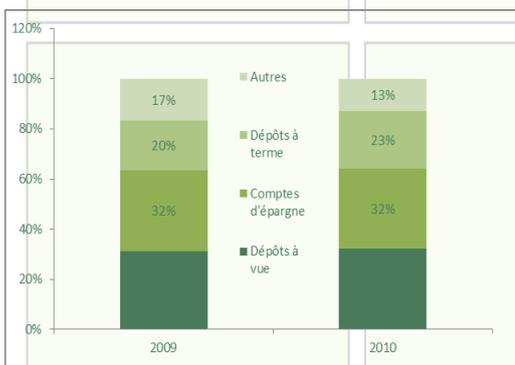


Actionnariat	
ANDALUCARTHAGE (54,6%)	
Groupe DRISS (11,7%)	
Titres	
Nominal	5
Nombre	33 750 000
Capitalisation boursière (MD)	610,9
Cours	
Clôture	17,820
31/12/2010	21,780
Variation	
Début 2011	-18,2%
Année 2010	1,3%
Chiffres clés (MD)	
Bénéfice 2009	46,1
Bénéfice 2010	60,6
Capitaux propres	303,4
Dividende	
Montant	0
Div Yield	0%
Valorisation	
PE 2009	13,1
PE 2010	9,9
P/BV	2,0

- ✓ Un programme de restructuration entamé depuis la privatisation qui a amplement donné ses fruits ;
- ✓ Des fondamentaux solides et une rentabilité satisfaisante ;
- ✓ Une présence forte sur le marché local avec un réseau d'agences le plus dense du pays ;
- ✓ Une croissance à deux chiffres des principaux indicateurs de performance en 2010 ;
- ✓ Une qualité d'actifs en nette amélioration tout en respectant les directives de l'autorité de tutelle ;
- ✓ Une bonne maîtrise des charges couplée avec une amélioration des bénéfices ;
- ✓ Les dernières émeutes de janvier 2012 ont causé à la banque des dégâts de 2MD ;
- ✓ Une rémunération prochaine des actionnaires à partir de 2012 ;
- ✓ Un niveau de valorisation attrayant par rapport au secteur ainsi que l'ensemble du marché.

L'année 2010 :

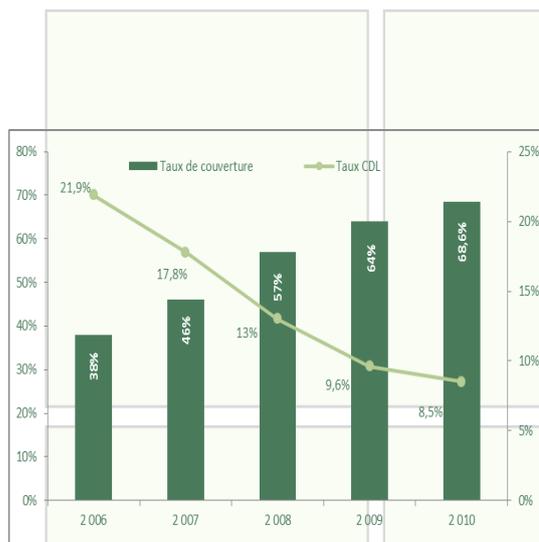
L'exercice 2010 a vu la progression des différents indicateurs de performance chez la banque.



En effet, au terme de cette année écoulée, la banque a affiché une progression des dépôts de 15,6% à 3 235MD. Une légère dégradation au niveau de la structure a été enregistrée puisque les dépôts les plus rémunérés (en l'occurrence les dépôts à terme) ont pris plus de poids. Désormais, les dépôts à terme représentent 23% du total des ressources contre 20% en 2009. Ceci n'a pas empêché la banque de maintenir son coût des ressources à 3%. Les crédits ont augmenté de 17,2% au terme de cet exercice à 2 616MD.

Cette performance de l'activité a permis au PNB de s'accroître de 13,1% à 167,4MD au 31/12/2010 (contre 147,9MD en 2009). Le PNB a essentiellement été soutenu par l'évolution de la marge sur intérêts +13,8% à 82,6MD et celle sur commissions de +11,3% à 45,9MD.

Durant l'année 2010, la banque a continué la politique d'extension de son réseau afin de se rapprocher le plus de sa clientèle avec l'ouverture de 20 nouvelles agences ce qui porte le réseau à 169 agences. Durant les quatre premiers mois de cette année, 3 nouveaux points de vente ont ouvert leurs portes et le réseau s'établit désormais à 172 agences. La banque détient le réseau le plus dense du pays.



Malgré cette densification du réseau et la forte progression des charges opérationnelles (+15,8%), la banque a pu améliorer son coefficient d'exploitation de 130 points de base à 54,8%.

En ce qui concerne la qualité d'actifs, la banque a réussi à améliorer son taux de créances accrochées de 1,1 point à 8,5% grâce à une gestion de risque appliquée et maîtrisée. De plus, un effort soutenu de provisionnement a été fourni pour ramener le taux de couverture de ces créances à 68,6% (contre 64,2% à fin décembre 2009). Durant les prochaines années, la banque devra allouer une dotation supplémentaire afin de s'aligner aux directives de la Banque Centrale qui préconisent un minimum de 70%.

Au terme de 2010, la banque a affiché un bénéfice net de 60,6MD, soit une augmentation de 31,5% par rapport à 2009.

En matière de solvabilité, la banque affiche un ratio de 11,5%, alors qu'il était de 4,6% il y a tout juste deux ans (2008), et le minimum exigé par la Banque Centrale de Tunisie est de 8%.

Les réalisations du premier trimestre 2011 :

Durant les trois premiers mois de l'année en cours et en dépit de la situation très difficile qui prévaut actuellement dans le pays, le PNB de la banque s'est accru de 15% à 43,5MD. Une progression alimentée essentiellement par la marge d'intérêt qui a augmenté de 37,5% à 21,9MD. Quant à la marge sur commissions, elle a baissé de 4,4% à 10,7MD.

L'encours de crédits de la banque a évolué de 7% par rapport à fin décembre 2010 à 2798MD. Les dépôts de la clientèle quant à eux, ont progressé à un rythme moins élevé de 3,2% à 3 337MD.

Les charges opérationnelles de la banque ont affiché une progression de 20,3% à 21,9MD ce qui a pénalisé le coefficient d'exploitation de 230 points de base à 50,3% contre 48% à la même période de 2010.

Concernant les dégâts enregistrés lors des dernières émeutes qui ont suivi la révolution du 14 janvier 2011, la banque a subi la perte totale de 12 agences et 36 GAB. La valeur comptable nette de ces immobilisations endommagées s'élève à 1,2MD couvertes par les assurances à hauteur de 50%. Le coût de remplacement a été estimé à 2MD.

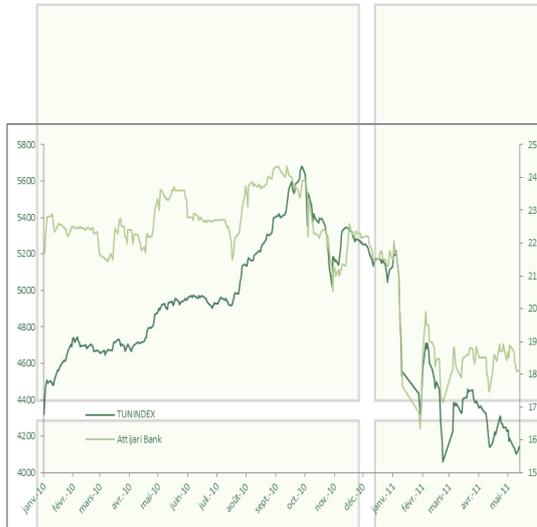
Perspectives d'avenir :

Malgré les récents événements survenus dans le pays et le ralentissement de la croissance économique en Tunisie, la banque maintient encore son business plan publié en décembre 2010. D'importants efforts sont fournis pour atteindre les objectifs visés.

Pour 2011, la banque table sur un PNB de 192,7MD (+15,1%) et un bénéfice net de 57,6MD (-4,9%). La baisse du bénéfice net pour l'année en cours est due l'impact fiscal suite à l'apurement de toutes les pertes cumulées.

A partir de 2012, la banque envisage de renouer avec la distribution des dividendes au titre de l'exercice 2011. Rappelons, que le dernier dividende distribué datait depuis de 2003.

MD	2 010	2011e	2012e	2013e
Dépôts	3 235,0	3 291,0	3 548,5	3 780,6
Crédits	2 616,7	2 799,9	3 124,0	3 426,0
PNB	167,4	192,7	211,6	227,4
RBE	75,6	99,0	108,1	113,1
Bénéfice net	60,6	57,6	62,3	64,3



Aspect boursier :

Depuis le début de l'année, le cours de l'action a fortement baissé (-18,2%) ce qui le ramène à un niveau attrayant. Le titre présente un PE de 9,9 fois les bénéfices de 2010 en décote de 19% par rapport au secteur, et un P/BV de 2.

Cependant, il est bon de rappeler que l'échéance du remboursement de l'emprunt obligataire convertible en actions émis en 2006 pour un montant de 80MD est prévue pour janvier 2012. Une échéance qui n'est pas lointaine et que les souscripteurs audit emprunt ont le droit de convertir leurs obligations par des actions au prix de 15D. L'exercice de ce droit demeurera tributaire de l'évolution du cours du titre d'ici là surtout dans le contexte actuel du pays où la croissance économique est très faible voire même nulle. Dans tous les cas de figure et compte tenu de sa solidité financière, la banque pourra toujours faire face à ces engagements et rembourser ses créanciers surtout avec l'appui de son actionnaire de référence Attijariwafa Bank.

Le programme de restructuration de la banque mis en place depuis sa privatisation a commencé à donner ses fruits ces deux dernières années, ce qui a permis à la banque de disposer d'une assise financière très solide.

Compte tenu de tout ce qui précède, d'une valorisation attrayant et d'une prochaine distribution de dividendes en 2012, nous recommandons de **renforcer votre position** sur le titre.