♦ La BH a publié au titre de l'exercice 2021 des résultats réconfortants. Le PNB a accéléré la cadence de croissance comparativement à 2020. L'activité d'intermédiation a affiché, en revanche, un bilan contrasté avec un léger repli de l'encours des crédits et une reprise de l'encours des dépôts. Ces deux évolutions s'inscrivent, sans doute, dans une optique de maîtrise du ratio de transformation réglementaire.

♦ Avec un résultat net en hausse de 84,7% à 134,7MDt, la banque a honoré ses engagements annoncés dans le cadre de l'émission obligataire subordonnée de 70MDt qu'elle a clôturé avec succès en Septembre de l'année dernière. Cependant la liquidité reste encore sous pression et la qualité du portefeuille se compare défavorablement par rapport aux majors du secteur.

♦ La stratégie de la BH dans les prochaines années repose essentiellement sur l'orientation client et la croissance accompagnée par la rentabilité et la conformité. Les efforts de la banque courant l'année 2022 seront principalement axés sur : 1) le rééquilibrage de l'activité entre les segments du Corporate, les PME et le Retail, 2) la relance de l'activité du crédit habitat, cœur de métier de la banque et son produit d'appel, 3) la maîtrise de l'activité de la promotion immobilière, 4) la maîtrise du coût des ressources et 5) l'optimisation des processus pour améliorer l'efficacité opérationnelle.

♦ La valorisation de la BH est attrayante pour une banque très avancée dans son processus de restructuration et dont les fondamentaux sont très proches des standards du secteur privé. Néanmoins, au regard des niveaux de valorisation actuels affichés par le secteur bancaire, c'est le « *Flight to Quality* » qui prévaut. Et sur le plan des fondamentaux (exposition encore élevée aux secteurs immobilier et du BTP, une liquidité sous pression et une dégradation de la qualité du portefeuille), il y a encore du chemin à parcourir par la BH.

Prix : 11,000 Dt

Conserver

Actionnariat

Etat Tunisien:	33%
Entreprises publiques et parapubliques:	23%
Groupe HORCHANI:	22%
Flottant:	22%

Capitalisation boursière: 524MDt

Ratios boursiers*:

PER 2022e: 3,4x

P/B 2021: 0,4x

Dividend yield 2021: 8,6%

Performance 2022: +17,0%

ROE 2021: 13,8%

* Données au 29 Avril 2022.

Positionnement de la BH dans le secteur bancaire coté (2021)

♦ **Dépôts:** 5^{ème} avec une part de marché de 9,9%

♦ **Crédits:** 3^{ème} avec une part de marché de 12,7%

♦ **PNB:** 4^{ème} avec une part de marché de 10,3%

I- Faits & éléments saillants au 31 Décembre 2021

- La BH fait preuve d'une bonne dynamique au niveau de ses dépôts. L'encours des ressources de la banque a affiché, en 2021, une croissance de 7,6% à 7,8 milliards de dinars. Toutes les catégories de dépôts de la banque ont affiché des évolutions positives. Mais, ce sont les dépôts d'épargne qui ont le plus boosté la collecte de la banque (+14,5% à 2,8 milliards de dinars pour les dépôts d'épargne contre +4,6% à 2,7 milliards de dinars pour les dépôts à vue et +3,2% à 2,2 milliards de dinars au niveau des dépôts à terme).

- Le contexte baissier des taux qui a prévalu en 2021 et la baisse du poids des dépôts à terme dans les ressources (-1,2 point de pourcentage à 28,9% à fin 2021) a permis de soulager le coût des ressources de la banque. Ce dernier s'est plié de 1,1 point de pourcentage à 4,4% en 2021, selon nos estimations. Cependant, il reste supérieur au coût des ressources de la concurrence cotée (un coût des ressources apparent moyen de 4,2% pour la concurrence cotée à fin 2021).

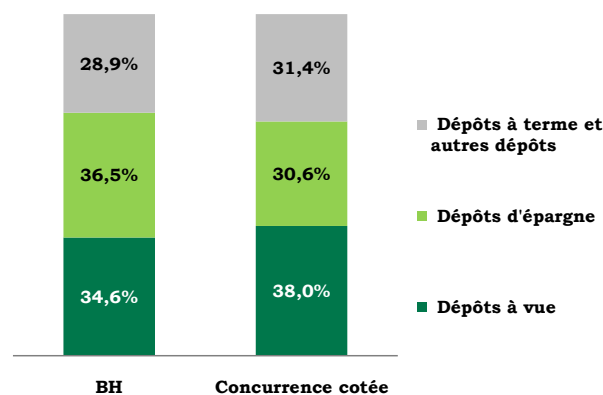
- La baisse de l'encours des crédits figure parmi les constats majeurs de l'année 2021. Le volume des engagements de la banque a légèrement régressé de 0,1% à 9,8 milliards de dinars, et ce malgré les mesures de relance de l'activité du crédit prévues par les pouvoirs publics et le relâchement de la réglementation prudentielle par la BCT notamment en ce qui concerne le ratio Crédits/Dépôts.

- Plus voulue que subie, cette politique du crédit rigoureuse semble s'inscrire dans une optique de maîtrise des risques et du ratio de transformation réglementaire. Ce dernier s'est contracté, en effet, de 4,8 points de pourcentage à 115,9%, soit

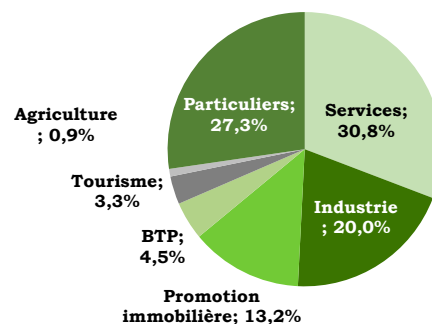
un niveau parmi les plus élevés du secteur coté.

- Malgré les efforts déployés pour diversifier la structure des engagements, la BH conserve une exposition élevée au secteur de la promotion immobilière; un secteur en difficulté sur les dernières années en raison du climat des affaires difficile et de la baisse du pouvoir d'achat des ménages. Une exposition stratégique sans doute dictée par la vocation immobilière de la banque. Le secteur de la promotion immobilière concentre, en effet, 13,2% de l'encours des crédits de la banque.

Structure des dépôts de la BH Vs concurrence cotée (2021)

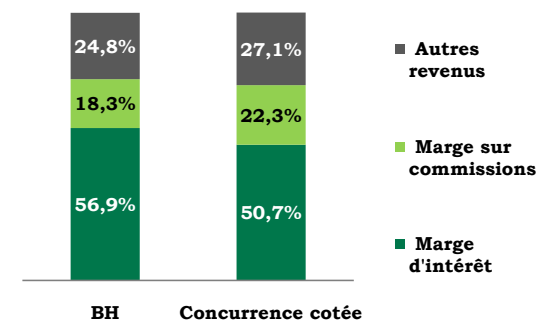


Répartition des engagements de la BH par secteur d'activité (2021)



- L'accélération de la croissance au niveau du PNB a été le principal fait à l'honneur de l'année 2021. Les revenus de la banque ont inscrit un rebond de 12,4% à 596,5MDt. La progression du PNB enregistrée a été à deux chiffres toutes catégories de revenus confondues. Malgré une évolution en berne des crédits, la marge d'intérêt a affiché une hausse salubre de 11,7% à 324,3MDt, laissant entrevoir une amélioration du spread de crédit. Selon nos estimations, ce dernier a augmenté de 18 points de base à 3,6% sur l'année 2021. Quant aux commissions, elles ont profité de la levée des mesures de tarification édictées par la BCT en 2020 pour soulager les entreprises et les ménages des répercussions de la crise de la Covid-19 (circulaire BCT n°2020-05 qui a été abrogée par la circulaire BCT n°2020-15). Partant de ce constat, les commissions se sont engraisées de 11,3%, dépassant pour la première fois dans l'histoire de la banque le cap de 100MDt. Enfin, les autres revenus ont continué à profiter d'une activité de placement en bons d'Etat historiquement dynamique.

Structure du PNB de la BH Vs concurrence cotée (2021)



La BH compte, en fait, dans ses actifs un portefeuille de bons du Trésor parmi les plus fournis du secteur bancaire coté, dont la valeur s'élève, au 31 Décembre 2021, à 1,3 milliard de dinars. Outre les gains sur portefeuille titres (+14,5% à 108MDt), la banque a profité de la bonne tenue de l'activité de la salle de marché. Cette dernière a engrangé des gains nets de change de 32,8MDt, en hausse de 15,3%, par rapport à 2020. Ainsi, les autres revenus de la BH se sont finalement hissés de 14,9%, sur l'année passée, à 141MDt.

- Contrairement à la majorité de ses pairs cotés, le leader des crédits logement est parvenu à améliorer sa productivité en 2021. La croissance vigoureuse du PNB a permis à la banque d'absorber la flambée des frais généraux (+14,5% à 223,5MDt) et notamment des charges de personnel (+20,6% à 150,3MDt). Ces dernières ont été, en effet, impactées par les augmentations salariales sectorielles décidées en Juillet 2021. En corollaire, la BH a vu son coefficient d'exploitation diminuer de 0,7 point de pourcentage à 39,2%, en 2021. Ce faisant, la BH demeure la deuxième banque la plus productive du secteur après la BT, en termes de coefficient d'exploitation.

- Sur l'année 2021, la BH a profité d'une accalmie au niveau de son coût du risque après une année 2021 lourdement impactée par les provisions collectives. Le coût du risque constaté par la banque s'est réduit de 26,4% à 126,2MDt.

- Si la banque a résisté au niveau de son coût du risque à la dégradation de la conjoncture économique, sa qualité du portefeuille continue à subir les contrecoups de la crise de la Covid-19. A fin 2021, le taux des créances classées a signé une avancée de 0,6 point de pourcentage à 15,9%.

Nous saluons, néanmoins, les efforts de provisionnement déployés par la BH pour couvrir convenablement les créances non performantes. Le taux de couverture des créances classées a augmenté de 0,8 point de pourcentage à 71,3%, et demeure, de ce fait, supérieur au seuil recommandé par la BCT (un taux de 70%).

- L'état de résultat fait apparaître des pertes extraordinaires pour un montant de 26,8MDt. Ces pertes incluent des dons à l'Etat pour 17,9MDt, la contribution conjoncturelle au budget de l'Etat (pour 5,9MDt) et d'autres charges extraordinaires pour 3MDt. Nonobstant ces éléments exceptionnels, la BH a réalisé, en 2021, la croissance bénéficiaire la plus vigoureuse à l'échelle du secteur bancaire coté: +84,7% à 134,7MDt. Cette performance s'inscrit en ligne avec les prévisions dévoilées par le management en marge de l'émission obligataire subordonnée de 70MDt réalisée en Septembre 2021.

- Au niveau consolidé, le Groupe BH a vu son résultat net part du groupe s'envoler de 88,6% à 137,8MDt. Le ROE de la banque ressort ainsi à 13,8%, un niveau qui place la BH en milieu du tableau du secteur bancaire coté en termes de rentabilité financière.

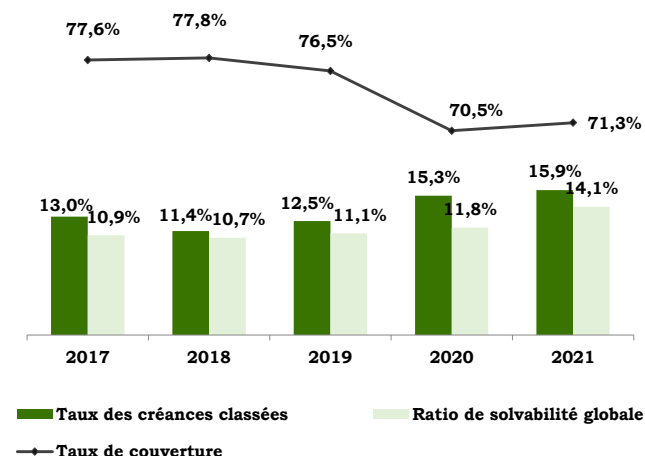
II- Perspectives d'avenir & prévisions

- La stratégie de la BH dans les prochaines années repose principalement sur l'orientation client et la croissance accompagnée par la rentabilité et la conformité. Le management devrait s'atteler, courant l'année 2022, à :

- Tendre vers un rééquilibrage de l'activité entre les segments du Corporate, les PME et le Retail.

- Relancer l'activité du crédit habitat, cœur de

Evolution des principaux ratios prudentiels



métier de la banque et produit d'appel autant que de fidélisation des particuliers.

- Développer les produits à forte valeur ne consommant pas de fonds propres tels que l'activité de la salle de marché, le Trade et la monétique.

- Maîtriser l'activité de la promotion immobilière et renforcer la sélectivité sur les projets.

- Développer la synergie avec les filiales du Groupe BH Bank et en faire un vecteur de rentabilité.

- Adresser le segment du marché des professionnels et des TPEs par des produits adaptés à leurs besoins.

- Cibler le segment Haut de Gamme avec une qualité de service et des produits adaptés.

- Maîtriser les coûts des ressources et améliorer les marges sur les crédits accordés.

- Maîtriser les charges de fonctionnement et optimiser les coûts.

- Optimiser les processus pour en améliorer l'efficacité opérationnelle et l'orientation Client dans l'organisation.

- Améliorer le dispositif de contrôle interne et garantir la conformité.

- Améliorer la qualité de portefeuille pour ramener le taux des créances classées à 12,8% et le taux de couverture à 86,2%, à l'horizon 2025.

- A la lumière des indicateurs d'activité au 31 Mars 2022, nous pensons que la BH est bien outillée pour dégager en 2022:

- Une croissance de l'encours des dépôts de 12% à 8,7 milliards de dinars,

- Une légère hausse de l'encours des crédits de 3% à 10,1 milliards de dinars,

- Une progression du PNB de 5% à 598MDt,

- Une reprise du résultat net de 11% à 149,6MDt,

- Un rebond de 11% à 153MDt au niveau du résultat net part du groupe.

III- Comportement boursier & Opinion de Tunisie Valeurs

- Depuis l'année 2021, la BH a affiché un réveil boursier après trois années moroses de suite. Les investisseurs ont applaudi l'amélioration substantielle des résultats. L'investisseurs ont surtout été confortés par le relèvement des dividendes au titre de l'exercice 2021 de 58,3% à 0,950Dt par action, soit un payout de 33,6% et un rendement alléchant en dividende de 8,6% (contre 0,600Dt par action versé au titre de l'exercice 2020). En effet, les niveaux de solvabilité confortables de la banque (un ratio de solvabilité globale de 14,1%, en hausse de 2,3 points de

pourcentage par rapport à 2020 et un ratio Tier 1 de 10,8% en progression de 1,3% comparativement à 2020), lui ont permis de se conformer aux dispositions de la note de la BCT aux banques et aux établissements financiers n°2022-11 du 25 Mars 2022 et de rehausser l'enveloppe des dividendes à distribuer. **Notons, à cet effet, que l'Assemblée Générale Ordinaire du 29 Avril 2022, a approuvé la mise en paiement de ces dividendes à partir du 10 Mai 2022.**

- Avec une capitalisation de 523,6MDt, la banque se négocie à 3,4x ses bénéfices et à 0,4x ses fonds propres estimés pour 2022. Une valorisation attrayante pour une banque qui est:

- à l'avant-garde de la restructuration du secteur bancaire public: (1) recapitalisation financière (deux augmentations de capital bouclées en 2015 et 2018 pour 212MDt), (2) relance commerciale, (3) assainissement du bilan et gestion du risque, (4) amélioration du système de gouvernance, (5) refonte du système d'information, (6) mise en place d'un plan de restructuration des ressources humaines, et (7) refonte du positionnement marketing et changement de l'identité visuelle,

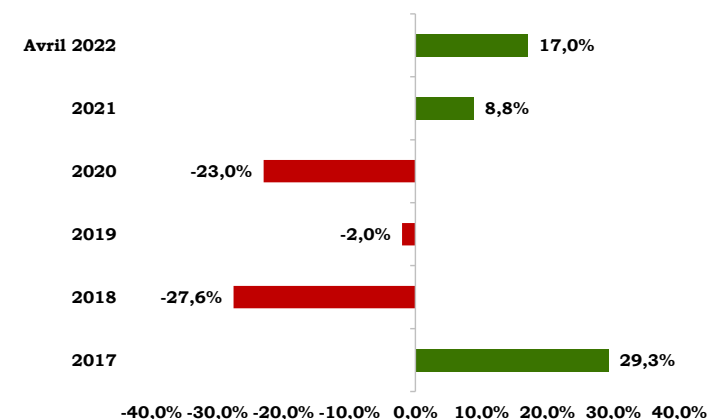
- proche sur le plan fondamental du secteur bancaire privé,

- et un exemple réussi de partenariat public-privé avec des capitaux majoritairement publics et un business model privé.

- Cependant, les atouts actuels de la banque ne devraient pas éclipser quatre principales carences:

- 1) une liquidité sous pression qui amènera la banque à faire primer l'objectif de mobilisation des ressources sur la distribution du crédit sur le court terme.

Performances boursières de l'action BH



- 2) un spread de crédit sous pression (de 3,6%, selon nos estimations contre une moyenne sectorielle de 4,1%) qui devrait orienter la banque vers une restructuration de ses ressources et un désengagement progressif des dépôts onéreux. Un objectif difficile à mettre en place vu la contrainte du ratio de transformation réglementaire,

- 3) une qualité du portefeuille qui reste à améliorer et qui est consommatrice en coût du risque,

- 4) et une exposition élevée aux secteurs immobilier et du BTP (qui sont respectivement de 13,2% et de 4,5%) qui devrait pénaliser la qualité du portefeuille dans une conjoncture malmenée par la crise.

- Par conséquent, nous pensons que la valorisation actuelle reflète convenablement les fondamentaux actuels de la banque et les risques conjoncturels à court terme.

- **Nous recommandons de « conserver » le titre BH.**