

## Conserver (+)

### Entre rigueur et croissance

Du haut de ses 1.6 milliards de Dinars de capitalisation, la doyenne du secteur cherche un équilibre entre une gestion prudente et une politique commerciale plus audacieuse.

Si la banque a réussi à imposer sa rigueur comme exemple, elle est cependant restée plutôt timide au niveau de sa croissance. Aujourd'hui la banque prend conscience de son potentiel, encore sous exploité, et se veut plus agressive sur le marché.

Plus importante capitalisation du secteur, la banque traite à un P/B<sub>2015e</sub> de 2.2x, un niveau de valorisation qui demeure élevé par rapport à la moyenne du marché bancaire. La nouvelle dynamique envisagée par la banque pourrait justifier cet upside...en retour, de bons résultats et des niveaux de valorisation plus attrayants pour le futur. En attendant une concrétisation, et compte tenu des niveaux de valorisation, **nous recommandons de conserver le titre avec perspectives positives.**

#### ■ Présentation de la banque :

Fondée en 1884 sous le protectorat français, la Banque de Tunisie est la plus ancienne banque du pays.

« Vieille Dame du secteur », la BT est depuis longtemps une référence en termes de rigueur et de qualité de portefeuille sur le marché. Une gestion du risque qui marque son apogée en 2013. Alors que les provisions additionnelles sur la circulaire 2013\* du secteur culminent à plus de 800MDT, la BT s'en sort sans aucun dommage : unique banque à ne constater aucune provision supplémentaire!

Mais cette rigueur a un prix : une croissance timide de l'activité et des parts de marché qui stagnent, en bas de tableau. Face à un environnement très agressif, la banque a décidé de presser le pas et de dynamiser sa croissance. Une prise de risque supplémentaire qui devrait, à priori, être bien maîtrisée grâce à une assise financière très confortable et une culture de risque bien ancrée dans la maison.

#### ■ Analyse financière de la banque

##### 1- Les dépôts

Sur les 4 dernières années, la BT a enregistré une croissance moyenne de 6.8% de ses dépôts, inférieure à l'évolution globale du secteur de 7.7% par an.

Avec un total dépôt de 2 922MDt, la banque est peu active dans le paysage bancaire tunisien, référencé comme une banque « discrète » peu concurrente aux autres banques privées telles que la BIAT, Attijari Bank ou encore Amen Bank, qui affichent des niveaux de dépôts bien plus importants entre 4 500MDt et 7 500MDt. Avec une collecte moyenne de 126MDt par an, la BT se classe en bas de tableau avec une part de marché de 6.5% à fin mars 2015.

La structure de la collecte de la banque est équilibrée entre les différentes maturités, lui permettant d'afficher un coût de ressources en ligne avec la moyenne sectorielle (3.8%).

Depuis deux ans, la banque a amorcé une stratégie commerciale plus agressive, affichant des niveaux de croissance des dépôts plus importants que par le passé (un TCAM de +9.5%). Une stratégie qui devrait se poursuivre sur les prochaines années et qui sera axée sur une croissance du réseau commercial (le management table sur l'ouverture de 7 nouvelles agences en 2015), mais également sur une offre plus compétitive, qui devrait inévitablement être accompagnée par une hausse du coût des ressources. Ainsi, la BT devrait enregistrer, selon nos prévisions, une croissance de 10% par an des dépôts pour atteindre 3 536MDt en 2016.

#### Prix

10.480 DT

#### Capitalisation Boursière

1 572 MDT

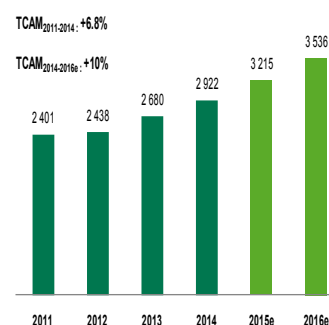
|                        | BT/ Secteur bancaire |       |
|------------------------|----------------------|-------|
| PER <sub>2014</sub>    | 17.7x                | 12,5x |
| PER <sub>2015e</sub>   | 17.3x                | 10,8x |
| P/B <sub>2015e</sub>   | 2.2x                 | 1,5x  |
| Yield <sub>2015e</sub> | 2.9%                 | 3.2%  |
| ROE <sub>2014</sub>    | 15%                  | 15%   |
| Performance YTD        | +2%                  | +14%  |

#### Actionnariat :

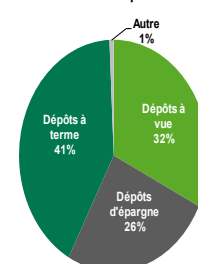
|                                    |       |
|------------------------------------|-------|
| Banque Fédérative du Crédit Mutuel | 34%   |
| Groupe El Fekih                    | 9.5%  |
| Groupe Kammoun                     | 5.6%  |
| Autres                             | 50.9% |

\*La BCT a publié en décembre 2013 une circulaire relative à la politique de provisionnement des banques, dont la principale mesure est l'obligation pour les établissements de crédit de constituer, au-delà des provisions réglementaires de 100% anciennement prévues, des provisions supplémentaires sur les garanties hypothécaires relatives aux créances classées ayant une ancienneté supérieure à 3 ans (classe 4).

Evolution des dépôts (MDt)



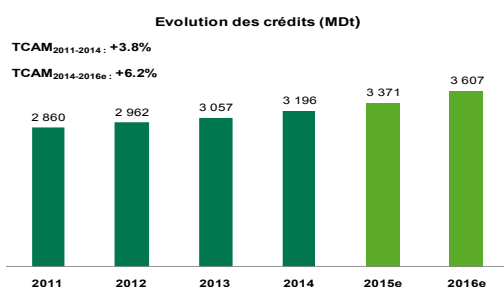
Structure des dépôts en 2014



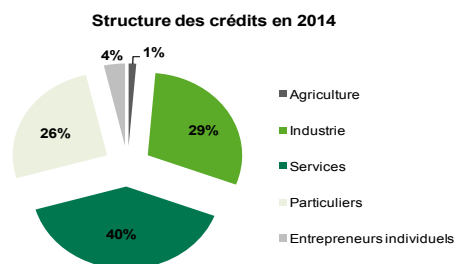
## 2- Les crédits

Comme nous l'avons mentionné, la BT a de tout temps privilégié la prudence à la croissance (un TCAM des crédits de 3.8% par an sur les 4 dernières années). Une culture qui affecte son positionnement dans le secteur. Devancée par des banques plus « bagarreuses » telles que Attijajri Bank et UIB, la BT perd, sur les 5 dernières années, 3 places dans le classement, enregistrant une part de marché crédits de 7% à fin mars 2015.

Aujourd'hui la banque prend conscience de l'enjeu concurrentiel, et se doit d'être plus agressive. Sa stratégie sera autant axée sur les PME, que les Grandes Entreprises, et devrait, selon nos estimations, afficher sur les deux prochaines années, une croissance moyenne des crédits de 6% à **3 607MDt**.



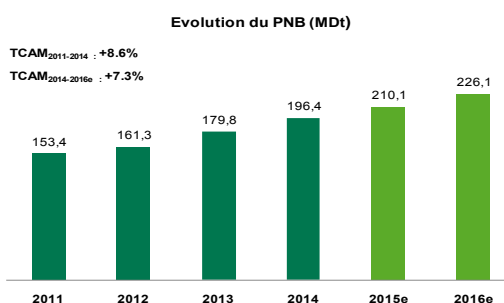
*La concurrence plus rude sur le marché lui fait perdre des places dans le classement*



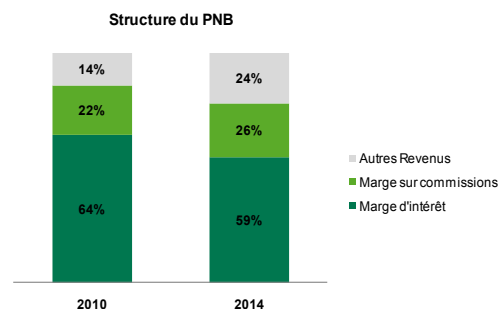
## 3 – Le PNB

En 2014, et pour contrebalancer le ralentissement de la marge d'intérêt (+4%), la banque a centré ses efforts sur l'amélioration des revenus de placement (+29%) et de commissions (+9%), lui permettant de maintenir une croissance satisfaisante de son PNB à 9%. Ainsi, le poids de la marge d'intérêt a diminué dans la structure du PNB, passant de 64% en 2010 à 59% en 2014.

Pour ce qui est des perspectives futures, les revenus d'intérêt continueront à peser pour l'essentiel du PNB de la banque. La stratégie plus agressive de la banque pourrait, de ce fait, pénaliser sa marge d'intérêt et à fortiori la croissance de son PNB. Ainsi, et en préservant une politique de placement dynamique, la banque devrait, selon nos prévisions, afficher une croissance moyenne de 7% de son PNB, légèrement en dessous de son trend historique.



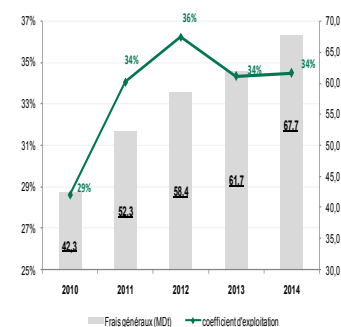
*Une stratégie plus agressive pourrait freiner la croissance de son PNB*



## 4 – La productivité

Réputée pour sa gestion rigoureuse, la banque a toutefois vu sa productivité se dégrader depuis 2011 (augmentation des charges sociales, extension du réseau), enregistrant un coefficient d'exploitation de 34% en 2014 (contre un taux de 29% en 2010). Une productivité en baisse, mais qui se maintient à des niveaux très corrects, toujours inférieurs à la moyenne sectorielle (un taux moyen de 50%)

Sur les prochaines années, et compte tenu du programme d'extension du réseau, le coefficient d'exploitation devrait, selon nos estimations se stabiliser aux alentours de 35%. Des niveaux plus que conformes aux standards internationaux de l'industrie !



## 5 – Qualité de portefeuilles & rentabilité

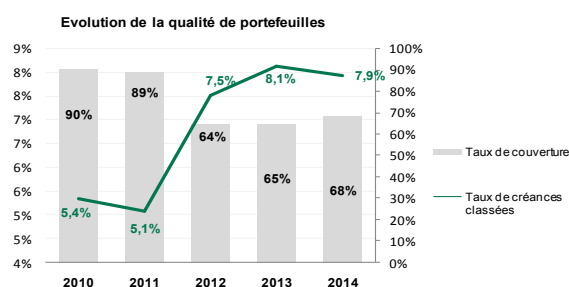
Malgré une politique de risque très prudente, la BT n'a pas échappé à la dégradation de la qualité de son portefeuille depuis 2011. En effet, la banque est fortement exposée au secteur hôtelier. Un secteur, des plus sinistrés depuis la révolution, et qui représente, selon le management, environ 45% du total des créances classées de la banque.

Les créances classées ont progressé 3x plus vite que le total des encours, ramenant le taux de créances classées 2014 de

la banque à 7.9%, contre un taux de 5.4% en 2010. Des niveaux qui restent toutefois très satisfaisants.

Les efforts de provisionnement se sont également réduits. Loin des taux de couverture exemplaires de 90%, la banque a affiché sur les 3 dernières années un taux en dessous du minimum exigé par la BCT. La banque a, semble t-il, détendu sa rigueur passée !

Reste le point fort de la BT, une assise financière très solide et un ratio Cooke culminant à 22%, bien supérieur aux standards de la BCT. Une arme sans pareille, qui lui permettrait d'assoir sa nouvelle politique de crédits plus dynamique.



| en Kdt                    | 2010          | 2011          | 2012          | 2013          | 2014          |
|---------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Résultat avant provisions | 95 220        | 90 639        | 83 637        | 102 482       | 113 593       |
| Dotations aux provisions  | 39 519        | 32 973        | 20 258        | 28 750        | 25 916        |
| Résultat net              | 55 701        | 57 666        | 63 379        | 73 732        | 87 677        |
| Fonds propres             | 440 749       | 471 415       | 505 543       | 540 275       | 582 953       |
| <b>Ratio Cooke*</b>       | <b>17,38%</b> | <b>17,55%</b> | <b>19,39%</b> | <b>20,03%</b> | <b>22,04%</b> |

\* un minimum exigé de 8% , qui passe à 10% en 2014

Cependant, des fonds propres élevés, peuvent s'avérer plus difficilement rentables. La banque affiche un ROE de 15.5%, bien moins attrayant que la majorité de ses consœurs. La banque aurait tout intérêt à optimiser la gestion de ses ressources pour améliorer sa rentabilité.

Au niveau consolidé, le groupe a enregistré en 2014 un bénéfice de 88.7MDt qui devrait, selon nos prévisions atteindre 97MDt en 2016 soit un TCAM de 4.6%.

| 2014 (Kdt)    | Bénéfice consolidé | ROE          |
|---------------|--------------------|--------------|
| UIB           | 54 578             | 29,6%        |
| BH            | 55 300             | 23,0%        |
| ATTIJARI BANK | 74 408             | 21,5%        |
| BIAT          | 116 637            | 20,5%        |
| <b>BT</b>     | <b>88 668</b>      | <b>15,5%</b> |
| AMEN BANK     | 89 202             | 15,0%        |
| ATB           | 55 195             | 11,8%        |
| UBCI          | 28 309             | 10,7%        |

## ■ Comportement boursier et Opinion de Tunisie Valeurs :

Deuxième plus importante capitalisation du marché, la BT a affiché un parcours boursier timide de +2% depuis le début l'année. Aujourd'hui, la banque traite à un P/B<sub>2015e</sub> 2.2x et un PER<sub>2015e</sub> de 17.3x, une valorisation qui demeurent élevée par rapport à la moyenne sectorielle.

La stratégie de croissance plus dynamique devrait avoir un réel impact sur les bénéfices à long terme...La banque aura alors gagné son pari : une croissance des parts de marché, une gestion du risque optimisée et une amélioration de la rentabilité ! Attendons de voir ...mais pour l'heure, et compte tenu des niveaux de valorisation, **nous maintenons notre recommandation « conserver avec perspectives positives sur le titre ».**

## Prévisions de Tunisie Valeurs

| en KDT                             | 2011             | 2012             | 2013             | 2014             | 2015e            | 2016e            |
|------------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>Créances sur la clientèle</b>   | <b>2 860 432</b> | <b>2 961 617</b> | <b>3 057 252</b> | <b>3 195 652</b> | <b>3 371 413</b> | <b>3 607 412</b> |
| Progression                        |                  | 3,5%             | 3,2%             | 4,5%             | 5,5%             | 7,0%             |
| <b>Dépôts clientèle</b>            | <b>2 401 451</b> | <b>2 438 012</b> | <b>2 680 214</b> | <b>2 922 394</b> | <b>3 214 633</b> | <b>3 536 097</b> |
| Progression                        |                  | 1,5%             | 9,9%             | 9,0%             | 10,0%            | 10,0%            |
| <b>PNB</b>                         | <b>153 389</b>   | <b>161 347</b>   | <b>179 797</b>   | <b>196 445</b>   | <b>210 098</b>   | <b>226 113</b>   |
| Progression                        |                  | 5,2%             | 11,4%            | 9,3%             | 6,9%             | 7,6%             |
| Dotations aux provisions           | 32 973           | 20 258           | 28 750           | 25 916           | 27 313           | 29 395           |
| Frais généraux                     | 52 250           | 58 413           | 61 728           | 67 740           | 73 557           | 79 925           |
| Coefficient d'exploitation         | 34%              | 36%              | 34%              | 34%              | 35%              | 35%              |
| <b>Résultat net</b>                | <b>57 666</b>    | <b>63 379</b>    | <b>73 732</b>    | <b>87 677</b>    | <b>89 928</b>    | <b>95 993</b>    |
| Progression                        |                  | 9,9%             | 16,3%            | 18,9%            | 2,6%             | 6,7%             |
| <b>Résultat net part du groupe</b> | <b>64 759</b>    | <b>67 333</b>    | <b>74 911</b>    | <b>88 668</b>    | <b>90 944</b>    | <b>97 078</b>    |
| Progression                        |                  | 4%               | 11%              | 18%              | 3%               | 7%               |

## Département Recherches & Etudes

Rym GARGOURI BEN HAMADOU  
Lilia KAMOUN TURKI  
Aicha MOKADDEM  
Hamza BEN TAARIT