

Compte de résultat

En MDt	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021p
Créances sur la clientèle	5 342	6 273	7 704	9 130	9 647	10 033	10 535
<i>Progression</i>	-	17%	23%	19%	6%	4%	5%
Dépôts clientèle	4 697	5 194	5 941	6 566	6 879	7 154	7 584
<i>Progression</i>	-	11%	14%	11%	5%	4%	6%
PNB	266	308	387	456	493	396	506
<i>Progression</i>	-	15%	26%	18%	8%	-20%	28%
Dotations aux provisions sur les créances	52	56	46	71	69	79	120
<i>Coefficient d'exploitation</i>	47%	46%	43%	41%	42%	55%	46%
Résultat net*	70,6	98,6	122,9	144,5	147,7	67,5	108,0
<i>Progression</i>	-	40%	25%	18%	2%	-54%	60%
Résultat net part du groupe*	82,5	90,0	117,1	153,4	145,2	64,7	105,2
<i>Progression</i>	-	9%	30%	31%	-5%	-55%	62%

* Retraité des éléments exceptionnels comme les plus ou moins values sur cession d'actifs et la contribution conjoncturelle au budget de l'Etat. Rappelons que les lois de finances de 2017 et 2018 ont imposé aux banques de payer, en plus de l'impôt sur les sociétés une contribution conjoncturelle exceptionnelle. Le montant de cette charge exceptionnelle a été fixé à 7,5% du résultat fiscal en 2016. Ce taux a été ensuite revu à la baisse à 5% en 2017 et à 4% en 2018.

♦ **L'année 2019 s'est soldée par des résultats mitigés pour la BH. Le leader des crédits logement a maintenu le cap sur la croissance malgré un contexte monétaire tendu et une réglementation prudentielle plus contraignante. Cependant, la banque semble subir les effets « secondaires » de sa stratégie de conquête des parts de marché entamée depuis 2015: un ratio de transformation réglementaires parmi les plus élevés du secteur, une qualité de portefeuille qui peine à se redresser et un spread de crédit tendu par rapport à la concurrence.**

♦ **A l'instar de ses consœurs, la banque devrait modérer ses ambitions de croissance sur la période 2020-2021. L'éclatement de la crise sanitaire du COVID-19 et les mesures de soulagement des entreprises et des ménages devraient mettre à rude épreuve la trésorerie de la banque et pénaliser sa rentabilité. Avec une exposition de 26% au segment des particuliers, la BH devrait accuser un important manque à gagner au niveau de sa marge d'intérêt en 2020.**

♦ **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 élevée aux secteurs immobilier et du BTP, une liquidité sous pression et une dégradation récente de la qualité du portefeuille), il y a encore du chemin.**

Prix : 8,380 Dt

Conserver

Actionnariat*

Etat Tunisien:	33%
Entreprises publiques & parapubliques:	22%
Groupe HORCHANI:	21%
Flottant:	24%

Capitalisation boursière: 399MDt

Ratios boursiers:**

PER 2020e: 6,2x

P/B 2020e: 0,4x

Yield 2019: 0%

Performance 2020: **-29,8%**

ROE 2019: 17,1%

* Actionnariat au 31 décembre 2019.

** Données au 30/06/2020.

Positionnement de la BH dans le secteur coté (2019)

♦ **Dépôts:** 5^{ème} avec une part de marché de 10,4%

♦ **Crédits:** 3^{ème} avec une part de marché de 14,1%

♦ **PNB:** 4^{ème} avec une part de marché de 10,0%

I- Faits & éléments saillants au 31 décembre 2019

▪ La banque a affiché un ralentissement sensible de la croissance de ses dépôts comparativement aux dernières années (une croissance de 5% à 6,9 milliards de dinars contre une progression moyenne de 12% sur la période 2016-2018) en raison du resserrement des liquidités et de la conjoncture économique atone.

▪ Les efforts de collecte ont porté sur toutes les catégories des ressources. La BH maintient une exposition non négligeable aux ressources onéreuses, les dépôts à terme (de 37%) ce qui pénalise son coût des ressources. Selon nos estimations, ce dernier s'est établi à 6,1% contre une moyenne de 5,2% pour la concurrence cotée.

▪ Le relâchement de la croissance est d'autant plus perceptible au niveau de l'activité du crédit. L'encours des engagements de la BH s'est accru de 6% à 9,6 milliards de dinars en 2019 contre une évolution moyenne de 21% sur la période 2016-2018. Face à une liquidité de plus en plus rare et qui est devenue réglementée (instauration du ratio de transformation réglementaire à partir du T4 2018), la banque a réduit la cadence sur les crédits.

▪ Nonobstant la réduction de la voilure sur les crédits, le ratio de transformation n'a été que peu affecté. Ce dernier s'est établi à 139,2% à fin 2019 contre 140% fin 2018. Il reste de ce fait parmi les plus élevés du secteur coté.

▪ Une autre carence est non des moindres dans les comptes de la BH, son exposition élevée aux secteurs de la promotion immobilière du BTP; deux secteurs mal en point sur les dernières années et

qui concentrent 28% des engagements de la banque.

▪ En corollaire à la collecte et des crédits, la croissance du PNB a également perdu de sa vigueur. 2019 s'est bouclée avec une progression des revenus de 8% à 492,9MDt, contre une évolution moyenne de 22% sur l'intervalle 2016-2018. L'encadrement de la politique d'investissement en bons du Trésor et le changement de la politique de refinancement de la BCT favorisant les crédits d'investissement ont affecté de plein fouet les revenus de placement. Avec une politique de placement moins dynamique dans titres souverains et un stock de bons d'Etat majoritairement logé dans le portefeuille d'investissement (un stock de BTA de 1,2 milliard de dinars logé à hauteur de 94% dans le portefeuille d'investissement), les revenus de placement se sont rétractés de 18% à 121,2 millions de dinars.

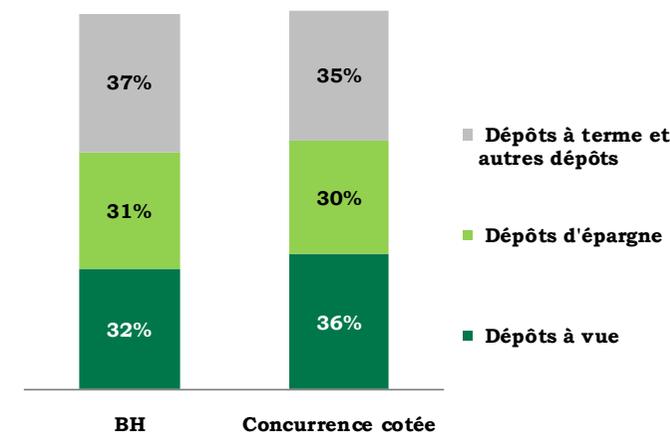
▪ C'est la marge d'intérêt (+26% à 272,8MDt), dopée par le relèvement des taux de 100 pb en février 2019, et dans une moindre mesure les commissions (+9% à 99MDt) qui ont joué le rôle d'amortisseurs au repli des revenus de placement et qui ont tiré vers le haut le PNB.

▪ La BH reste parmi les banques les plus productives du secteur coté. Le coefficient d'exploitation a quasiment stagné à 42% (contre une moyenne de 45% pour la concurrence) et le ratio de couverture de la masse salariale par les commissions a augmenté de 1,6 point de taux à 74%; un niveau en ligne avec la moyenne du secteur.

▪ Le leader des crédits logement a subi une dégradation relative de sa qualité du portefeuille en

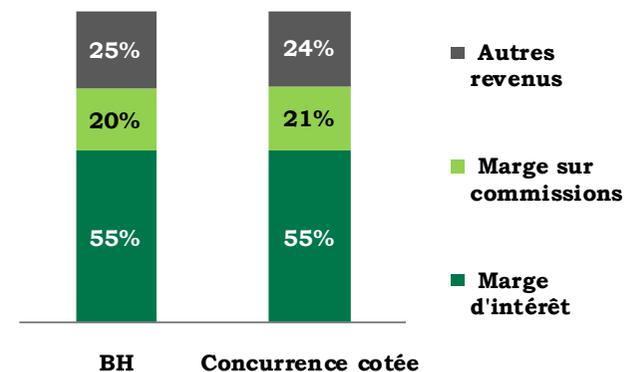
2019. Le taux des créances classées s'est monté à 12,5% (soit une augmentation de 1,1 point de taux par rapport à 2018) et le taux de couverture est revenu à 76,4% (soit un repli de 1,4% par rapport à 2018).

Structure des dépôts de la BH Vs concurrence (2019)



« Nonobstant la réduction de la voilure sur les crédits, le ratio de transformation n'a été que peu affecté sur l'année. Il demeure parmi les plus élevés du secteur coté »

Structure du PNB de la BH Vs concurrence (2019)



- Si la banque est parvenu à dégager des bénéfices quasi stables par rapport à 2018 au niveau individuel (à 147,7MDt avant éléments exceptionnels), le constat est tout autre au niveau consolidé. Le résultat net part du Groupe (avant éléments exceptionnels) s'est inscrit en retrait par rapport à 2018 (une baisse de 5% à 145,2MDt).

- La banque a pu consolider sa solvabilité sur l'année. Son ratio de solvabilité global est ressorti à 10,97%, soit une légère augmentation de 0,3 point de taux par rapport à 2018. Le ratio de solvabilité Tier 1, s'est également inscrit sur un trend haussier, ressortant à 8,30% (soit une hausse de 0,6 point de taux par rapport à 2018). Malgré l'amélioration de ses ratios de solvabilité, la BH se compare défavorablement par rapport aux majors du secteur.

II- Perspectives d'avenir & prévisions

- La crise du COVID-19 constitue un revirement important de la conjoncture économique et financière dans laquelle évolue le secteur bancaire en général et la BH en particulier. Ce revirement impose de nouvelles contraintes à la banque et devrait l'amener à réviser ses ambitions de croissance au moins sur la période 2020-2021.

- Durant ces deux années, la banque devrait faire face à trois défis:

1) Le spectre de la récession: la dégradation du climat des affaires et ses effets ricochet sur l'investissement et sur les risques d'impayés,

2) La baisse du taux directeur: l'abaissement du taux directeur de 100 points de base depuis mars dernier et son impact sur la

première source de PNB de la banque, à savoir la marge d'intérêt (55% du PNB),

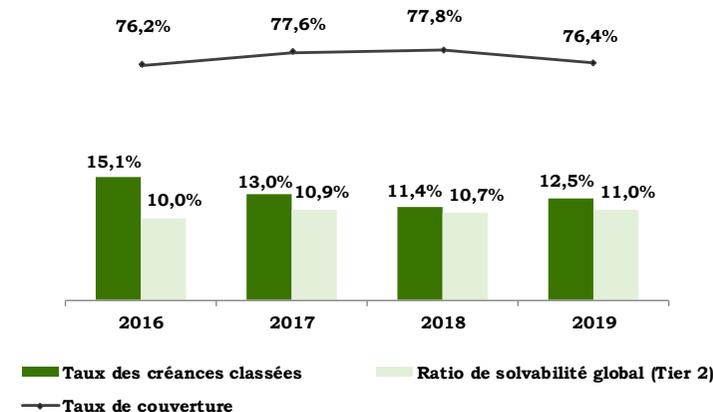
3) Les surcoûts décrété par la BCT en faveur des particuliers et des entreprises: le moratoire d'échéances décrété par la BCT devrait mettre à rude épreuve la rentabilité et la trésorerie de la banque en 2020. C'est surtout le report des tombées des crédits aux particuliers qui devrait donner un coup dur au PNB en 2020 vu le principe de non génération d'intérêts intercalaires pendant la période du report retenu par la BCT. Tenant compte d'une exposition de 26% au segment des particuliers fin 2019, le moratoire d'échéances devrait générer un manque à gagner de 100MDt au niveau du PNB, selon nos estimations pour 2020.

- Malgré l'assouplissement de la réglementation prudentielle (notamment des exigences du ratio de transformation réglementaire et du traitement des créances classées) et de la politique de refinancement* et les mesures de relance instituées par le Gouvernement**, la BH devrait, à notre sens, subir une triple peine sur les deux prochains exercices: 1) un ralentissement de la distribution des crédits, 2) un relâchement de la croissance du PNB impacté par des volumes baissiers et l'effet prix négatif de la baisse des taux sur la marge d'intérêt et 3) une dégradation de la qualité du portefeuille.

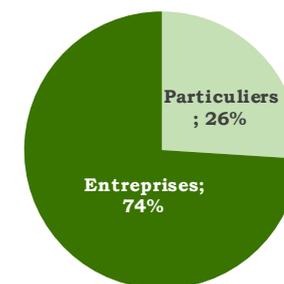
- Eu égard à ce qui précède, nous tablons:

1) En 2020: sur un décrochage du PNB de 20% à 395,5MDt et sur une chute du résultat net part du groupe de 55% à 64,7MDt,

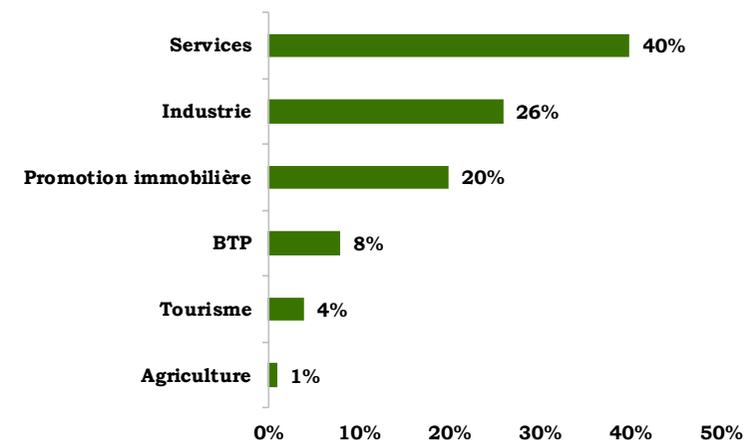
Evolution des principaux ratios prudentiels



Structure des engagements de la BH



Répartition des engagements aux entreprises par secteur



* Avec des mesures comme l'élargissement de l'éventail des actifs éligibles au refinancement, la création d'un nouveau guichet de refinancement et d'une nouvelle catégorie de crédits refinançables,

** notamment le mécanisme de garantie des crédits de gestion et la ligne de financement des crédits de consolidation et de rééchelonnement.

2) En 2021: sur une reprise technique du PNB de 28% à 506,2MDt et sur un rebond du résultat net part du groupe de 62% à 105,2MDt.

III- Comportement boursier & opinion de Tunisie Valeurs

▪ Pour la troisième année de suite, le leader des crédits logement n'a pas fait bonne figure sur le marché. Les anticipations sur le ralentissement de la croissance de la banque, le changement managérial opéré depuis mai 2019, l'avènement de la crise sanitaire du COVID-19 et la décision de la BCT de sursoir à toute distribution de dividendes par les banques ont pesé sur le comportement du titre en bourse.

▪ Avec une capitalisation de 400MDt, la banque se négocie à 6,2x ses bénéfices et à 0,4x ses fonds propres estimés en 2020. 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.

▪ 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 dans les prochaines années,

2) un spread de crédit sous pression (de 3,5%, selon nos estimations contre une moyenne sectorielle de 4,5%) 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 20% et de 8%) qui devrait pénaliser la qualité du portefeuille dans la conjoncture malmenée de la période post-COVID.

▪ **Nous recommandons de « conserver » le titre.**

Performances boursières de l'action BH

