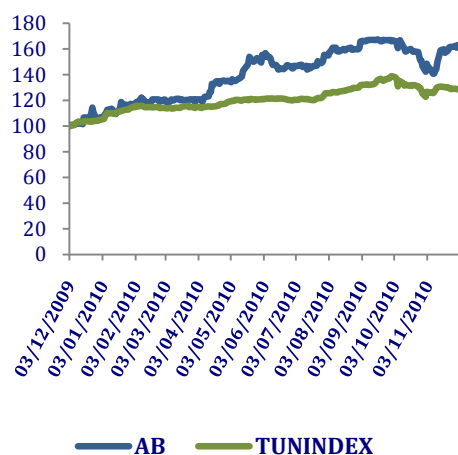


Note de recherche Amen Bank

Cours au 05 Janvier 2011 : 80,48 DT

Evolution comparée
AB /Tunindex



	2008	2009	2010p	2011p	2012p	2013p	2014p
PNB	130 662	140 573	148 502	167 609	190 163	214 117	243 817
Var (%)	13,7%	7,6%	5,6%	12,9%	13,5%	12,6%	13,9%
Résultat d'Exploitation	46 321	53 131	59 334	71 816	86 680	102 229	122 854
Var (%)	38,2%	14,7%	11,7%	21,0%	20,7%	17,9%	20,2%
RN	40 090	45 102	51 045	61 684	74 319	87 536	105 026
Var (%)	36,3%	12,5%	13,2%	20,8%	20,5%	17,8%	20,0%
BPA	4,0	4,5	5,1	6,2	7,4	8,8	10,5
Coefficient d'Exploitation	32,0%	34,0%	35,0%	34,0%	32,8%	31,9%	30,7%
ROE	13,89%	12,85%	13,09%	14,09%	13,94%	14,43%	15,12%
PER	20,05	17,83	15,75	13,03	10,82	9,18	7,66
PBK	2,64	2,29	2,06	1,84	1,51	1,33	1,16
Dividende/action (DT)	1,10	1,40	1,40	1,40	1,17	1,17	1,40
Yield	1,37%	1,74%	1,74%	1,74%	1,45%	1,45%	1,74%
Pay Out	27,44%	31,04%	27,43%	22,70%	15,70%	13,33%	13,33%

RECOMMANDATION

L'action AB se transige à 15,75x son bénéfice net 2010E et 13,03x son résultat net 2011E, et à 2,06x son actif net comptable 2010E et 1,84x, 2011E.

Sur la base de Trailing, elle se transige à 13,36 son bénéfice net 2010E et à 2,20 son actif net comptable, devant un PER sectoriel (Hors UIB) de 15,59x, et un PBR sectoriel (Hors UIB) de 2,34x.

De plus, notre valorisation basée sur des hypothèses assez prudentes fait ressortir un cours de 86,159DT/action. **Nous recommandons de conserver le titre AB avec des perspectives positives.**

Une croissance persiste et des fondamentaux en nette amélioration

- Amen Bank s'assure une place de choix dans le secteur bancaire tunisien en se classant parmi les cinq premières banques privées de la place.
- Avec un réseau de 116 succursales, Amen Bank est une banque universelle, capable de répondre aux exigences de sa clientèle à travers une gamme assez diversifiée de services et produits.
- Une bonne maîtrise des charges permettant à la banque de se classer 2^{ième} en terme de charges de gestion, mais aussi en termes de coefficient d'exploitation.
- AB a amélioré sa qualité de l'actif de crédit par une réduction du niveau des créances douteuses et une augmentation de la couverture de provisionnement. Toutefois, il reste encore beaucoup à faire pour améliorer l'une et l'autre à des niveaux plus satisfaisants.

Recommandation	Conserver
Valeur	Amen Bank
Secteur	Bancaire
Prix cible	86,159
Risque	faible
Nombre d'actions	10 000 000
Valeur Nominale	10
Capital Social (DT)	100 000 000
Actionnaire majoritaire	Famille Ben Yedder
+ Haut douze derniers mois	57,9
+ Bas douze derniers mois	32,9
Performance/12 derniers mois	80,2%

- Une stratégie ciblée vers les créneaux à fortes potentialités et valeur ajoutée.

Présentation de la banque :

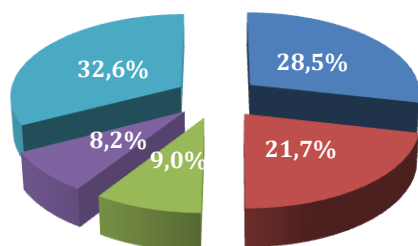
Amen Bank, initialement baptisée « Comptoir Foncier et Commercial de Tunisie CFCT », a été créée en 1966. AMEN BANK a pu capitaliser sur une tradition et un professionnalisme bancaires bien ancrés dans le temps. Depuis sa création, l'Amen Bank est parvenue maintenir un rythme de croissance soutenu de ses fonds propres, et ce en procédant à vingt huit augmentations de capital dont quinze en numéraire pour atteindre 100.000.000 dinars divisés en 10.000.000 actions de 10 dinars chacune. La banque s'est aussi dotée d'un large réseau commercial, elle compte un réseau de 116 agences disséminées dans presque toutes les régions de Tunisie avec un effectif de plus de 967 employés. Première Banque entièrement privée et Tunisienne, totalement vouée au service de sa clientèle et au développement de l'économie tunisienne, Amen Bank, aujourd'hui banque universelle, est au cœur d'un groupe diversifié à forte synergie et à forte croissance lui permettant d'assurer sa stabilité et sa pérennité.

Notation de la banque :

L'agence de notation Capital Intelligence (CI), a confirmé la note de l'Amen Bank à BB- (de long terme) en ce qui concerne la note de devises étrangères et à BB- (court terme) concernant la solidité financière.

La note de soutien de la Banque a été maintenue à 4. L'agence de notation a expliqué ce maintien des notations, par l'amélioration de la position financière de la Banque comparée à la qualité de ses actifs, son capital profitabilité, alors que sa note concernant la Stabilité Financière en Devises Etrangères a été relevée de « Négative » à « Stable ».

Structure de l'actionnariat de l'Amen Bank



- Sté ASSURANCE COMAR
- Sté PARTICIPATION GESTION ET INVEST
- Sté MENINX HOLDING
- Sté PARENIN
- Autres actionnaires

Le groupe Amen :

AMEN BANK fait partie du groupe AMEN constitué, actuellement, de 38 sociétés opérant dans plusieurs secteurs de l'économie tunisienne (banque, assurance, leasing, Sicar, gestion de titres, santé, tourisme, informatique...).

A la tête de ce groupe se trouve la société holding PGI (société de Participation de Gestion et d'Investissement) dont les principaux actionnaires sont les membres de la famille BEN YEDDER.

AMEN BANK est elle-même à la tête d'un groupe constitué de 19 sociétés du groupe AMEN opérant essentiellement dans le domaine des finances et ayant réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 271 MDT en 2009.

La stratégie de la Banque :

AMEN BANK a connu une croissance très rapide les cinq dernières années. Cette croissance a permis à la banque d'engranger des parts de marché et de se placer aujourd'hui parmi les meilleurs acteurs privés du secteur bancaire tunisien. Dans un tel secteur concurrentiel accru, AMEN BANK n'a pas cessé de promouvoir et d'innover dans un souci de conformité aux standards bancaires nationaux et internationaux à savoir ;

- ✓ L'amélioration de la qualité de la créance et de son recouvrement (le taux de créances classées de 11,9% en 2009 contre un taux de 23,1% en 2005),
- ✓ la rénovation des moyens de paiement,
- ✓ le renforcement de la sécurité des opérations bancaires,
- ✓ Après avoir entamer la modernisation de son système d'information, la banque a jugé utile l'intégration d'une base de données centrale moderne permettant une meilleure gestion des reporting comptables et une meilleure analyse des données.

Le secteur des services, le créneau des crédits aux particuliers ainsi que celui des marchés des capitaux sont considérés comme les axes les plus prometteurs pour le Business plan d'AMEN BANK.

Lors de sa dernière communication financière, le management a laissé entendre que la banque compte accompagner des entreprises inscrites dans plusieurs créneaux porteurs et un rayonnement régional à travers une présence en Afrique subsaharienne qui devrait se concrétiser dans un avenir proche, et le lancement d'une filiale de leasing en Libye.

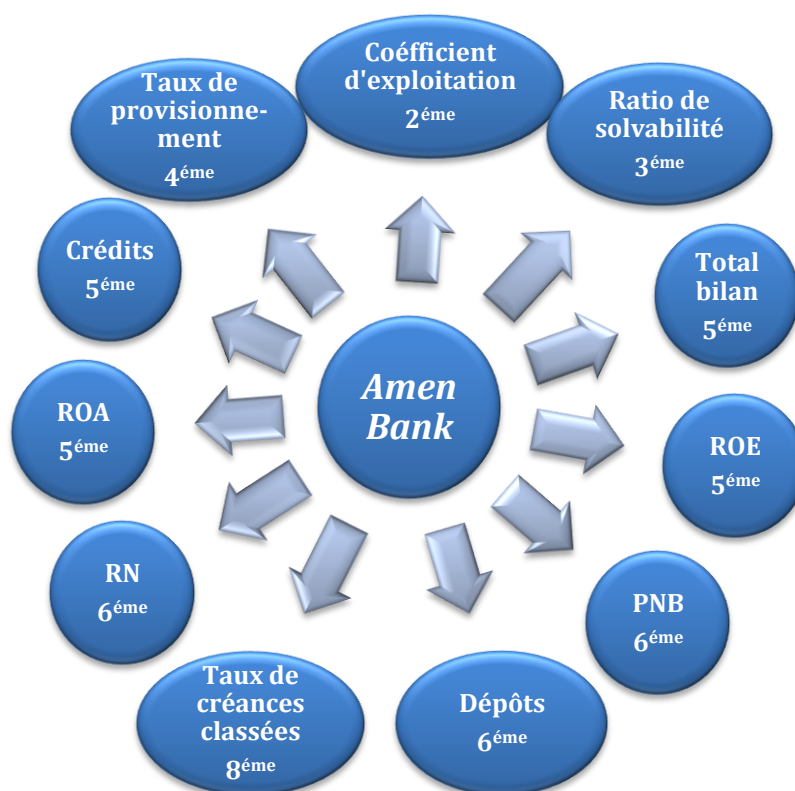
Positionnement de la banque en 2009 :

En terme de total bilan, AB est classée 5^{ème} (4,4MDT), par rapport aux banques cotées de la place, et 6^{ème} en terme de PNB (140,5MDT). Avec des parts de marché de 10,4% du côté des crédits accordés à la clientèle, AB se classe la 5^{ème} après les trois banques publiques de la place et la BIAT et la 6^{ème} avec 9,4% en termes des dépôts de la clientèle.

En termes de productivité, l'AB vient en deuxième position, parmi les banques les plus productives, avec un coefficient d'exploitation de 34%. Quant à la solvabilité, elle se classe la 3^{ème} après la BT et l'ATB.

En outre, AB présente une qualité d'actif en nette amélioration, soit un taux de créances classées de 11,9%, un taux de provisionnement de 70,9% qui la place en 4^{ème} position, chose qui dénote l'effort consenti par la banque au détriment de son bénéfice afin de respecter les recommandations de la BCT.

Côté rentabilité, AB a affiché des ratios dans les normes sectorielles. Un ROA de 1,12% et un ROE de 12,9%. De part son résultat d'exploitation, AB est classée 4^{ème} et avec un résultat net de 45,1MDT, elle est classée 6^{ème}.

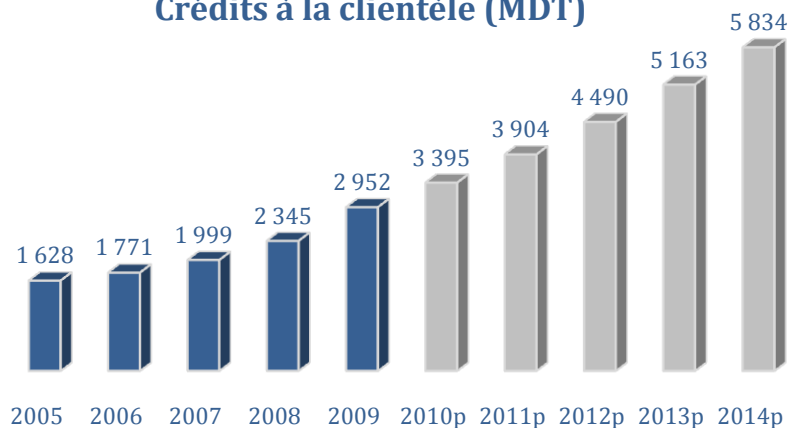


L'Amen Bank : Une activité bancaire visqueuse

Face au développement soutenu du réseau d'agence, le déploiement d'une stratégie produits (Crédim, Carte jeune « Tahfouna », Carte à usage unique, Amen Mobile...) qui évolue au diapason d'un marché de plus en plus concurrentiel, ressort désormais, une priorité pour Amen Bank.

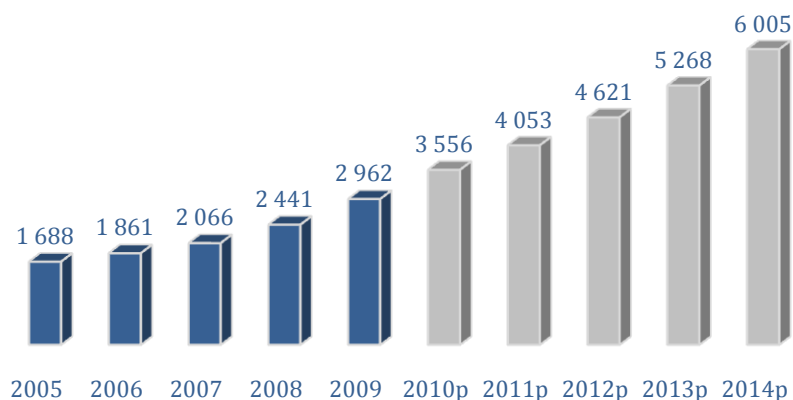
La proximité auprès de sa clientèle, soit 116 agence, lui confère ainsi une part de marché relativement modeste (9,4% des dépôts en 2009). En termes de distribution des crédits, Amen Bank occupe la 5^{ème} position avec une part de marché de 10,4%. En effet, depuis 2005, le portefeuille de crédits d'Amen Bank s'est accru à un taux de croissance annuel moyen de 16%. Toutefois, cette croissance est plus importante que celle des dépôts collectés auprès de la clientèle lesquels ont augmenté annuellement de 15% en moyenne sur la période 2005-2009. Ainsi, le ratio de liquidité s'est toujours maintenu à des niveaux satisfaisants, respectant la norme réglementaire fixée par la BCT, soit un minimum de 100%. Au 30-06-2010, le ratio de liquidité de la banque s'établit à 108,9%.

Crédits à la clientèle (MDT)



Du côté des prévisions, la banque compte intensifier ses concours à la clientèle en vue d'accaparer davantage des parts de marché conséquentes et d'améliorer ainsi son positionnement : le taux de croissance annuel moyen de l'encours des crédits à la clientèle est de l'ordre de 14,5% sur la période du business plan (2010-2014).

Dépôts de la clientèle (MDT)



D'autre part, en référence à la nouvelle stratégie commerciale, Amen Bank compte accroître davantage ses concours de manière à reconquérir ses parts de marché mais surtout à renforcer sa présence dans certains secteurs offrant des flux d'affaires importants à l'image de la santé, l'énergie et l'industrie exportatrice ...

Ainsi, le taux de croissance annuel moyen des dépôts de la clientèle est de l'ordre de 14% sur la période du business plan (2010-2014).

En outre, Amen Bank parviendra à appliquer sa stratégie axée sur le créneau des « Particuliers », et ceci en s'approchant le plus possible de sa cible, elle compte élargir son réseau d'agences pour le mener à 138 agences d'ici 2014 ; soit une moyenne de 5 à 6 agences par an. L'objectif étant d'accompagner les

nouvelles zones de développement du pays ainsi, plusieurs zones situées à l'intérieur du pays sont désormais ciblées.

L'analyse du passif de la banque a fait ressortir que les dépôts et avoirs de la clientèle demeurera la principale ressource de la banque en contrôlant à hauteur de plus que 80% le passif d'AB.

La banque vise une meilleure répartition qui consiste à relever les parts des dépôts à Vue et de l'épargne dans le total des dépôts. Toutefois, la structure des dépôts demeurera marquée par la primauté des dépôts à termes qui représentera une part de 51,10% à fin 2014.

Compte tenu des prévisions d'accroissement des différentes catégories de dépôts, leur coût moyen global marquera un léger accroissement de 0,09 points de pourcentage pour se situer à 4,40% à fin 2014 contre 4,31% enregistré à fin 2009.

Evolution des dépôts sur la période du business plan (2010-2014)

	2010p	2011p	2012p	2013p	2014p
A vue	995 587	1 134 969	1 307 727	1 517 149	1 765 582
Epargne	551 128	648 554	762 456	895 539	1 050 941
A terme	1 920 060	2 188 869	2 458 343	2 739 296	3 068 749
Autres	88 892	81 069	92 419	115 893	120 108
Total	3 555 667	4 053 460	4 620 945	5 267 877	6 005 380

Le ratio de couverture des crédits par les dépôts d'Amen Bank, au voisinage de 100%, est nettement plus élevé que celui du secteur (91,1%) de sorte que les crédits accordés à la clientèle équivalent les dépôts collectés. Toutefois la sur-utilisation des dépôts au profit des crédits est de nature à peser sur la situation de liquidité de la banque.

	2005	2006	2007	2008	2009
Taux de couverture des crédits par les dépôts	96,4%	95,2%	96,7%	96,1%	99,7%

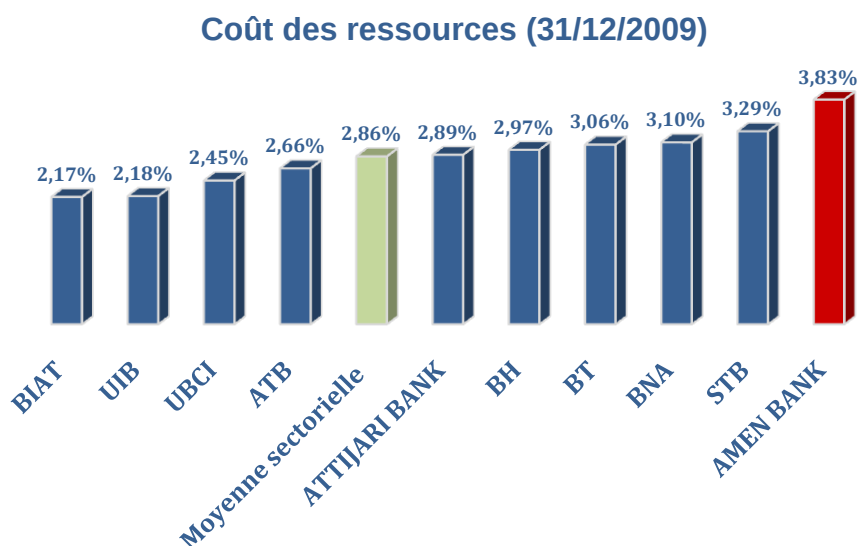
Cette inadéquation structurelle en ressource est comblée par le recours aux ressources spéciales et le refinancement sur le marché monétaire. En outre, l'Amen Bank est un opérateur très actif sur le marché et ce par l'émission des emprunts obligataires. Notons à ce titre que l'Amen est entrain de négocier avec les autorités concernées les modalités d'un emprunt obligataire de 100MDT qu'elle va émettre prochainement.

Mieux encore, elle est considérée comme l'un des premiers utilisateurs des lignes extérieurs (la ligne de la banque Européenne d' Investissement, la ligne de la caisse française de développement ...) ces lignes ont l'avantage d'accorder des financements à taux fixe et à long terme indispensable pour tout type d'activité et éventuellement tout forme d'investissement. L'amélioration de ce ratio sur la période du business plan 2010-2014 prouve incontestablement la rationalité qu'elle va gratifier Amen Bank dans la gestion de ses emplois et l'utilisation de ses ressources.

	2010p	2011p	2012p	2013p	2014p
Taux de couverture des crédits par les dépôts	95,47%	96,31%	97,16%	98,01%	97,15%

Le coût des ressources : un problème central pour Amen Bank

Contrainte de faire face à un développement rapide et soutenu, AMEN BANK a contracté des ressources à des taux bien supérieurs à la moyenne pratiquée par l'ensemble des autres banques. Elle affiche au titre de l'exercice 2009, un coût des ressources de 3,83% quand le coût des ressources du secteur ne dépasse pas les 2,86%.



Une situation n'est pas aussi commode en tenant compte de l'environnement concurrentiel des banques de la place et le contexte économique difficile qui a imposé une baisse des taux et un fléchissement des marges d'intérêt.

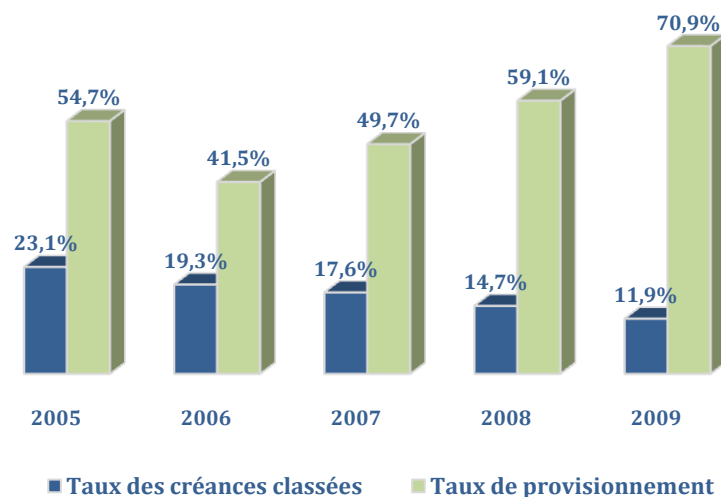
Pour contrecarrer cette déficience, la banque a imposé à ses agences des objectifs stricts de collecte de ressources stables et peu coûteuses. Malgré ces efforts consentis, le coût des ressources poursuivra son trend haussier et passera à 4,08% en 2014, et ce compte tenu de l'augmentation des ressources chères.

Une amélioration continue pour une meilleure qualité d'actifs :

La qualité des créances bancaires est, désormais, le cheval de bataille de toutes les banques tunisiennes. Toutes les banques de la place, et Aman Bank en particulier, ont multiplié des efforts afin de contrecarrer l'inadéquation entre la nature des créances et le provisionnement effectués.

L'évolution de ce taux durant ces dernières années, confirme l'ampleur et l'intérêt que porte la banque pour l'assainissement et la consolidation de leurs assises financière afin de se conformer aux standards internationaux.

Ainsi, les créances douteuses et litigieuses ont baissé de 48,48% entre 2005 et 2009, soit un repli annuel moyen de 15,28%, passant de 23,1% en 2005 à 11,9% en 2009.

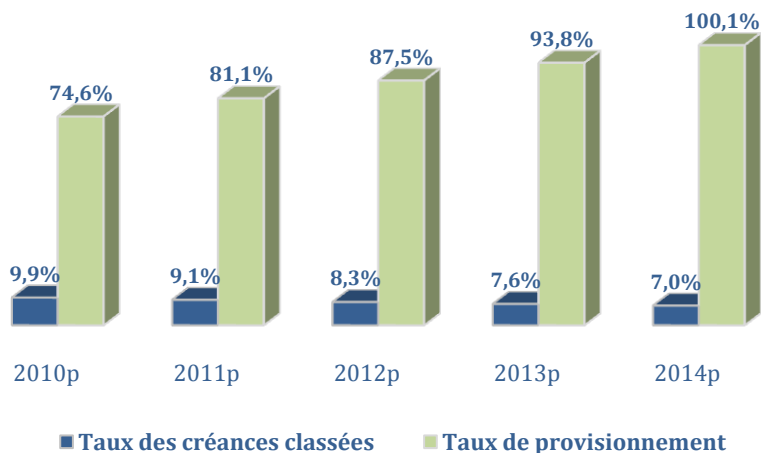


En référence aux efforts de recouvrement et d'assainissement des créances douteuses, le taux des créances accrochées se situera au terme de la période du business plan à 7% atteignant ainsi le seuil minimum escompté par la BCT à l'horizon 2014.

Dans la même lignée, Amen Bank est en passe de prendre les mesures nécessaires pour améliorer la visibilité des prêts octroyés notamment en matière de provisionnement.

En dépit d'une situation assez confortable (70,9% en 2009), Amen Bank poursuivra ses efforts d'une manière substantielle, elle compte provisionner ses créances classées à hauteur de 100,1% en 2014. A ce titre, elle va mobiliser une somme de 195,170MDT aux comptes provisions tout au long de la période du business plan.

L'évolution du taux des créances accrochées ainsi que leurs couvertures par les provisionnements entre 2010 et 2014 est donnée par le graphique ci-dessous ;

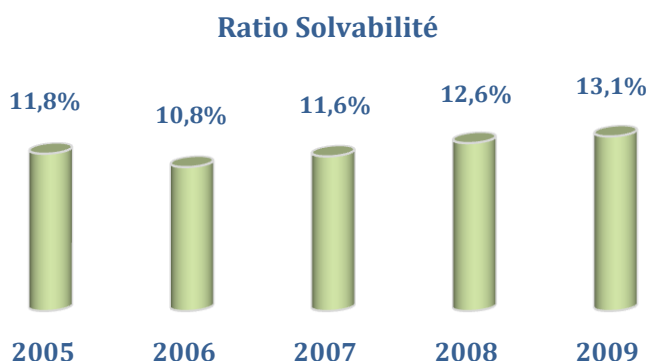


Ainsi, l'évolution des engagements de la banque au cours de la période 2010-2014 sera comme suit :

- ✓ Les engagements par signature augmenteront à un taux annuel moyen de 10%,
- ✓ Les créances nettes sur la clientèle évolueront à un taux de presque 15 %
- ✓ Les agios réserves augmenteront au taux de 10%,
- ✓ Les créances classées évolueront au taux de 4%.
- ✓ et les provisions sur créances évolueront a concurrence de 85% de la dotation aux provisions annuelle sur créances, hors bilan et passif et ce pour mieux couvrir les autres risques conformément aux exigences de Bale II.

Un ratio de solvabilité assez confortable :

Les directions des banques accordent plus d'importance aux ratios de solvabilité et à leur rôle de coussin de protection contre des pertes non attendues. En particulier, Amen Bank veille à s'assurer un ratio de solvabilité satisfaisant. En effet, elle s'est caractérisée par une solvabilité adéquate, soit un ratio de 13,1% en 2009, respectant ainsi la norme escomptée par la BCT.



Les résultats d'exploitation de l'AB :

Le Produit Net Bancaire :

Le produit net de la banque a remarquablement évolué sur la période 2005-2009, enregistrant une croissance moyenne de 11,06%. En 2009, le PNB d'AB s'est établi à 140 573MDT, soit une évolution de 8% par rapport à 2008. Du côté classement, l'AB a occupé en 2009 la sixième place, en termes de PNB, avec une part de marché de 8,4%.

En se référant au business plan émis par la banque, le produit net bancaire passera d'un montant de 140,5MDT en 2009 à 243,8MDT en 2014 enregistrant ainsi un taux de progression moyen de 11,6% sur la période 2010-2014.

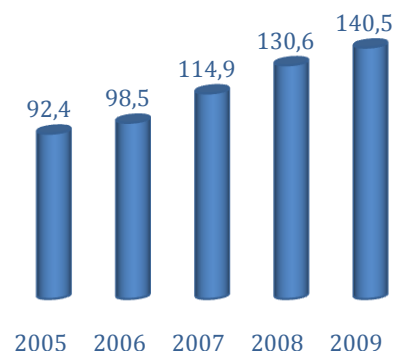
La composition du PNB :

Tels est le cas de la majorité des banques tunisiennes, le PNB de l'AB est principalement constitué par la marge nette d'intérêt (plus que 50%) ainsi que par la marge nette sur commissions (aux alentours de 20%). Sur la période 2005-2009, l'évolution de la marge nette d'intérêts et celle de la marge nette sur commissions se sont réalisées avec des moyennes respectives de -2,8% et 2,3%. En terme de performance par rapport au secteur bancaire, et au cours de l'exercice 2009, AB a enregistré un ratios de marge nette d'intérêts de 51% légèrement en dessous de la moyenne sectorielle, soit 57% et un ratio de marge nette sur commissions de 24% contre une moyenne sectorielle de 22,7%.

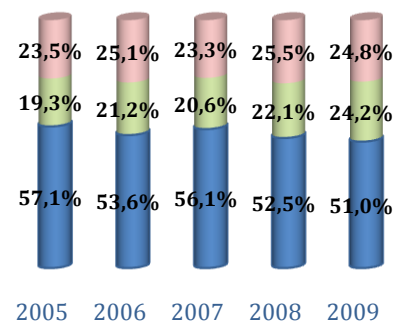
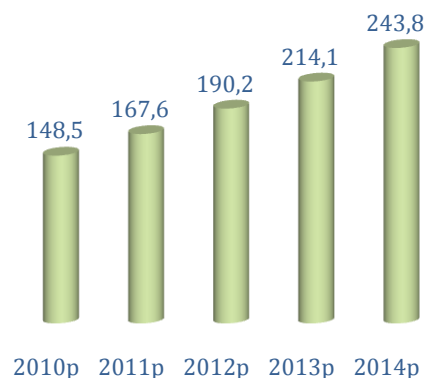
Sur la période du business plan, les commissions nettes évolueront au taux moyen de 15,6% et totaliseront 70,2MD à fin 2014. Cette performance est imputable à la diversification des offres de produits et à l'émergence de nouveaux produits découlant essentiellement de l'exploitation des nouvelles technologies.

D'une autre côté, la marge d'intérêts va progresser de 11,9 % résultant d'une augmentation des intérêts et produits assimilés encaissés au taux de 14,4 %.

Produit Net Bancaire (MDT)



PNB prévisionnels (MDT)



■ Marge Nette d'Intérêts
 ■ Marge Nette sur commissions
 ■ Autres

Elle atteindra 125,5MDT à fin 2014 contre 71,6MDT réalisé à fin 2009. Et ce malgré la progression accentuée des intérêts encourus et charges assimilées comparativement à celles des intérêts et revenus assimilés marquant, respectivement, des taux de croissance annuels moyen de 15,7% et 14,4%.

Efficacité Opérationnelle :

Du côté des frais généraux, ces derniers se sont inscrits dans un registre haussier sur la période 2005-2009, soit une évolution de 9,2%. Les frais de personnel, qui composent les frais généraux à plus de 75%, ont évolué de 10,3% sur la même période. En 2009, les frais de personnel se sont accrus de 14,8% par rapport à 2008. Et comparativement au secteur, AB se classe deuxième en matière de maîtrise des charges de gestion.

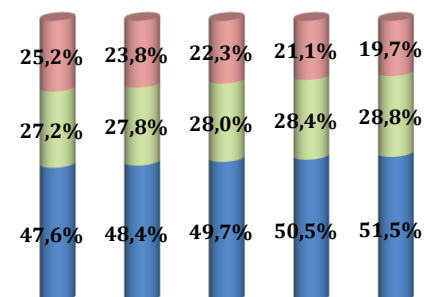
Le coefficient d'exploitation d'AMEN BANK est l'un des plus faibles du secteur et il demeure ainsi son point fort. Il s'est établi à 34% en 2009 contre une moyenne sectorielle de plus de 46%.

Au volet prévisionnel, les frais du personnel augmenteront de 10% et les charges générales d'exploitation de 8% par an. Il découle que les frais d'exploitation évolueront au taux moyen de 9,35% à l'issue du business plan 2010-2014.

A ce titre la banque vise l'amélioration continue de son coefficient d'exploitation pour le ramener à 30,7% en 2014.

Résultat d'exploitation :

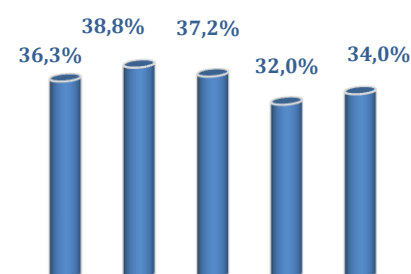
Le résultat d'exploitation de l'AB s'est accru sur la période 2005-2009, à un taux de croissance annuel moyen avoisinant les 27%, pour atteindre un résultat d'exploitation en 2009 de 53,1MDT. Sur la période du business plan, le résultat d'exploitation de l'AB progressera avec une croissance annuelle moyenne de 20% et passera à un montant de 122,9MDT en 2014.



2010p 2011p 2012p 2013p 2014p

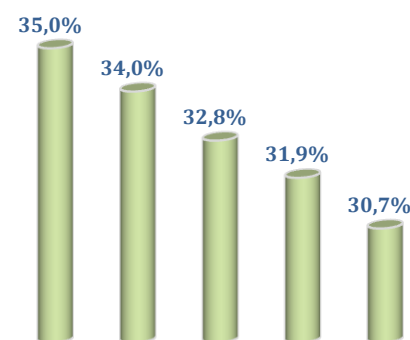
■ Marge Nette d'Intérêts
 ■ Marge Nette sur commissions
 ■ Autres

Coefficient d'exploitation



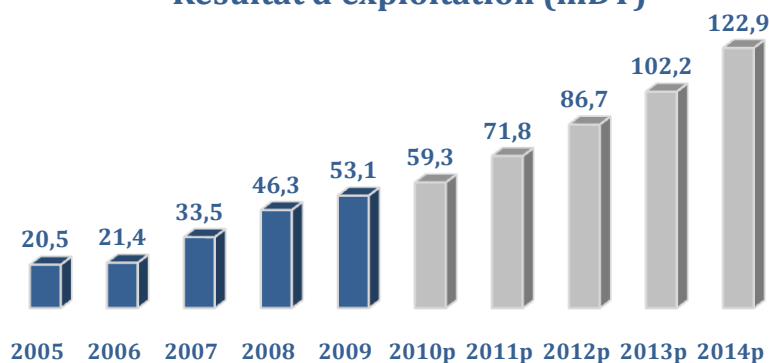
2005 2006 2007 2008 2009

Coefficient d'exploitation prévisionnel



2010p 2011p 2012p 2013p 2014p

Résultat d'exploitation (mDT)



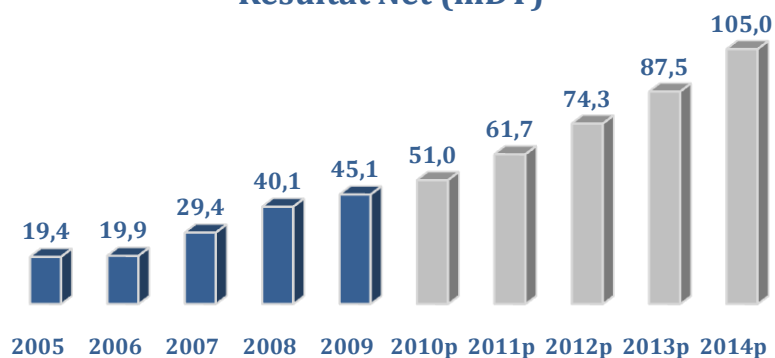
Etude de la rentabilité :

Sur la période 2005-2009, le résultat net d'AB s'est amélioré avec une moyenne de 23,4%. En 2009, il a connu une progression (+12,5%) avec un résultat net frôlant les 45102 mDT, devant une moyenne sectorielle de 42 MDT.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010p	2011p	2012p	2013p	2014p
Résultat Net	19 444	19 865	29 421	40 090	45 102	51 045	61 684	74 319	87 536	105 026
Croissance	-	2,2%	48,1%	36,3%	12,5%	13,2%	20,8%	20,5%	17,8%	20,0%

Du côté prévisionnel, le résultat net bondira de 45,1MDT en 2009 à 105MDT en 2014, soit un taux de progression moyen de 18,4 %. Cette évolution résulte d'une part, de la bonne maîtrise des charges opératoires et d'autre part de la progression escomptée du produit net bancaire, évolueront respectivement selon un taux de croissance annuel moyen de 9,35% et de 11,6%.

Résultat Net (mDT)



Rentabilité des Fonds Propres :

Bien que la rentabilité des fonds propres de la banque, se rapportant à l'exercice 2009, a accusé une légère baisse par rapport à 2008 (-2%), AB se classe cinquième avec un ROE de 12,9% pour une moyenne sectorielle de 12,7%.

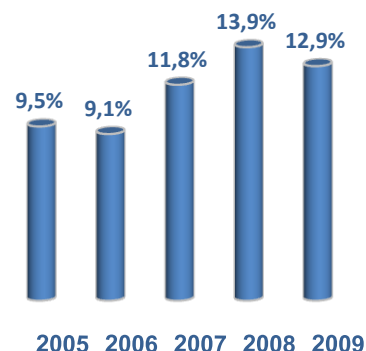
En se référant au business plan, les résultats nets de l'AB devraient s'accroître à un taux de croissance annuel moyen de 18%, devant une croissance moins importante des fonds propres, soit en moyenne 15,5% par an. Ainsi, la rentabilité des fonds propres devrait atteindre les 15,1% d'ici 2014.

Rentabilité des Actifs :

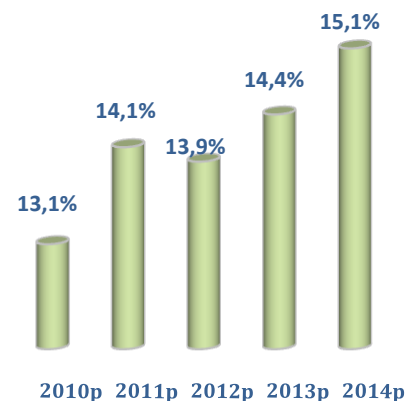
De point de vue rentabilité de l'actif, et au titre de l'exercice 2009, AB a affiché un ROA de 1,12%, en ligne avec la moyenne sectorielle.

Conformément au business plan, le ROA de la banque devrait progressivement augmenter pour atteindre 1,39% en 2014. En effet, une progression moyenne de 12,6% est prévue pour l'actif sur cette période, devant une hausse moyenne plus importante du côté du résultat net de l'ordre de 18%.

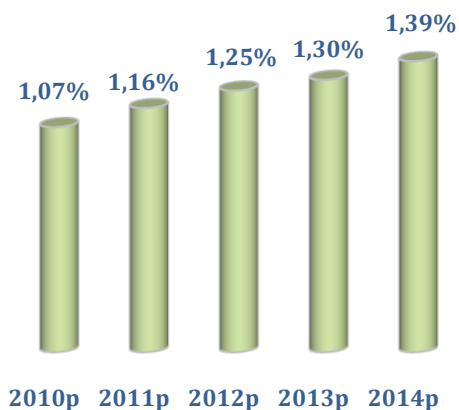
ROE



ROE



ROA



ROA



Réalisations de l'Amen Bank au 30/09/2010:

	30/09/2009	30/09/2010	Evolution	Evolution en (mDT)	31/12/2009
Encours crédits	2 863 214	3 588 777	25,34 %	725 563	2 951 946
Portefeuille-titres commercial	108 003	152 089	40,81 %	44 086	114 251
Portefeuille d'investissement	390 743	414 288	6,02%	23 545	450 203
Encours Dépôts	3 116 429	3 561 045	14,26%	444 616	2 962 197
Emprunts et ressources spéciales	372 304	460 993	23,82 %	88 689	374 580
Capitaux propres	294 885	338 937	14,93%	44 052	350 914
Intérêts et revenus assimilés	145 740	175 624	25,50%	29 884	199 414
Commissions (en produits)	27 265	32 746	20,10 %	5 481	37 827
Revenus du portefeuille titres commercial	10 335	13 283	28,52%	2 948	13 895
Revenus du portefeuille d'investissement	16 857	16 289	-3,36%	-568	21 500
Produits d'exploitation bancaire	200 197	237 941	18,85%	37 744	272 636
Intérêts encourus et charges assimilés	94 138	112 622	19,63 %	18 484	127 719
Commissions encourues	2 844	3 390	19,19%	546	3 824
Autres charges	700	446	-36,28%	-254	520
Charges d'exploitation bancaire	97 682	116 458	19,22%	18 776	132 063
Autres produits d'exploitation	1 171	1 265	8,02%	94	1 614
Produit Net Bancaire	102 515	121 483	18,50%	18 968	140 573
Frais de personnel	26 003	31 186	19,93%	5 183	36 374
Charges générales d'exploitation	7 707	7 934	2,94%	227	11 361

- Les dépôts de la clientèle ont connu une augmentation de 444,616MDT, soit une croissance de 14,26%, entre septembre 2009 et septembre 2010, pour s'établir à 3 588,777MDT plaçant la banque pour la première fois à la 4^{ème} place en termes de part de marché (devançant même la BH). Dans la même lignée, les crédits accordés à la clientèle se sont accrus de 25,34%, pour s'établir à 3 588,777MDT, se rapportant au troisième trimestre 2010 par rapport à la même période de 2009.
- Durant les neuf premiers mois de 2010, l'activité de l'Amen Bank s'est soldée par un PNB en progression de 18,50% par rapport à la même période de 2009, s'établissant à 121,483MDT : cette performance est tributaire de l'accroissement des produits d'exploitation bancaire (+18,85%), sous l'effet d'une hausse des crédits, et doublée par l'augmentation des intérêts et revenus assimilés (+25,50%), des commissions (+20,10%) et notamment de la progression des revenus du portefeuille titres commercial (+28,52%). Ainsi, malgré la baisse des taux, Amen Bank a augmenté le poids de la marge d'intérêt dans le PNB par rapport à la même période de l'année dernière.
- Côté efficacité opérationnelle, les frais de personnel ont connu une croissance de 19,93%, s'établissant à 31,186MDT, quand aux charges générales d'exploitation, elles se sont accrues de 2,94% pour s'établir à 7,934MDT. Ainsi le coefficient d'exploitation s'est légèrement amélioré pour se situer à 32,20% en septembre 2010 contre 32,88% en septembre 2009.

Analyse SWOT :

Points forts	Points Faibles
▪ Actionnariat stable. ▪ Appartenance à un groupe fortement présent dans les services financiers en Tunisie. ▪ Banque universelle disposant d'une offre de services riches ciblant l'ensemble des métiers de la banque et tous les segments de clients. ▪ Capacité à croître en fonction des opportunités et des cycles de croissance économique en Tunisie. ▪ Capacité à maîtriser les charges. ▪ Valorisation attrayante par rapport au marché	▪ Coût du risque élevé. ▪ Forte concurrence, qui sera encore plus exacerbée suite à la libéralisation externe. ▪ Faible taille relativement aux investissements technologiques nécessaires. ▪ Coût des ressources supérieur à la moyenne du secteur, quoi qu'en baisse.
Opportunités	Risques
▪ Capacité à croître sur le marché des particuliers. ▪ Libéralisation des marchés des capitaux et consolidation de la position de la banque sur ce segment. ▪ Synergies avec les entreprises financières du groupe. ▪ Expansion sur le Maghreb et internationalisation de la banque.	▪ Importante hausse des charges nécessaires à la croissance et aux technologies à acquérir. ▪ Baisse des marges par suite d'une exacerbation de la concurrence et de la baisse des taux. ▪ Augmentation des besoins en fonds propres suite à une forte croissance et/ou de plus fortes exigences réglementaires.

Evaluation de l'Amen Bank :

Dans l'évaluation, du titre AB, quatre méthodes ont été prises en considération :

1. La Méthode des Discounted Free Cash Flows,
2. La Méthode EVA,
3. La Méthode des comparables
4. La Somme des parties

Le coût d'actualisation utilisé est celui des fonds propres déterminé à partir du MEDAF, en considérant les paramètres suivants :

Rf	5,606%	BTA 15 ans, échéance mai 2022
Prime de risque	7,55%	
Béta	0,98	Risque systématique du cours de l'action AB au cours des 5 derniers exercice 0.62
Coût des FP	13,01%	
g	1,00%	Taux de croissance annuel moyen

Méthode des Discounted Free Cash Flows:

	2010p	2011p	2012p	2013p	2014p	2015p
RN	51 045	61 684	74 319	87 536	105 026	
Dividendes	-14 000	-14 000	-14 000	-14 000	-16 800	
RN non distribués	37 045	47 684	60 319	73 536	88 226	89 108
RN non distribués actualisés	37 045	42 196	47 234	50 957	54 101	
Somme des RN non distribués Actualisés						231 534
Valeur résiduelle						742 260
Valeur résiduelle actualisée						455 161
Valeur de l'AB						686 695
Nombre d'actions						10 000
Valeur par action (DT)						68,670

Cette approche consiste à déterminer les free cash-flows futurs et à les actualiser au coût de fonds propres afin de déterminer directement la valeur des actions de l'AB. Nous avons opté dans l'actualisation du cash flow futur de l'Amen Bank à appliquer un taux des fonds propres déduit à partir d'hypothèses assez prudentes se situant aux alentours de 13,01%. La méthode des DCF a fait ressortir un cours par action Amen Bank de l'ordre de 68,670DT.

Market Value Added :

	2010p	2011p	2012p	2013p	2014p	2015p
EVA	-202	4 211	4 449	8 102	14 154	14 295
EVA actualisées	-202	3 726	3 484	5 615	8 679	
Somme des EVA actualisées						21 301
Valeur résiduelle						119 077
Valeur résiduelle actualisée						73 019
Valeur ajoutée						94 321
CAPI						804 800
Valeur de l'entreprise						899 121
Nombre d'actions						10 000
Valeur par action (DT)						89,912

A partir des chiffres prévisionnels du business plan fournis par la banque, nous avons pu calculer la valeur ajoutée dégagée par l'AB tout au long de la période (2010-2014). Les efforts déployés par la banque en matière de consolidation de ses fonds propres ont abouti à une création de la valeur qui va s'inscrire dans un registre haussier pour atteindre 14,295MDTen 2014.

Ainsi, avec le même taux d'actualisation basé sur des hypothèses restrictives, se situant aux alentours de 13,01%, la méthode Economic Value Added dégage un prix par action de 89,912DT.

Méthode des comparables :

				Escompte	10%
				AB 2010p	AB 2011p
Résultat net Trailing (2010)	435 061	Résultat net (2010p)	51 045	Résultat net (2011p)	61 684
PER (Trailing 2010)	15,09	PER	13,58	PER	13,58
Capitalisation	6 474 935	Valeur Intrinsèque des FP	693 221	Valeur Intrinsèque des FP	837 705
		Valeur des FP actuelle	693 221	Valeur des FP actuelle	741 299
FP (Trailing 2010)	3 428 306	FP (2010p)	390 059	FP (2011p)	437 743
PBK (Trailing 2010)	1,96	PBK 2009	1,76	PBK 2010	1,76
Capitalisation	6 474 935	Valeur Intrinsèque des FP	687 106	Valeur Intrinsèque des FP	771 104
		Valeur des FP actuelle	687 106	Valeur des FP actuelle	682 363
PNB					
PNB Trailing (2010)	1 481 236	PNB (2010p)	148 502	PNB (2011p)	167 609
Capitalisation	6 474 935	Multiple PNB (2010p)	4	Multiple PNB (2011p)	4
Multiple de PNB	4,37	Valeur Intrinsèque des FP	584 233	Valeur Intrinsèque des FP	659 403
		Valeur des FP actuelle	584 233	Valeur des FP actuelle	583 517
		Moyenne FP	654 853	Moyenne FP	669 059
		Nombre d'actions	10 000	Nombre d'actions	10 000
		Valeur par action	65,49	Valeur par action	66,91
				Cours Moyen (DT)	66,196

Dans cette approche, on calculera des multiples de l'AB qu'on comparera par la suite à ceux du secteur. Il s'agit principalement des comparables boursiers ; multiple PNB, PER et PBK sectoriels (hors Attijari Bank et UIB) : Afin de valoriser correctement le titre AB, nous avons estimé que l'application d'un escompte de l'ordre de 10% s'avère nécessaire pour ces paramètres afin de prendre en compte dans la valorisation du titre le manque de soutien d'un partenaire stratégique qui peut l'épauler en cas de difficulté.

Subséquentement, la méthode des comparables a abouti à un cours par action de l'Amen Bank de l'ordre de 66,196DT.

Méthode "Somme des parties":

	2010p	2011p	2012p	2013p	2014p	2015p
Cashs Flows Prévisionnels	91 366	104 171	119 060	134 724	154 759	
Revenus d'investissement	22 796	24 154	25 580	27 078	28 650	
Cashs Flows	68 570	80 017	93 480	107 646	126 109	127 370
Cashs Flows actualisés	68 570	70 808	73 202	74 594	77 331	
Somme des cashs flows						364 506
Valeur résiduelle						1 060 975
Valeur résiduelle actualisée						650 601
Valeur de l'Entreprise						1 015 107
Provisions 2010						320 899
Valeur de l'AB						694 208
PF Investissement revalorisé						527 625
Impôt sur la plus value						23 227
Valeur Finale de la STB						1 198 606
Nombre d'actions						10000
Valeur par action (DT)						119,861

Cette méthode consiste à calculer la valeur de l'AB en dissociant les filiales de son business satellite. La méthode "Somme des parties" a abouti à un prix unitaire par action AB de l'ordre de 119,861DT.

Les valeurs obtenues par les différentes méthodes d'évaluation retenues se résument dans le tableau ci-après :

Synthèse des méthodes	
Méthode des Discounted Free Cash Flows	68,670
Méthode MVA	89,912
Méthode des comparables	66,196
La somme des parties	119,861
Moyenne des méthodes	86,159

La moyenne des quatre méthodes dérive un prix par action de 86,159DT. Le cours actuel de l'action AB étant de 80,480DT.

Amen Bank compte parmi les banques qui ont connu une évolution spectaculaire de son activité ainsi qu'une nette amélioration de leur fondamentaux. Elle présente des fondamentaux solides, une bonne qualité d'actifs, certes qui nécessite plus d'efforts, et une maîtrise des charges remarquable, qui compte parmi les meilleurs du secteur.

Toutefois, le relais de croissance attrayant pour l'AB réside aujourd'hui dans les économies d'échelle potentielle qu'elle peut réaliser suite à des opérations de rapprochement ou dans sa capacité à se déployer au-delà de la frontière tunisienne. Assurément, une telle opération, entamée et non encore aboutie pour l'AB, va améliorer d'avantage sa situation au sein du paysage bancaire tunisien.

Le contenu et les informations fournis dans le cadre de cette publication ne sont d'aucune garantie, implicite ou explicite. La responsabilité de Maxula Bourse ne peut être retenue directement ou indirectement suite à l'utilisation des informations par les lecteurs. Les analyses diffusées par *Maxula Bourse* ne constituent qu'une aide à la décision.

**Directeur du département
Recherches et Analyses :**

Nabil DOUIECH

Analystes:

Amina HOSNI
Haithem BEN NASR
Slim BOSTANGI
Mehdi KOUKI

Maxula bourse
Rue du Lac Lemman, Centre Nawrez-
1053-Ls Berges du Lac
Tel : (+216 71) 960 530/ 960 292
Fax : (+216 71) 960 565