

Principal actionnaire

Etat tunisien (65,5%)

Titres

Nominal	5
Nombre	32 000 000
Capitalisation boursière (MD)	352

Cours

18/03/2011	11,100
31/12/2010	15,000
31/12/2009	11,480

Variation

Début 2011	-26,0%
Année 2010	34,6%
Année 2009	46,4%

Plus haut – Plus bas

2011	15,440 - 9,820
2010	19,000 - 11,590

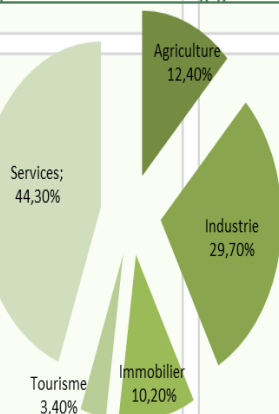
Valorisation

PE 2009	8,8
PE 2010	7,1
P/BV	0,6

Points clés :

- Une bonne croissance de l'activité en 2010 et un bénéfice net de 50MD (+24,3%) ;
- Une très bonne maîtrise des charges opérationnelles avec un coefficient d'exploitation en nette amélioration ;
- Une qualité d'actifs et taux de recouvrement en ligne avec les directives de l'autorité de tutelle ;
- Des engagements au profit de la famille de l'Ex-Président de 336,4MD, soit 13,5% du total des engagements accordés par le secteur bancaire ;
- La révolution du 14 janvier 2011 a causé des dégâts estimés à 1,6MD supportés en totalité par les compagnies d'assurances ;
- Une valorisation très attrayante incitant à émettre une recommandation : Renforcer votre position sur le titre.

Répartition sectorielle des engagements



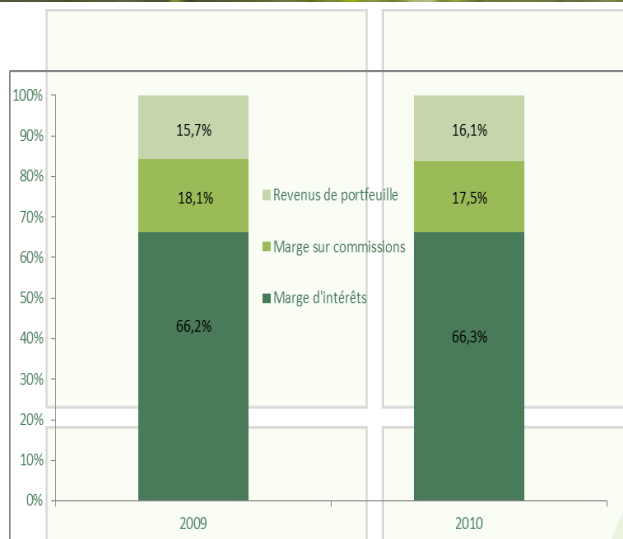
La croissance enregistrée durant ces dernières années s'est poursuivie en 2010, puisque la BNA a enregistré des progressions sur l'ensemble de ses indicateurs d'activité.

En effet, l'encours des crédits a affiché une progression de 21,3% à 5 285MD contre une progression pour l'ensemble du secteur de 19,5%. La part de marché de la banque en termes de crédits s'est appréciée de 0,3 points à 15,3% et la BNA maintient ainsi sa deuxième place.

En dépit de sa nomination en tant que banque agricole, le secteur de l'agriculture ne représente que 12,4% des engagements globaux de la banque. Ceci dénote d'une politique de crédits basée sur la répartition des risques sectoriels tout en assurant une stabilité des revenus dans le temps.

Du côté des dépôts, ils ont évolué avec un rythme beaucoup plus faible puisqu'ils n'ont cru que de 8% par rapport à 2009 à 4 749MD. La structure des dépôts demeure toujours marquée par la prédominance des dépôts à moindre coût (dépôts à vue et dépôts d'épargne) et qui représentent 61% du total des dépôts de la banque. Il est clair que la stratégie de la banque étant de favoriser le plus la proportion de ce type de dépôts afin de réduire au maximum son coût des ressources.

En ce qui concerne l'exploitation, la banque a affiché un PNB de



260,6MD en progression de 7,9% par rapport à 2009. Une progression qui a été alimentée essentiellement par la marge d'intérêt (+13MD) ainsi que les revenus sur portefeuille (+4MD). La marge d'intérêt demeure la principale source de revenu de la banque et représente plus de 66% du PNB. Durant les prochaines années et tenant compte d'une concurrence acharnée au niveau de l'activité d'intermédiation bancaire, la BNA devrait trouver de nouvelles sources de revenus afin d'augmenter ses commissions. Rappelons à ce stade que ces dernières n'arrivent même pas à couvrir la masse salariale de la banque (47,2% contre une couverture totale pour certaines banques de la place).

D'un point de vue productivité, le coefficient d'exploitation de la banque s'est apprécié de 2,4 points pour s'établir à 49,1% : fruit d'une meilleure gestion des charges opérationnelles.

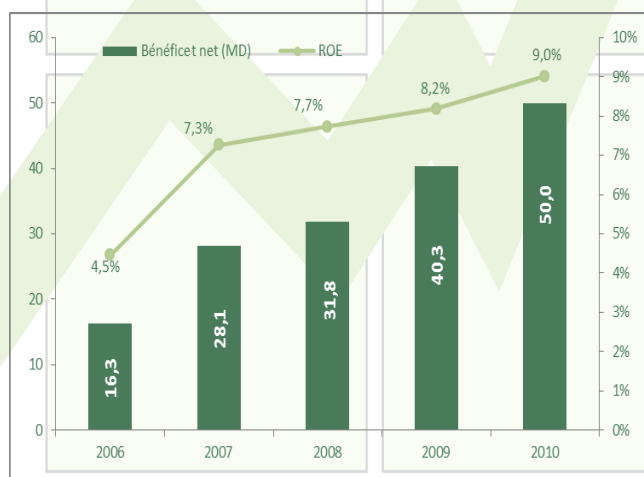
En matière de qualité d'actifs, les créances litigieuses de la banque ne représentent que 10,6% du total des engagements et sont couvertes à hauteur de 73,4% par les provisions. Désormais, la banque s'est alignée cette année avec les directives de la banque centrale qui préconisent un taux de créances accrochées de 15% et un taux de couverture par les provisions de 70%.

Ainsi, la banque devrait clôturer l'année avec un bénéfice net aux alentours de 50MD en progression de 24% par rapport à 2009 et dégagerait ainsi une rentabilité financière nette de 9%.

Les derniers événements survenus au courant du mois de janvier 2011 ont causé à la banque d'importants dégâts. 52 agences et 39 GAB ont été endommagés portant ainsi le montant des dégâts à 1,6MD. L'ensemble de ces dégâts seront supportés en totalité par les compagnies d'assurances.

En ce qui concerne les engagements de la banque envers la famille de l'Ex-Président, ils totalisent 336MD représentant 4,8% du total des engagements de la banque. La BNA a financé 65 sociétés appartenant à 10 groupes de la famille. Elle a participé, à l'instar des autres banques de la place, à la création de Carthage Cement pour un montant de 50MD, Orange Tunisie pour un montant de 40MD et Tunisie Sucre (11MD).

Sur le total de ces engagements, seulement 38,8MD sont considérés en tant que créances accrochées et requièrent des provisions à hauteur de 14MD dont 3,7MD déjà comptabilisés en juin 2010 (le reste, soit 10,7MD a été comptabilisé en décembre 2010).



Une valorisation attractive par rapport à l'ensemble du marché



D'un point de vue boursier, le titre BNA a affiché une performance boursière de 34,6% en 2010. Néanmoins, depuis le début de cette année 2011 et vu le contexte politico-économique du pays, le titre a perdu 26% de sa valeur le rendant ainsi très attrayant. En effet, le titre BNA se valorise à 7 fois ses bénéfices de 2010 contre 13 fois pour l'ensemble du secteur bancaire. Il offre un rendement de 4,1% (sur la base d'une distribution de 0,450D par action) parmi les plus élevés de la place boursière.

Par ailleurs, la participation des investisseurs étrangers dans le capital de la banque s'est renforcée en 2011 à 3,9% (contre 3,6% en décembre 2010). Ceci dénote la confiance de ces investisseurs en ce qui concerne les perspectives de la banque et plus généralement dans la croissance économique de notre pays.

Compte tenu de tout ce qui précède, nous recommandons de renforcer votre position sur le titre.