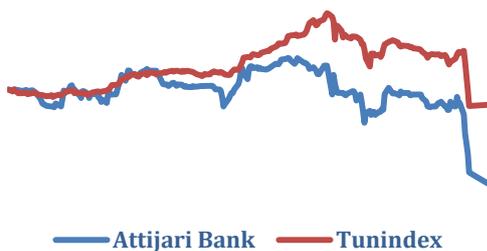


Communication financière Attijari Bank

Recommandation	Achat
Cours au 25-02-2011	17,15 DT
Capitalisation Boursière	578 813 mDT

Evolution Attijari Bank/
Tunindex



Actionnariat	
Andalu carthage	54,60%
Divres	19,70%
Ennaki	11,70%
Groupe Mzabi	9,60%
Groupe Driss	2,30%
Hedi Daoud	2,10%

	BPA	PER x	Div. Yield	PBK x	ROE	ROA	PAYOUT
2010E	1,75	9,81	-	2,38	24,28%	1,53%	-
2009	1,39	15,5	-	2,16	19,44%	1,35%	-
2008	1,36	10,1	-	5,85	29,77%	1,44%	-
2007	-	-	-	2,71	-	-	-

Lors de la communication financière d'Attijari Bank tenue, Mercredi 02 Mars 2011 à l'Hôtel SHERATON-Tunis, Mr Hassan Bertal, a été rassurant quant aux réalisations de la banque au cours de l'exercice 2010 « Suite aux bons résultats dégagés, on peut débiter l'année 2011 avec plus de confiance » a précisé le PDG.

En préambule, le management de la banque a exposé les orientations stratégiques de positionnement, de développement et d'accompagnement de la clientèle d'Attijari Bank.

Au cours de l'année 2010, Attijari Bank a pu poursuivre sa stratégie de développement et a réussi à réaliser des taux de croissance à deux chiffres aussi bien pour les indicateurs d'activité que ceux relatifs à la rentabilité.

En terme d'activité : la banque affiche une progression concluante de 15,6% de ses dépôts pour atteindre 3235MDT en 2010, un accroissement imputable en majeure partie à la hausse simultanée des dépôts à vue (19,3%) ainsi que d'épargne (14,3%). Conjointement, les crédits à la clientèle se sont améliorés de 16,3% pour s'inscrire à 2596MDT à fin décembre 2010.

Sur le volet des résultats, le PNB s'est amélioré de 12,9% à 167,1MDT en 2010, une progression soutenue du PNB : A cet égard, il y a lieu de noter que la marge d'intérêts affiche un accroissement de 16,7% devant une hausse de 11,3% pour la marge sur commissions et 7,5% sur le résultat des activités de marché.

Les charges opératoires de la banque ont enregistré une progression maîtrisable de 8,7% pour les charges de personnel et de 17,8% des charges générales d'exploitation. Ce qui fait ressortir un coefficient d'exploitation qui s'est apprécié de 100 point de base à 48% en décembre 2010.

Le résultat Net* de la banque s'est inscrit à 59MDT en amélioration de 26% par rapport à l'exercice 2009.

* Provisoire (travaux des commissaires aux comptes en cours)

En terme de la maîtrise du risque et la qualité d'actifs, Attijari bank continue son programme d'assainissement et affiche un taux des créances classées de l'ordre de 8,5% en 2010 en amélioration de 110 point de base par rapport à l'exercice 2009. Le taux de couverture des créances classées par les provisions, quant à lui, enregistre un accroissement de 6% à 68,1% au titre de l'exercice 2010 contre 64,2% une année auparavant.

Activité (MDT)	2009	2010
Total Bilan	3477	3860
Crédits à la clientèle	2232	2595
Dépôts de la clientèle	2799	3234
Total Capitaux Propres	240	243*

*Avant Résultat

Les émeutes de janvier 2011 ont coûté à la banque 13 agences incendiées dont 6 agences sont aujourd'hui réouvertes et 36 DAB dont 16 doivent être remplacés.

La banque n'a enregistré aucun incident avec sa clientèle et ce grâce à un système d'information performant lui permettant de préserver l'intégrité de ses données et à limiter notamment l'exposition aux différents risques.

S'agissant des engagements d'Attijari Bank à l'égard des deux familles et leurs alliés, ils totalisent 319MDT, soit 9,9% du total des engagements de la banque, accordé à 22 entreprises appartenant à 8 groupes.

A elle seule, l'opération Tunisiana a coûté à la banque 200MDT, le reste, soit un montant au alentour de 119MDT, représente à 85% des engagements par signature des actifs non risqués et aucun problème se révèle à ce titre.

Ainsi, Attijari bank n'a aucun crédit douteux dans son portefeuille de crédits liés à ces affaires et n'envisage donc pas d'engagement à provisionner.

Interrogé sur les engagements avec la Lybie, M. Bertal a été rassurant, il a indiqué que la banque n'a aucun affaire ni une créance en suspension.

A l'horizon 2011, la visibilité demeure limitée selon le PDG de la banque, néanmoins, la banque a une volonté d'investir et à débloquent des crédits au profit de sa clientèle. A ce titre, M. Bertal a déclaré que la banque, avec l'assistance et l'appui de son partenaire de référence Attijariwafa bank, va annoncer dans les jours qui viennent une série d'initiative pour ses clients afin de les soutenir.

Le plan d'assainissement adopté par Attijari bank lui a permis d'atteindre des paliers de haut niveau, ainsi la banque est parvenue à s'offrir une place de choix dans le paysage bancaire Tunisien avec des fondamentaux en nette amélioration. Attijari bank est sur la bonne voie : la dynamique et la motivation de son management ne restera pas sans effet sur les résultats futurs de la banque.

Résultat (MDT)	2009	2010
PNB	147,9	167,1
Frais Généraux	78,5	91,8
RBE	69,5	75,3
Résultat Net	46,8	59*

* Provisoire (travaux des commissaires aux comptes en cours)

	2009	2010
Coût du risque	0,77%	0,35%
Ratio de solvabilité	9,20%	11,25%
Taux des créances classées	9,60%	8,50%
Taux de couverture par les provisions	64,20%	68,10%

Opinion :

Le management de la banque rassure sur son risque spécifique : Attijari Bank est caractérisée par une solidité financière, une stratégie bien définie, une banque moderne avec une ouverture à l'Afrique.

On est optimiste sur le Moyen et le long terme par rapport au secteur bancaire et en particulier sur Attijari Bank.

A l'horizon 2011, un manque de visibilité et une incertitude règnent sur le marché en raison de l'effervescence que vit le pays sur tous les plans (politique, économique et sociale).

Ainsi, le risque systématique du marché s'est amplifié et la volatilité des titres s'est accrue.

La particularité d'Attijari Bank est que sa structure financière dépend du prix de l'action par l'entremise d'un emprunt obligataire convertible en actions qui présente les caractéristiques suivantes :

Emprunts obligataires	Montants TND	Echéances	Taux d'intérêt	Durée	Encours au 31/12/2009 (En Dinars)
OCA Attijari bank 2006 "	80 000 000	18/01/2012	4,82%	5 ans	80 000 000

A la date d'échéance plusieurs scénarios sont possibles :

Scénario 1 : Prix de l'action > 15DT et la situation du pays est stable : Conversion totale

Le nombre d'actions (fully-diluted) passe à 39 750 000 actions.

Nous estimons que le détenteur procédera à la conversion de ses obligations profitant d'une plus value sur un PER supérieur à 9.94x et d'un rendement Earning Yield inférieur à 10% basé sur une capacité bénéficiaire de 60MDT annoncé par le management comparé à un rendement obligataire confortable de 6.9%.

Scénario 2 : Prix de l'action au alentour de 15DT et la situation du pays est instable : Conversion partielle

Par conséquent, le nombre d'actions d'Attijari Bank passera à 37 026 000 actions.

L'Actionnaire majoritaire Attijariwafa Bank (54.6%) pourra et devra normalement convertir les actions profitant d'un rendement à long terme intéressant Earning Yield 10.8% et un PER attractif de 9.26x alors que les autres détenteurs des obligations demanderont le remboursement du principal soit 36.32 Millions Dinars.

Scénario 3 : Prix de l'action < 15DT

Nous estimons que raisonnablement tous les détenteurs demanderont le remboursement des obligations pour un montant de 80 000 000 DT en principal et 3856 DT d'intérêts de la dernière année.

Le management déclare que la banque dispose des ressources nécessaires pour payer ce montant considérable, Ses fonds propres s'élèvent en 2010 à 243.1 Millions de Dinars (sans résultat de la période) et selon les prévisions 2011 à 298 Millions Dinars. Le Cash flow prévisionnel d'Attijari Bank s'établit à 84 Millions Dinars en 2010 et à 86 Millions Dinars en 2011.

A cet égard, nous émettons quelques réserves :

Attijari Banque dispose-t-elle à l'échéance de liquidités suffisantes pour le remboursement du montant important de l'emprunt Le remboursement sera à un taux élevés du fait que le risque systémique pourrait augmenter. La structure financière se trouvera débalancée et les ratios prudentiels pourraient être dangereusement touchés.

Nous estimons que Attijari Bank doit penser sérieusement à un plan d'achat d'actions et d'inviter chaleureusement Attijariwafa Bank à intervenir pour supporter le titre.

Le support d'un titre est une stratégie utilisée par les grands groupes surtout si leur situation financière est en jeu.

La banque Fédérale Américaine utilise un modèle très simple pour juger le rendement relatif des différentes classes d'actifs .Elle compare Earning yield (1/PER) au taux obligataire.

L'exercice s'avère utile pour Attijari Bank pour juger l'action à prendre :

- Racheter les obligations au taux de 4.85%
- Racheter les actions avec un rendement Earning Yield intéressant de 10% basé sur une capacité bénéficiaire de 60MDT selon le management de la banque.

Recommandation :

En dépit des réponses non argumentées du management sur notre interrogation concernant l'emprunt convertible, le directoire de la banque continue de bénéficier de notre confiance et nous ne doutons pas en sa capacité à prendre les meilleures décisions pour l'intérêt de la banque et de ses actionnaires.

Attijari bank compte parmi les meilleures banques de la place en termes de la solidité de ses assises financières et des ratios prudentiels en nette amélioration. Le titre se transige à 9,81x ses bénéfices 2010, comparativement à un PER sectoriel (Hors UIB) de 12,98x. Nous recommandons d'acheter le titre Attijari Bank.