

Monday Brief

- **EVOLUTION GENERALE DU MARCHÉ**
- **COMPORTEMENT DES VALEURS**
- **LES INFOS DE LA SEMAINE**
- **IDEE INVESTISSEMENT**
- **PALMARES 2007**
- **UPDATE : Banque de l'Habitat**

Les chiffres de la semaine		
Tunindex	2564,88	-0,16%
Volume moyen	1,0 MDT/j	-19%

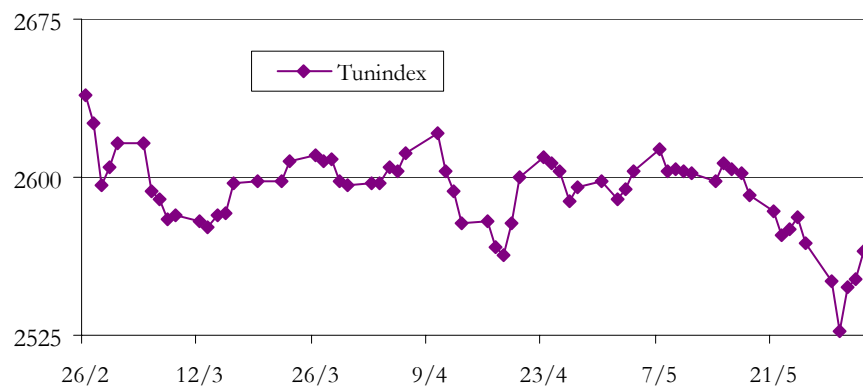
Les performances de la semaine par secteur :

INDICES SECTORIELS AXIS

HOLDING	+2,2%
INDUSTRIE	+1,7%
AGROALIMENTAIRE	+0,8%
BANCAIRE	-0,1%
ASSURANCES	-0,2%
LEASING	-0,4%
IMMOBILIER	-1,1%
AUTRES SERVICES	-1,7%
TRANSPORT AERIEN	-2,4%
DISTRIBUTION	-3,0%

EVOLUTION GENERALE DU MARCHÉ

Un bilan légèrement négatif pour l'indice Tunindex cette semaine avec un recul de -0,2%. Une semaine caractérisée par une forte volatilité, Tunindex a tout d'abord corrigé de manière sévère : -1,6% en 2 séances... pour se ressaisir vigoureusement sur les 3 dernières séances : +1,5%.



Une forte volatilité dans de faibles volumes ; la moyenne quotidienne dépassant à peine 1MDT avec des investisseurs étrangers très peu actifs.

A noter néanmoins une déclaration de franchissement de seuil concernant le titre SIAME qui enregistre la diminution de la participation du fonds « Dubai Investment Group » sous la barre des 10% du capital.

Un marché attentiste donc qui se prépare notamment à accueillir de nouvelles valeurs avec l'OPV de la société pharmaceutique ADWYA qui se déroulera du 5/6 au 13/6 inclus. Une offre qui concerne 3 millions de titres à 2,550DT/action qui représentent 30% du capital. A noter que le titre ADWYA sera mis sur le marché avec le dividende 2006 (0,070DT/action) attaché et que la société procèdera à une attribution d'actions gratuites (1 pour 10) dans les premiers jours qui suivront sa cotation.

Le marché devrait également accueillir dans les semaines à venir la société TPR spécialisée dans la production de profilés en aluminium (menuiserie aluminium) qui a obtenu son admission à la cote de la bourse. Cette opération sera réalisée par voie d'OPS (augmentation de capital) portant sur 4,8 millions de titres émis à 4,200DT/action représentant 16% du capital de la société.

COMPORTEMENT DES VALEURS

Un bilan des variations équilibré cette semaine avec 21 titres en hausse, 20 en baisse et 7 valeurs inchangées.

La plus forte hausse a concerné pour la deuxième semaine consécutive la filiale du groupe Poulina : El Mazraa, qui a gagné plus de 6% sur la semaine (+15,8% en 15 jours !). Une performance qui fait écho à un bon exercice 2006 qui s'est soldé par un bénéfice de 3,1MDT en hausse de 61%.

La deuxième plus forte hausse a été réalisée par le titre Air Liquide : +5% ; sans doute tiré vers le haut par l'annonce d'une attribution d'actions gratuites selon la parité 1 pour 12. Le conseil d'administration de la société a également annoncé que le dividende 2006 sera maintenu à 7DT/action.

Parmi les autres hausses de la semaine, à signaler le gain de +2,2% du titre ATL suite à la tenue de son AG qui a décidé (1) la distribution d'un dividende de 1,500DT/action (rendement supérieur à 5%) et (2) le split du nominal de l'action par 10.

Plus fortes hausses :

EI MAZRAA	+6,0%
AIR LIQUIDE	+4,9%
SOTUMAG	+3,2%
CARTE	+2,9%
SIPHAT	+2,9%
EI WIFACK LEASING	+2,8%
SPDIT	+2,6%
PLAC.TSIE	+2,3%
ATL	+2,2%
BT	+1,6%

Plus fortes baisses :

MAGASIN GENERAL	-6,2%
TUNINVEST	-4,6%
SOTETEL	-4,0%
STAR	-3,8%
MONOPRIX	-2,9%
TUNISAIR	-2,4%
STB	-2,3%
ELECTROSTAR	-2,3%
KARTHAGO AIRLINES	-2,3%
UIB	-1,8%

Plus forts volumes (DT) :

SFBT	967 220
STB	492 213
BT	440 491
TUNISAIR	365 439
MONOPRIX	249 850
TUNINVEST	239 704
BNA	228 769
MAGASIN GENERAL	227 097
BH	223 944
SPDIT	189 115

Du côté des baisses, la principale a concerné le titre Magasin Général (-6,2%) qui continue d'afficher une forte volatilité dans l'attente des remises des offres des candidats au rachat de la chaîne de distribution publique dans le cadre de sa privatisation.

Tuninvest perd également du terrain (-4,6%) alors que le titre vient de détacher son dividende 2006 (0,700DT/action le 31/5) ; rappelons que le titre enregistrera le 30/6 le détachement relatif à la restitution de capital pour un montant de 1,500DT/action.

La Sotetel complète le trio des plus gros reculs de la semaine (-4%) alors que l'entreprise d'engineering télécom n'a toujours pas publié ses résultats 2006. La société fait en effet partie des 8 retardataires qui n'ont toujours pas publié leurs résultats 2006 et qui ont connu pour la plupart un parcours chahuté sur la semaine : Amen Bank (-0,3%), ATB (-1,7%), UIB (-1,8%), General Leasing (+0,3%), STIP(=), Tunisie Lait (=), Tunisair (-2,4%) et Sotetel (-4%).

LES INFOS DE LA SEMAINE

RECAPITULATIF DES ASSEMBLEES GENERALES & DES DIVIDENDES PROPOSES :

TITRE	NATURE	DATE	HEURE	LIEU	Dividende 06	Variation	Rendement	Ex-date
Placements	AGO	15 mars			1,500DT	+50%	4,3%	3 avril
ESSOUKNA	AGO	30 mars			0,220DT	+24%	4,4%	15 mai
SPDIT	AGO-AGE	5 avril			2,200DT	+16%	31,1%	20 avril
ICF	AGO	12 avril			3,500DT	+250%	6,4%	15 mai
MONOPRIX	AGO	17 avril			3,000DT	=	4,4%	4 mai
ALKIMIA	AGO	19 avril			2,250DT	-25%	5,2%	14 mai
CIL	AGO-AGE	26 avril			1,500DT	+7%	10,9%	8 mai
EL WIFACK	AGO	26 avril			0,300DT	+60%	4,5%	21 mai
GIF FILTER	AGO	26 avril			0,150DT	=	4,2%	14 mai
UBCI	AGO	9 mai			1,000DT	+43%	3,0%	18 mai
TUNINVEST	AGO-AGE	10 mai			0,700DT	+56%	6,3%	31 mai
SIMPAR	AGO-AGE	14 mai			1,350DT	+8%	4,0%	1 juin
ASTREE	AGO	16 mai			1,500DT	+50%	3,1%	4 juin
BT	AGO	18 mai			2,200DT	+32%	2,3%	29 mai
STAR	AGO	19 mai			-	=		
BNA	AGO-AGE	23 mai			0,800DT	+33%	4,4%	11 juin
BTE	AGO	24 mai			1,800DT	=	5,8%	
LA CARTE	AGO	29 mai			0,800DT	+33%	3,7%	15 juin
BIAT	AGO-AGE	29 mai			1,200DT	+9%	3,1%	14 juin
BH	AGO	29 mai			0,500DT	=	2,3%	6 juin
ATL	AGO-AGE	31 mai			1,500DT	+15%	5,0%	1 juillet
SOTUVER	AGO	31 mai			-	=		
SFBT	AGO-AGE	5 juin	10:00	Sheraton	2,600DT	+8%	3,2%	
MAG. GEN.	AGO	7 juin	10:00	Abou Nawas Tunis	0,500DT	=	1,6%	26 juin
SIPHAT	AGO	12 juin	10:00	IACE	0,700DT	-7%	3,2%	
STB	AGO	13 juin	11:00	Acropole	0,400DT	+33%	3,6%	
KARTHAGO	AGO-AGE	14 juin	10:00	Karthago Hammamet	0,150DT	-50%	1,7%	
AIR LIQUIDE	AGO-AGE	15 juin	9:30	Siège	7,000DT	+8%	3,7%	29 juin
TSIE LEASING	AGO	15 juin	10:20	Siège	0,750DT	+18%	5,2%	
STEQ	AGO-AGE	15 juin	15:00	Siège				
SOTRAPIL	AGO-AGE	15 juin	15:30	Hôtel Residence	0,600DT	-37%	1,8%	18 juillet
PBHT	AGO	16 juin	9:00	Palm Beach Hammamet	-			
SIAME	AGO	19 juin	16:00	Siège				
AMEN BANK	AGO-AGE	19 juin	16:00	Siège				
SOTUMAG	AGO	21 juin	10:00	Siège Bir Kassaa	0,080DT	-11%	4,1%	
SITS	AGO-AGE	22 juin	10:00	IACE	0,100DT	+45%	4,1%	

ADWYA OPV du 5/6 au 13/6 inclus : Notice d'information**« Caractéristiques de l'offre :**

Le nombre d'actions objet de la présente OPV représente près de 30% du capital de la société, soit 3 000 320 actions au prix de 2,550 dinars l'action, ce qui correspond à un montant de 7 650 816 dinars.

Les actions à céder dans le cadre de l'OPV sont ordinaires et portent jouissance à partir du 1^{er} Janvier 2006.

Les actionnaires cédants sont TAHAR EL MATERI (1 965 480 actions, soit 19,65% du capital de la société) et MONCEF EL MATERI (1 034 840 actions, soit 10,35% du capital de la société).

Modalités de paiement du prix et de transmission des ordres d'achat :

Pour la présente Offre Publique de Vente, le prix de l'action ADWYA, tous frais, commissions, courtages et taxes compris, a été fixé à 2,550 dinars.

Le règlement des ordres d'achat par les donneurs d'ordres s'effectue au comptant auprès des intermédiaires en Bourse au moment du dépôt de l'ordre d'achat. En cas de satisfaction partielle de l'ordre d'achat, le solde sera restitué, sans frais, ni intérêts au donneur de l'ordre dans un délai ne dépassant pas les trois (3) jours ouvrables à compter du jour de la déclaration du résultat de l'OPV.

Trois catégories d'ordres d'achat peuvent être émises :

- ▶ Catégorie A : les ordres sont réservés aux non institutionnels ;
- ▶ Catégorie B : les ordres sont réservés aux OPCVM ;
- ▶ Catégorie C : les ordres sont réservés aux Banques, Assurances et institutionnels étrangers.

Les ordres d'achat doivent être nominatifs et donnés par écrit aux intermédiaires en bourse.

L'ordre d'achat doit porter sur un nombre d'actions qui ne peut être inférieur à cinquante (50) actions ni supérieur à 0,5% du capital social soit 50 000 actions pour les non institutionnels et 5% du capital social soit 500 000 actions pour les institutionnels. Aucune règle d'antériorité n'est prévue dans la satisfaction des ordres d'achat reçus au cours de la période de validité de l'offre.

Outre l'ordre qu'elle émet pour son propre compte, une même personne pourra émettre un maximum de :

- ▶ Trois (3) ordres d'achat à titre de mandataire d'autres personnes. Ces ordres doivent être accompagnés d'un acte de procuration dûment signé et légalisé ;
- ▶ Ordres d'achat équivalents au nombre d'enfants mineurs à charge. Ces ordres doivent être accompagnés d'un extrait de naissance.

Tout acquéreur ne peut émettre qu'un seul ordre d'achat déposé auprès d'un seul intermédiaire en bourse. En cas de dépôt de plusieurs ordres auprès de différents intermédiaires, seul le premier, par le temps sera accepté par la commission de dépouillement.

En cas d'ordres multiples reproduits chez un même intermédiaire, seul l'ordre portant sur le plus petit nombre d'actions demandées sera retenu.

Période de validité de l'Offre :

L'offre publique de vente est ouverte au public du 05 Juin 2007 au 13 Juin 2007 inclus.

Mode de répartition des titres mis en vente :

Les actions offertes seront réparties en trois catégories:

- ▶ 50% pour la catégorie A « les non institutionnels », soit 1 500 160 actions ;
- ▶ 33,33% pour la catégorie B « les OPCVM », soit 1 000 107 actions;
- ▶ 16,67% pour la catégorie C « les banques, assurances et institutionnels étrangers » soit 500 053 actions.

Le mode de répartition de ces actions se fera comme suit :

Pour la catégorie A, les ordres d'achat seront satisfaits également, par palier, jusqu'à l'épuisement des titres mis en vente. Les paliers de satisfaction seront fixés par la commission de dépouillement.

En cas d'excédent de titres offerts non demandé par la catégorie A, le reliquat sera affecté en priorité à la catégorie B puis à la catégorie C ;

Pour la catégorie B, les ordres d'achat seront satisfaits au prorata sur la base d'un taux d'allocation déterminé par le rapport quantité offerte/ quantité demandée et retenue. Le reliquat non servi sera réparti par la commission de dépouillement.

En cas d'excédent de titres offerts non demandé par la catégorie B, le reliquat sera affecté en priorité à la catégorie C puis à la catégorie A ;

Pour la catégorie C, les ordres d'achat seront satisfaits au prorata sur la base d'un taux d'allocation déterminé par le rapport quantité offerte/ quantité demandée et retenue. Le reliquat non servi sera réparti par la commission de dépouillement.

En cas d'excédent de titres offerts non demandé par la catégorie C, le reliquat sera affecté en priorité à la catégorie B puis à la catégorie A ;

Admission en bourse :

La Bourse a accordé en date du 28 Mars 2007 son accord de principe pour l'admission des actions de la société ADWYA à la cote de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis. Au cas où la présente Offre Publique de Vente aboutit à des résultats concluants, l'introduction des actions de la société ADWYA se fera à la cote de la Bourse au cours de 2,550 dinars l'action et sera ultérieurement annoncée sur les bulletins officiels de la Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis et du Conseil du Marché Financier.

Prise en charge par la STICODEVAM :

Les actions ADWYA étant prises en charge par la STICODEVAM et inscrites sur ses comptes depuis le 17 Mai 2007 sous le code ISIN n° TN0007250012, les opérations de règlement / livraison des titres offerts seront assurées par cette dernière.

Contrat de liquidité :

Les initiateurs de l'offre se sont engagés à consacrer 500 000DT pour alimenter un contrat de liquidité qui aura une durée d'une année à partir de la date d'introduction en Bourse des actions ADWYA. Ce contrat a été confié à l'intermédiaire en Bourse introducteur MAC sa.

Régulation du cours boursier :

Les actionnaires de la société ADWYA se sont engagés après l'introduction de la société en Bourse, à obtenir auprès des organes de délibération de la société les autorisations nécessaires pour la régulation du cours boursier, et ce conformément à l'article 19 nouveau de la loi n°94-117 du 14 Novembre 1994 portant réorganisation du marché financier. Le contrat de régulation sera confié à MAC sa, intermédiaire en Bourse. »

SIAME -1,6%

SIAME Déclaration de franchissement de seuil à la baisse :

Le fonds d'investissement de Dubai « Dubai Investment Group » a franchi le seuil de 10% au capital à la baisse. En date du 17/5 le fonds ne détenait plus que 837 641 actions SIAME soit 6% du capital contre 1 422 641 actions soit 10,1% du capital avant le franchissement de seuil.

ATL +2,2%

ATL Split par 2 de la valeur nominale :

Les actionnaires de l'ATL réunis le 31/5 ont approuvé la division du nominal de l'action par 10. Le capital de l'ATL sera prochainement (après réalisation des démarches légales) composé de 10 millions d'actions de 1DT de nominal.

BH -1,6%

IDEE INVESTISSEMENT :

Banque de l'Habitat : Opinion ACHETER

Alors que la banque publique procède actuellement au renforcement de ses fonds propres (souscription en numéraire ouverte depuis le 28/5 jusqu'au 22/6 inclus) nous publions une Note de Recherche (ci-jointe) qui synthétise notre Opinion sur le titre.

Nous recommandons en effet d'acheter le titre BH pour plusieurs raisons :

- ▶ Son positionnement spécifique
- ▶ Sa relativement bonne qualité d'actif
- ▶ Ses bonnes perspectives 2007 et au delà
- ▶ Sa valorisation bon marché

D'un point de vue plus conjoncturel, nous estimons par ailleurs qu'une fois digérée la déception liée à « l'erreur de communication » relative au résultat 2006 qui avait été annoncé par le management à plus de 34MDT pour finalement se situer à 28,5MDT soit une hausse de +31% tout de même par rapport à 2005. Le titre devrait retrouver un parcours mieux orienté.

Contacts :		Tel	Fax	E-mail
Hédi Ben Chérif	Directeur de la Recherche	(216) 71 845 232	(216) 71 846 522	hedi.bencherif@axiscapital.com.tn
Nidhal Bouderbala	Directeur Commercial	(216) 71 845 232	(216) 71 844 134	nidhal.bouderbala@axiscapital.com.tn
Ichrak Bannour	Responsable Gestion Bourse	(216) 71 845 232	(216) 71 844 134	ichrak.bannour@axiscapital.com.tn
Nadia Ben Amara	Chargée de clientèle	(216) 71 845 232	(216) 71 844 134	nadia.benamara@axiscapital.com.tn
Sadri Dallagi	Chargé de clientèle	(216) 71 845 232	(216) 71 844 134	sadri.dallagi@axiscapital.com.tn
Kacem Gharbi	Chargé de clientèle	(216) 71 845 232	(216) 71 844 134	kacem.gharbi@axiscapital.com.tn
Hella Trabelsi	Chargée de clientèle	(216) 71 845 232	(216) 71 844 134	hella.trabelsi@axiscapital.com.tn

Les informations contenues dans cette publication proviennent de sources que nous jugeons être fiables.

Aucune garantie n'est néanmoins donnée quant à l'exactitude de ces informations

PALMARES 2007
Performance 2007 YTD

1	ICF	+62,4%
2	PLAC.TSIE	+59,7%
3	SFBT	+54,2%
4	CIL	+50,0%
5	STAR	+44,3%
6	TUNINVEST	+27,2%
7	ATL	+24,9%
8	BH	+20,9%
9	ATB	+18,2%
10	EI WIFACK LEASING	+17,2%
11	PALM BEACH	+16,6%
12	SIMPAR	+15,6%
13	STB	+15,3%
14	ASTREE	+13,9%
15	MONOPRIX	+12,5%
16	SPDIT	+11,3%
17	MAGASIN GENERAL	+11,3%
	TUNINDEX	+10,0%
18	EI MAZRAA	+9,0%
19	CARTE	+8,2%
20	SOTETEL	+7,5%
21	UBCI	+6,3%
22	BNA	+5,8%
23	BT	+5,7%
24	ATTIJARI BANK	+5,0%
25	STEQ	+4,2%
26	TUNISIE LEASING	+4,1%
27	BTE(ADP)	+3,3%
28	AIR LIQUIDE	+2,7%
29	SOTUMAG	+2,6%
30	BIAT	+1,8%
31	ELECTROSTAR	+1,5%
32	ESSOUKNA	+1,1%
33	ASSAD	+1,1%
34	UIB	+0,8%
35	SOTUVER	+0,2%
36	GIF	-2,9%
37	AMEN BANK	-3,9%
38	ALKIMIA	-4,7%
39	SOTRAPIL	-5,5%
40	SIPHAT	-9,5%
41	KARTHAGO AIRLINES	-9,6%
42	SIAME	-10,6%
43	TUNISAIR	-11,5%
44	SITS	-11,8%
45	GENERAL LEASING	-13,6%
46	TUNISIE LAIT	-13,8%
47	STIP	-13,8%
48	SOMOCER	-38,0%

Volume 2007 (000 DT)

	TUNINDEX	339 649
1	SFBT	47 887
2	BIAT	35 060
3	STB	33 832
4	BH	31 970
5	BT	18 104
6	TUNISAIR	16 565
7	SOTETEL	15 893
8	BNA	14 342
9	MAGASIN GENERAL	9 074
10	ATB	9 068
11	ATTIJARI BANK	9 062
12	SOTRAPIL	8 996
13	SPDIT	7 752
14	SIAME	7 029
15	TUNISIE LEASING	6 737
16	MONOPRIX	5 969
17	CIL	5 476
18	ASSAD	4 853
19	UIB	4 790
20	ATL	4 685
21	SITS	4 220
22	SIMPAR	3 924
23	EI WIFACK LEASING	3 743
24	BTE(ADP)	3 542
25	UBCI	3 396
26	SIPHAT	3 336
27	ELECTROSTAR	2 927
28	TUNINVEST	2 845
29	GIF	2 824
30	AMEN BANK	1 739
31	ESSOUKNA	1 686
32	SOTUMAG	1 555
33	KARTHAGO AIRLINES	1 450
34	STAR	1 024
35	SOMOCER	731
36	STEQ	690
37	PLAC.TSIE	650
38	ICF	583
39	SOTUVER	412
40	ALKIMIA	375
41	GENERAL LEASING	350
42	AIR LIQUIDE	191
43	ASTREE	122
44	STIP	121
45	EI MAZRAA	51
46	CARTE	10
47	TUNISIE LAIT	4
48	PALM BEACH	2

Secteur bancaire



ACHETER

Cours au 31/05/07
21,520 DT

Performance YTD 07
+21%

Company profile : Troisième banque publique du pays et quatrième banque de la Place, la BH est longtemps restée spécialisée dans le financement du logement et garde à ce jour la plus importante part du marché en la matière (plus de 60%). Depuis 2 ans, la BH a opté pour une diversification accrue dans les crédits aux particuliers et les crédits commerciaux.

Actionnariat : (Mai 2006)

Etat & Entreprises publiques : 58% ; Blakeney Investors : 2,7% ; Zarrouk Adel : 2,7% ; Trabelsi Ahmed : 2,4% ; Autres : 34%.

Banque de l'Habitat - BH

- La quatrième banque de la Place reste le **leader du financement de l'acquisition de logement** en 2006
- Grâce à ce positionnement elle se distingue des autres banques publiques notamment en matière de **qualité d'actif**
- Une base « **client particulier** » qui devrait être mieux exploitée à l'avenir
- Une **forte augmentation du PNB** en 2006, à l'image du secteur
- Un exercice 2006 qui a permis de **renforcer la couverture du risque sans pénaliser des bénéfices en forte hausse**
- La BH est la seule banque publique à atteindre les **70% de couverture des NPL**
- Une **valorisation en retrait** malgré la bonne performance de ces 12 derniers mois

EVOLUTION GENERALE DU SECTEUR

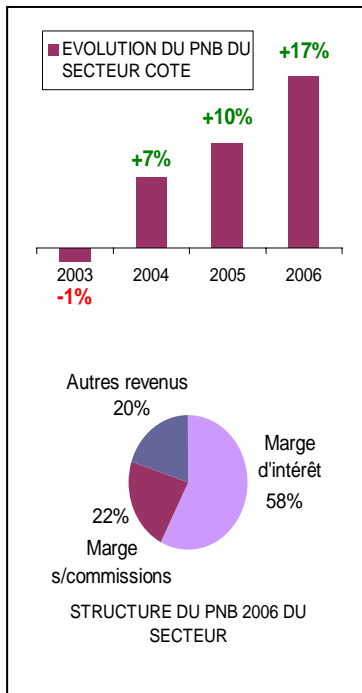
Le secteur bancaire a enregistré un exercice 2006 caractérisé par une forte croissance de l'activité à l'image de la progression du PNB de +17% à 1 262MDT pour le secteur coté.

Les revenus du secteur ont principalement été alimentés par la marge d'intérêt (+18%), grâce à une amélioration du coût des ressources. L'augmentation rapide des dépôts à vue (+15% en 2006), ressources très peu rémunérées, a fortement contribué à cette amélioration. L'orientation de la plupart des banques vers une stratégie de banque de détail qui s'est notamment accompagnée ces 3 dernières années par une extension des réseaux d'agences et par une multiplication des produits à destination des particuliers commencent à porter ses fruits. La Tunisie compte désormais un millier d'agences réparties sur tout ce territoire, ce qui correspond à un taux de bancarisation satisfaisant comparativement à la région de 1 agence pour 10 000 habitants.

Grâce à la hausse significative du top line des banques en 2006 ; ces dernières vont pouvoir faire un pas important en matière de couverture de leurs risques. La majeure partie du PNB du secteur devrait en effet servir à alimenter les provisions afin de permettre au secteur de se rapprocher du taux objectif de couverture des mauvaises créances fixé par la Banque Centrale : 70% au plus tard fin 2008. Des mauvaises créances qui représentent plus de 20% des engagements du secteur avec pour objectif d'abaisser progressivement ce taux à 15% fin 2009.

PRÉSENTATION DE LA BH

Héritière de la CNEL, organisme public spécialisé dans le financement du logement ; elle a été transformée en établissement bancaire en 1987. Si elle a gardé le monopole de la gestion du régime d'épargne logement, et la gestion de quelques régimes spécifiques (dont le FOPROLOS); elle s'est également positionnée sur les financements bancaires classiques à destination des entreprises. Des tentatives de diversification dans les crédits commerciaux qui ont par le passé (fin des 90's) enregistré des dérapages en matière de sélection du risque. La diversification est encore aujourd'hui à l'ordre du jour ; mais sur le segment particulier. La banque compte tirer mieux profit de son importante base clientèle particulier en enrichissant sa gamme de crédits à la consommation.

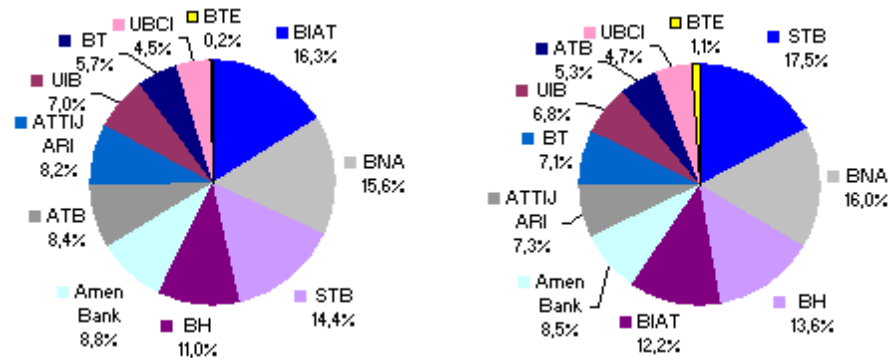


REALISATIONS DE LA BH EN 2006

L'année 2006 a été fructueuse pour la Banque de l'Habitat. Les réalisations de la banque en matière de collecte des dépôts ou d'octroi des crédits ont été (quantitativement) meilleures que le secteur :

- +11% pour les crédits contre +7% pour le secteur
- +15% pour les dépôts contre +11% pour le secteur

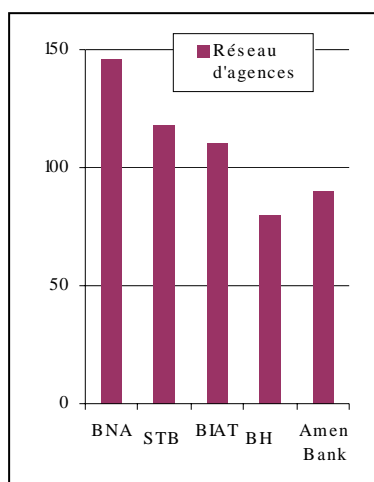
La BH a par conséquent enregistré une amélioration de ses parts de marchés mais elle demeure à la quatrième place du secteur :



PARTS DE MARCHE DEPÔTS 2006

PARTS DE MARCHE CREDITS 2006

La BH est le principal acteur du financement du logement aux particuliers (plus de 60% de parts de marché) cette spécificité se retrouve au niveau de la structure de ses dépôts. Du fait que le mécanisme de financement du logement prévoit une incitation à l'épargne afin de bénéficier d'un taux préférentiel ; les dépôts de la BH affichent une part importante de « dépôts d'épargne » : 46% contre 31% pour le secteur. Cette situation pénalise le coût des ressources de la banque dont la part des dépôts à vue (ressources bon marché) reste en deçà du secteur (21% contre 31%) ; soulignons toutefois qu'un effort conséquent a été déployé ces 3 dernières années afin d'augmenter la part de ces ressources bon marché qui ont augmenté de +17,4% par an en moyenne entre 2003 et 2006 contre +11,7% par an pour le total des dépôts de la clientèle sur la même période



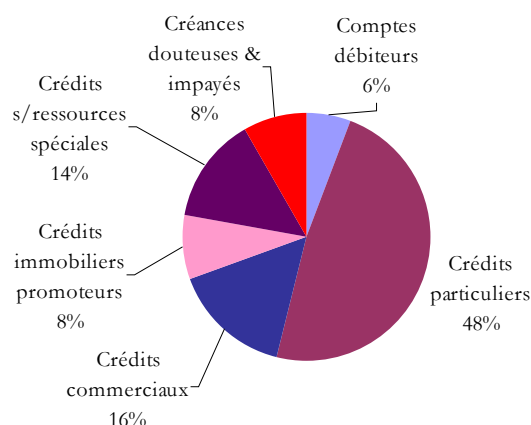
La BH ne dispose pas d'un réseau aussi large que ses concurrents directs, ce qui explique sa relativement faible capacité à collecter des dépôts à vue. Néanmoins, cette situation lui permet d'afficher des frais de structures plus faibles avec notamment un coefficient d'exploitation inférieur à la moyenne du marché à 46%, bien en retrait par rapport aux trois autres « big-players » du secteur.

La spécificité de la BH en matière de financement du logement impacte de manière positive la qualité de ses actifs au regard de la législation tunisienne en matière de couverture des risques (Circulaire BCT N°91-24). Au-delà de l'aspect réglementaire, la forte proportion de crédits adossés à des garanties hypothécaires qui ont une valeur de marché réelle et relativement réalisable réduit le profil de risque de la banque comparativement à ses pairs.

Si l'on s'intéresse à la structure des crédits à la clientèle de la BH fin 2006, nous remarquons la faible proportion de créances improductives (8% contre une moyenne de 20% pour le secteur bancaire) et la prédominance des crédits aux particuliers (48%) principalement constitués de crédits logements pour l'heure. La banque affiche en effet

sa volonté de profiter d'une base clientèle de particulier très large pour développer d'autres produits destinés à ce segment.

Structure des crédits à la clientèle au 31/12/2006 →



En 2006, la performance top line de la banque lui a permis d'allouer un montant important en provisions : plus de 43MDT ; permettant à la banque de franchir la limite de 70% de taux de couverture des créances classées fixée par la BCT comme palier (minimal) à atteindre.

Malgré la forte augmentation du coût du risque, le Résultat s'inscrit également en forte hausse avec un bénéfice de l'ordre de 28,5MDT contre 21MDT en 2005. A noter que le bénéfice 2006 a été pénalisé par des « Effets des modifications comptables » négatifs de l'ordre de 9MDT ! Cette ponction de 9MDT sur le bénéfice 2006 (qui aurait dû atteindre 37,4MDT !) découle de retraitements du passé : la banque ayant indûment perçu des intérêts de retard sur la période 1990-2005 relatifs à des crédits sur des fonds mis à disposition par l'Etat (FOPROLOS) ; alors que ces intérêts devaient revenir à l'Etat ; l'apurement de cette situation a entraîné cette réduction du bénéfice 2006.

La rentabilité des fonds propres au titre de l'exercice 2006 atteint néanmoins les 12% ; une ROE qui sera prochainement « dilué » par une augmentation de capital.

Les fonds propres de la BH n'ont pas été augmentés depuis début 2000 alors que la banque a enregistré dans l'intervalle le doublement de ses créances à la clientèle. Le ratio Cooke atteint désormais sa limite réglementaire (8%) et la banque est dans l'obligation de renforcer ses fonds propres afin de poursuivre sa croissance ; début 2007 les actionnaires ont ainsi décidé :

- Une augmentation de capital en numéraire de 30MDT (réalisée fin mai)
- Une émission de dette subordonnée pour un montant de 70MDT

Ces deux opérations ramèneraient le ratio de solvabilité de la BH au dessus de 11%.

2007 DANS LA CONTINUITÉ DE 2006

Les réalisations de 2006 ne sont pas liées à des éléments exceptionnels et devraient être reproduites en 2007. Le secteur bancaire tire profit dans son ensemble de la bonne tenue de la croissance économique (+5,8% en 2006 et +6% attendu en 2007) et semble être sorti de sa période de convalescence après la période difficile de 2001-2002.

A la sortie de cette crise et grâce aux nouveaux « réflexes » acquis ou imposés aux banques en matière de sélectivité et de diversification du risque ou encore de nettoyage des mauvaises créances et de constitution de provisions ; la nouvelle dynamique du secteur pressentie en 2005, confirmée en 2006, devrait s'accroître en 2007. Une dynamique du secteur nettement plus saine que celle des années 1990.

Une banque comme la BH devrait poursuivre sa dynamique de diversification en tirant au mieux profit de sa riche base clientèle de particuliers. Le développement de produits de crédits à la consommation est un enjeu important à la portée de la banque qui devrait lui assurer une croissance significative (ces packages sont fortement rémunérateurs) sans pénaliser la qualité des actifs (c'est du bon risque).

Pour ce qui est du fonds de commerce principal de la banque : le crédit logement acquéreur ; le positionnement privilégié (mais pas exclusif) de la banque devrait se renforcer avec l'extension du mécanisme étatique du FOPROLOS¹ à des catégories de revenus supérieures.

Pour l'année 2007, nous tablons sur une croissance toujours à 2 chiffres du PNB de la banque générée principalement par des encours de crédits qui devraient dépasser les 3,1 milliards de dinars. Le coefficient d'exploitation devrait se maintenir bien en dessous de la moyenne du secteur et le coût du risque diminuer (tout en demeurant significatif), le taux de couverture ayant dépassé le palier imposé par la BCT. Le Résultat net de la banque pourrait ainsi s'inscrire en hausse de plus de +34% à 38,4MDT.

¹ Fonds mis à disposition par l'Etat destinés au financement du logement pour certaines catégories de revenus et gérés exclusivement par la BH.

DONNEES DE MARCHE DU TITRE BH

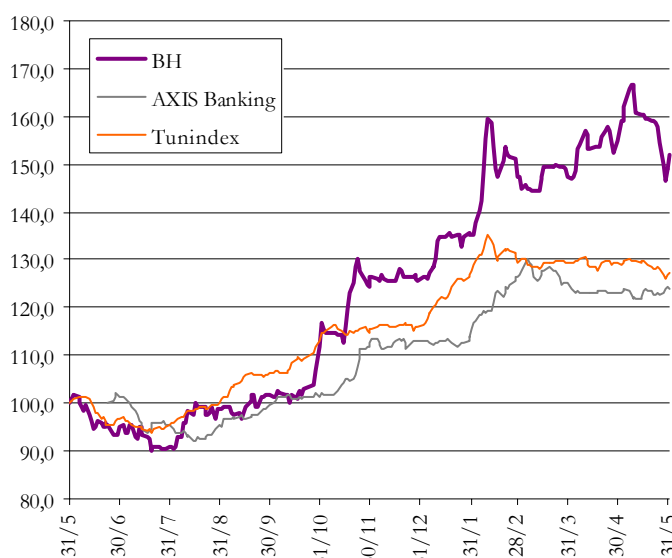
31/05/2007	Cours		Volume quotidien 2007	Performance	
	DT	Capitalisation boursière KDT / %		YTD 2007	1 an
BH	21,52	387 360	310	+20,8%	+51,8%
Secteur / AXIS Index	1 994	11%	1 598	+9,3%	+28,5%
Marché / Tunindex	2 551,80	6%	3 290	+9,5%	+27,1%

Capi BH en % du secteur
& du marché

Le titre a surperformé son secteur et le marché de manière significative sur les 12 derniers mois. La capitalisation boursière de la BH s'inscrit à la quatrième place du marché et cette dernière représente 6% de la cote.

La liquidité du titre (310KDT/jour) est également une des plus importantes de la cote.

Evolution comparée sur 1 an du titre BH, de l'indice sectoriel AXIS Banking et du Tunindex →



Malgré son parcours boursier, le titre reste bon marché :

	P/E 2006	P/E 2007e	Div yield	P/B
BH	13,6	10,1	1,9%	1,6
Secteur	16,0	12,9	2,8%	1,4
Marché	15,3	13,6	3,2%	1,6

Avec un P/E de 13,6x les bénéfices réalisés, la BH se traite 15% moins cher que son secteur. Malgré des fondamentaux qui affichent un profil de risque relativement limité comparativement aux autres banques publiques en particulier, le titre BH est sans doute pénalisé par la faiblesse de son rendement en dividende.

Malgré la progression de 31% du bénéfice, en 2006 la distribution a été contrainte par un niveau de fonds propres tout juste conforme à la limite réglementaire, le dividende est par conséquent demeuré inchangé à 0,500DT/action. La BH procède en 2007 au renforcement de ses capitaux et la génération interne de fonds propres via des bénéfices en forte hausse devrait permettre à la banque d'améliorer sa distribution en 2007 (0,700DT/action selon nos estimations).

CONCLUSION

La BH devrait être, selon-nous, l'un des grands gagnants de l'année boursière 2007. La banque publique présente de nombreux atouts ; les principaux ayant trait à ses fondamentaux solides qui découlent de son positionnement spécifique. Le cœur d'activité de la BH (le financement de l'acquisition de logement) reste porteur et il est intrinsèquement et relativement aux autres catégories de crédits, moins générateur de risque.

Des gisements intéressants en matière de diversification sont également à la portée de la banque qui devraient contribuer de plus en plus à sa croissance.

Enfin, la valorisation boursière en retrait par rapport à ses pairs rend l'intérêt sur le titre encore plus important. La conjugaison de ses éléments couplée à une liquidité satisfaisante, fait également du titre BH l'un des véhicules d'investissement privilégié d'un nombre important d'investisseurs en portefeuille étrangers qui détiennent 15% du capital à ce jour.

Nous recommandons d'**Acheter** le titre.

En KDT	2007E	2006	2005	2004	2003
Produit Net Bancaire	160 000	145 261	123 270	104 892	86 417
var	+10,1%	+17,8%	+17,5%	+21,4%	
Résultat Brut d'exploitation	100 000	93 228	71 990	55 179	39 310
var	+7,3%	+29,5%	+30,5%	+40,4%	
Dotations aux provisions	48 000	43 364	43 095	29 172	13 684
Coût du risque en % du PNB	30%	30%	35%	28%	16%
Coefficient d'exploitation	44%	45%	51%	57%	65%
Résultat net	38 400	28 494	21 711	18 530	16 441
var	+34,5%	+31,2%	+17,2%	+12,7%	
Ratios					
Fonds propres avant affectation	308 775	247 875	226 815	203 443	191 896
Distribution	11 550	7 500	7 500	7 500	7 500
Pay-out	30%	26%	35%	40%	46%
ROE	12,4%	11,5%	9,6%	9,1%	8,6%
Taux de NPL	8%	8%	11%	14%	15%
Taux de Couverture	75%	71%	47%	51%	33%
Book Value	297 225	240 375	219 315	195 943	184 396
P/B	1,3	1,6	1,8	2,0	2,1

Sources : Publications BH & Estimations AXIS