

Cours : **12,420D**  
4 Novembre 2015

**Informations boursières**

Capitalisation (MD)	397,4
Nombre de titres	32 000 000
Etat tunisien	64,0%
Autres	36,0%

**Performance boursière**

	2013	2014	Début 2015
BNA	-6,7%	-2,6%	64,6%
TUNINDEX	-4,3%	16,2%	0,3%
TUNINDEX 20	-2,2%	22,6%	0,1%

**Ratios boursiers**

	2013	2014	2015e
PE	27,3	7,8	6,6
P/BV	0,7	0,7	0,5
Div Yield	0,0%	0,0%	3,2%

**Données par action (D)**

	2013	2014	2015e
Bénéfice	0,455	1,588	1,875
Dividende	0,000	0,000	0,400
Actif net	17,466	19,073	23,880

**Compte de résultat (MD)**

	2013	2014	2015e
PNB	323,4	348,8	390,6
RE	5,2	63,7	76,5
Résultat net	14,6	50,8	60,0
Éléments exceptionnels			93,8

**Données financières**

	2013	2014	2015e
Coef Exploit°	49,7%	51,6%	-
CDL	20,0%	21,0%	-
Couverture	58,6%	58,5%	-



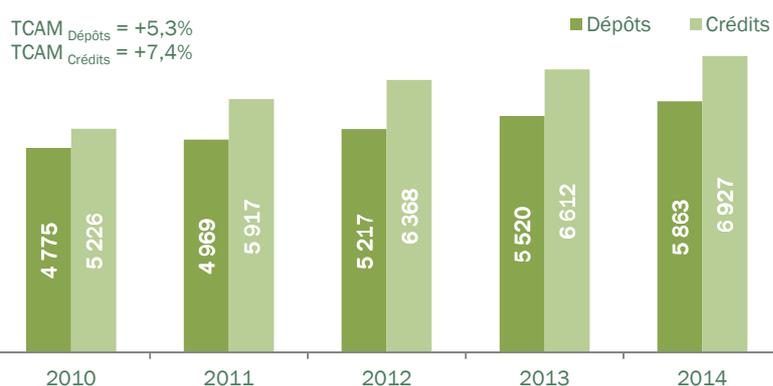
**Retour sur l'année 2014 :**

Le grand nettoyage opéré en 2013 avec plus de 150MD alloués pour la couverture des créances douteuses, a permis à la banque de diminuer sensiblement les dotations aux provisions de plus de 50MD.

Au terme de l'exercice 2014, la banque a affiché un bénéfice net de 50,8MD, soit plus que le triple de celui réalisé en 2013. Un niveau record jamais réalisé depuis la création de la banque en 1959. Cette performance financière est la résultante de la croissance de l'activité couplée à une bonne maîtrise des risques opérationnels ainsi que du grand effort de provisionnement opéré ces dernières années en matière de couverture des créances douteuses.

L'exploitation pure de la banque s'est caractérisée en 2014 par un accroissement des crédits accordés à a clientèle de 4,7% à 6 927MD. la banque demeure ainsi en tête de liste des banques de la place avec une part de marché de 15% tout en restant le premier fournisseur de crédits dans le secteur de l'agriculture. La BNA confirme ainsi sa position de leader dans le financement de l'économie nationale surtout à travers son réseau d'agences des plus denses de la place. Elle reste le premier bailleur de fonds du secteur industriel surtout pour les PME-PMI.

En ce qui concerne les dépôts de la clientèle, ils ont totalisé 5 863MD avec une progression de 6,2% qui lui a permis de maintenir sa 2ème position dans le classement des banques avec une part de marché de 13%.



Cet accroissement des dépôts et des crédits à clientèle a permis de reconforter davantage le ratio de liquidité de la banque qui s'établit désormais à 87,9% contre 78,4% une année auparavant, soit une appréciation de 9,5 points.

Au terme de l'année 2014, la BNA se classe ainsi la première avec son total bilan avec 8 097MD.

Ceci étant, le PNB de la banque s'est accru de 7,8% pour s'établir à 348,7MD en 2014. Ceci lui a permis de se positionner en **2ème place**.

Cette performance se justifie par les progressions de la marge d'intérêt (+14,7%) et celle sur commissions (+2%) ayant permis de résorber la dépréciation des revenus sur portefeuille (-14%). La marge d'intérêt demeure la principale source de revenus de la banque avec 71,1% de l'ensemble du PNB.



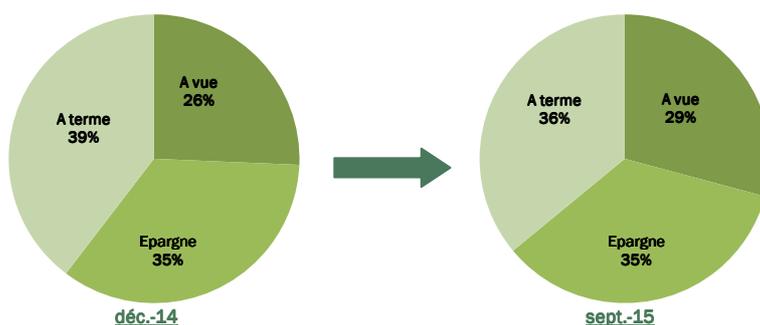
En matière de productivité, une légère dépréciation a été constatée en 2014 avec un coefficient d'exploitation de la banque qui s'établit désormais à 51,6%. Cette dépréciation se justifie par la souscription de deux contrats d'assurance : le premier devant servir à couvrir l'indemnité de départ à la retraite et l'autre pour financer le complément de retraite du personnel de la banque.

En matière de qualité d'actifs et en dépit du grand effort de provisionnement opéré en 2013, le ratio de couverture des créances classées (représentant 21% des engagements de la banque) se situe à 58,5%. Soucieuse de ces niveaux de ratios, la management a annoncé que la qualité d'actifs devrait s'améliorer sensiblement en 2015 surtout après une éventuelle intégration des créances des CCGC (Coopératives Centrales des Grandes Cultures) au niveau des créances de l'Office des Céréales ayant la garantie de l'Etat Tunisien. Cette intégration devrait faire baisser les engagements classés de la banque et profiter la banque d'une reprise sur provisions de l'ordre de 40MD.

En terme consolidé, le groupe BNA a affiché un bénéfice net part du groupe de 55,5MD en 2014 contre 18,7MD en 2013.

### L'année 2015 :

Pour l'année 2015 et au bout des neuf premiers mois de l'année, la banque a affiché un accroissement de ses dépôts de 3,5% contre une quasi stabilité pour l'ensemble du secteur. Cette hausse a été alimentée essentiellement par les dépôts à vue ayant augmenté de 18% par rapport à fin décembre 2014. Ces dépôts peu rémunérateurs ont gagné 3 points et représentent désormais 29% dans la structure des dépôts et permettront ainsi d'améliorer le coût des ressources de la banque.



Quant aux crédits, ils ont cru que de 2,1% supérieure à la progression du secteur de 2,5%.

En termes de résultats, la banque a affiché un PNB de 260,7MD, soit +5,4% par rapport à la même période de 2014. La remarquable hausse des revenus sur portefeuille (+22%) a pu compenser une grande partie de la baisse de la marge sur commissions (-1,3%).

La faible progression des charges opérationnelles (+1,1%) par rapport à la hausse du PNB, a impacté positivement le coefficient d'exploitation de la banque qui s'est apprécié de 2,2% à 52,9%. Ceci étant, le RBE de la banque s'élève à fin septembre 2015 à 122,7MD en progression de 10,6% par rapport à la même période de 2014.

Pour l'année 2015 dans son ensemble, la banque table sur :

- Un accroissement de 5,7% du total bilan ;
- Une progression de l'encours global des crédits de 7% ;
- Une augmentation de 9% de l'encours des dépôts ;
- Une hausse du PNB de 12%.

Ainsi, et outre les performance à réaliser au niveau de l'exploitation, la banque devrait profiter d'énormes plus values suite à la cession d'une partie des titres SFBT détenus. La plus value réalisée s'élève à plus de 93MD et devrait permettre de renforcer les capitaux propres de la banque. Nous prévoyons un bénéfice net aux alentours de 60MD (sans tenir compte des profits exceptionnels).

Sur un autre plan, le management a assuré lors de l'AGO que les résultats préliminaires du full audit de la banque, entamé en 2014, ont permis d'assurer la non nécessité d'un plan de recapitalisation de la banque. Cependant, et pour les prochaines années, la banque devra céder une partie de son patrimoine immobilier suite à la centralisation des départements de la banque au sein d'un même immeuble : un patrimoine qui recèle d'importantes plus values immobilières.

Sur le plan boursier, le titre BNA a gagné plus de 64% de sa valeur. Ceci étant, il demeure toujours sous valorisé par rapport au secteur, puisqu'il se traite à 6,7 fois les bénéfices prévus pour 2015 et se transige actuellement moins que sa valeur comptable corrigée avec un P/BV de 0,5x. En matière de rémunération aux actionnaires, nous estimons que la banque compte renouer avec la distribution de dividendes à partir de 2016 et nous estimons que la distribution devrait être assez généreuse.

Actuellement, la valorisation du titre BNA est très attrayante et nous recommandons les investisseurs de renforcer leur position sur le titre pour un horizon moyen terme.

**Le titre BNA demeure attractif en terme de valorisation boursière eu égard aux fondamentaux de la banque, à son fort potentiel de croissance ainsi que du soutien inconditionnel de l'Etat Tunisien, son actionnaire de référence. Le titre BNA est considéré comme une valeur sûre.**

**Recommandation : Renforcer**