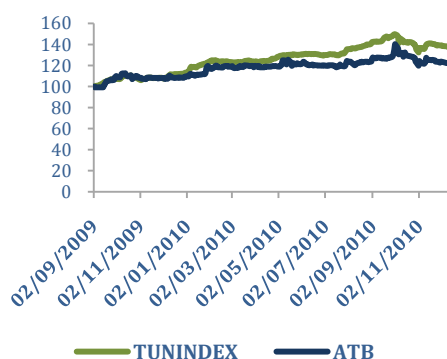


# Note de recherche ATB

Cours au 24 Décembre 2010 : 8 DT

Evolution comparée  
ATB/Tunindex



|                            | 2008    | 2009    | 2010p   | 2011p   | 2012p   | 2013p   | 2014p   |
|----------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| PNB                        | 116 740 | 125 014 | 140 519 | 158 193 | 181 892 | 210 388 | 237 912 |
| Var (%)                    | -       | 7,09%   | 12,40%  | 12,58%  | 14,98%  | 15,67%  | 13,08%  |
| Résultat d'Exploitation    | 40 854  | 48 145  | 59 325  | 69 451  | 85 221  | 105 978 | 125 694 |
| Var (%)                    | -       | 17,85%  | 23,22%  | 17,07%  | 22,71%  | 24,36%  | 18,60%  |
| RN                         | 37 502  | 45 815  | 54 253  | 62 857  | 76 124  | 93 507  | 107 050 |
| Var (%)                    | -       | 22,17%  | 18,42%  | 15,86%  | 21,11%  | 22,84%  | 14,48%  |
| Coefficient d'Exploitation | 43,18%  | 43,07%  | 41,33%  | 39,50%  | 36,69%  | 33,50%  | 31,28%  |
| ROE                        | 13,70%  | 14,81%  | 13,07%  | 13,61%  | 14,69%  | 15,81%  | 15,77%  |
| PER*                       | 12,80   | 13,97   | 14,75   | 12,73   | 10,51   | 8,56    | 7,47    |
| PBK*                       | 1,75    | 2,07    | 1,93    | 1,73    | 1,54    | 1,35    | 1,18    |
| Dividende/action (DT)      | 0,17    | 0,20    | 0,16    | 0,20    | 0,20    | 0,20    | 0,20    |
| Yield                      | 2,13%   | 2,50%   | 2,00%   | 2,50%   | 2,50%   | 2,50%   | 2,50%   |
| Pay Out                    | 27,20%  | 34,92%  | 29,49%  | 31,82%  | 26,27%  | 21,39%  | 18,68%  |

\*sur la période (2010-2014) on a pris en considération l'augmentation de capital

## RECOMMANDATION

L'action ATB se transige à 14,75x son bénéfice net 2010E et 12,73x son résultat net 2011E, et à 1,93x son actif net comptable 2010E et 1,73x, 2011E.

Sur la base de Trailing, elle se transige à 15,64 son bénéfice net 2010E et à 2,54 son actif net comptable 2010E, devant un PER sectoriel de 15,63x, et un PBR sectoriel de 2,45x. De plus, notre valorisation basée sur des hypothèses assez prudentes fait ressortir un cours de 9,006DT/action. **Nous recommandons l'Achat du titre ATB.**

## Des résultats appréciables sous le signe de la performance

- ✓ Une banque appartenant à un groupe d'envergure internationale: Arab Bank PLC
- ✓ Une consolidation des fonds propres afin de se conformer aux normes ;
- ✓ Une rentabilité satisfaisante avec un renforcement significatif des bénéfices ;
- ✓ Une rigoureuse maîtrise des charges couplée avec une amélioration du coefficient d'exploitation ;
- ✓ Un assainissement efficace du portefeuille créances et un taux de provisionnement en nette amélioration ;
- ✓ Certifiée MSI 20000 par la branche organisme de certification de Groupe Maghreb Corporate ; une certification qui lui offre une nouvelle dimension et qui servira désormais de repère aux actionnaires, investisseurs et aux créanciers.

| Recommandation               | Achat         |
|------------------------------|---------------|
| Valeur                       | ATB           |
| Secteur                      | Bancaire      |
| Prix cible                   | 9,006DT       |
| Risque                       | faible        |
| Nombre d'actions             | 100 000 000   |
| Valeur Nominale              | 1             |
| Capital Social (DT)          | 100 000 000   |
| Actionnaire majoritaire      | Arab Bank PLC |
| + Haut douze derniers mois   | 10.13         |
| + Bas douze derniers mois    | 7.96          |
| Performance/12 derniers mois | 2.63%         |

## Présentation de la banque :

L'Arab Tunisian Bank a vu le jour le 30 juin 1982, par l'intégration de l'agence tunisoise de l'Arab Bank PLC et l'apport de personnes physiques tunisiennes, avec un capital initial de 6 000 dinars. Contrôlée à hauteur de 64% par l'Arab Bank PLC, un groupe d'envergure internationale, l'ATB s'est donnée pour mission de contribuer au développement économique et financier du pays en offrant notamment aux professionnels un service diversifié et de qualité. Visant une consolidation de ses fonds propres, la banque a procédé à des injections régulières de capital portant son capital social à 100 millions de dinars. L'ATB figure parmi les banques les plus dynamiques du marché tunisien ; saisissant les opportunités nouvelles qui se sont présentées au secteur, elle a développé une stratégie de filialisation qui s'est traduite par la création de 12 filiales opérant dans des domaines divers couvrant la gestion de portefeuille, le placement, l'investissement, le conseil, le factoring et le leasing. Elle dispose aujourd'hui d'un réseau de 107 agences et emploie 803 personnes et se positionne, ainsi, la troisième banque privée du pays.

### Positionnement de la banque en 2009

| Principaux Indicateurs     |           | Rang ATB (2009) |
|----------------------------|-----------|-----------------|
| Total Bilan                | 3 824 870 | 6               |
| PNB                        | 125 014   | 8               |
| Part de marché des Crédits | 5,90%     | 9               |
| Part de marché des Dépôts  | 9,70%     | 5               |
| Charges de Gestion         | 53 840    | 3               |
| Coefficient d'exploitation | 43,07%    | 4               |
| ROA                        | 1,20%     | 4               |
| ROE                        | 14,81%    | 3               |
| Résultat Net               | 45 815    | 5               |
| Résultat d'Exploitation    | 48 145    | 6               |
| Liquidité                  | 107,28%   | 6               |
| Taux des créances classées | 8,90%     | 4               |
| Taux de provisionnement    | 73,20%    | 3               |

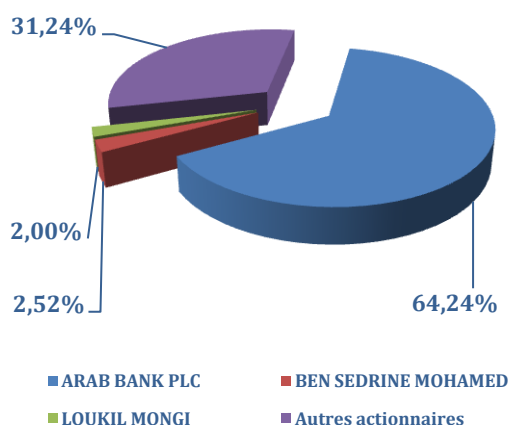
## Notation de la banque :

L'ATB a sollicitée sa notation auprès de deux agences internationales :

- En janvier 2010, l'agence de notation Standard and Poor's a révisé les notations attribuées à l'ATB et les a confirmé à 'B' pour la note à court terme et 'BB+' pour la note à long terme avec perspective d'évolution positive.
- En juillet 2010, Fitch Ratings a confirmé les notes internationales à long terme et à court terme en devises et en monnaie locale attribuées à l'Arab Tunisian Bank ('ATB') respectivement à 'BBB+' et 'F2' avec perspective d'évolution stable. Par ailleurs, les notes nationales attribuées à l'ATB : les notes à long terme, court terme, la note intrinsèque et la note de soutien extérieur ont été confirmées respectivement à 'AA(tun)', 'F1+(tun)', 'D' et '2'.

Les notes à long terme, court terme et de soutien extérieur attribuées à l'ATB sont fondées sur la claire indication du soutien de son actionnaire principal Arab Bank plc ('AB') qui détient 64,2% de son capital.

### Structure de l'actionariat de l'ATB



## Le groupe ATB :

L'ARAB BANK PLC, fondatrice de l'ATB avec une participation majoritaire dans le capital de 64,238%, compte parmi les premiers groupes bancaires dans le monde arabe en termes de résultats, de taille des fonds propres et des actifs.

A travers un réseau de 430 succursales réparties dans tous les coins du monde, le groupe Arab Bank offre un large éventail services financiers. Il a réalisé au cours de l'exercice 2009 un bénéfice consolidé net record de 576 Millions de dollars américains, un ratio de rendement des capitaux propres (ROE) de 7,1% et un total des actifs se situant autour de 51 milliards de dollars américains.

L'Arab Bank PLC n'a pas cessé d'accompagner le développement de l'ATB depuis sa création et continue à la soutenir et à renforcer son ancrage au sein du groupe Arab Bank tant en termes commerciaux qu'en matière de gestion et de sécurité.

## Stratégie de l'ATB : Un cœur de métier bien orienté

Jouissant de l'expertise de l'Arab Bank en matière de gestion des risques et de banque professionnelle, l'ATB a mené une politique active d'organisation, de structuration et de développement, se donnant ainsi la possibilité de se positionner favorablement dans un environnement concurrentiel et en perpétuelle mutation.

L'objectif de croissance visé en vue de consolider sa position sur le marché national et d'accroître son champs d'action, sera réalisé conformément à une stratégie commerciale bâtie autour des axes principaux suivants :

- ✓ Une orientation plus soutenue vers le marché des particuliers sans toutefois négliger sa cible privilégiée (les PME et les grandes entreprises).
- ✓ Le développement d'une synergie de groupe entre la banque et ses filiales
- ✓ La poursuite du développement des activités en forte accélération, fondé sur la proximité, l'innovation et la qualité de service.
- ✓ La mise en place des systèmes de management de la qualité
- ✓ La poursuite du développement de l'infrastructure informatique et généralisation de la bancatique qui s'appuie sur les avancées des nouvelles technologies (Ebanking, SMS, téléphonie mobile ...)
- ✓ La mise en place d'un schéma organisationnel qui vient compléter et renforcer la structure actuelle, ciblant les activités des segments « Retail » et « Corporate ».

## De nouveaux progrès sur la conquête et une meilleure stratégie médias interactive

L'ATB se veut une banque offensive envers les particuliers et les jeunes. Cherchant à se positionner comme étant la banque des jeunes, l'ATB ne cesse ces derniers temps de multiplier les produits destinés à cette tranche majoritaire de la population qui représentent la clientèle de demain (La carte ATB C jeune, Pack Intelligencia...). Outre, l'ATB confirme sa place en tant que banque « High Tech », elle se tourne vers les technologies de l'information et de la communication comme moyen de rapprochement et de facilitation des services bancaires pour ses clients. Elle est la première banque à proposer des guichets automatiques effectuant des opérations de changes sur les euros et les dollars et à déployer des appareils de nouvelle génération en collaboration avec ses partenaires tels HP, Microsoft, Lenovo, IBM, Versus ainsi que Topnet.

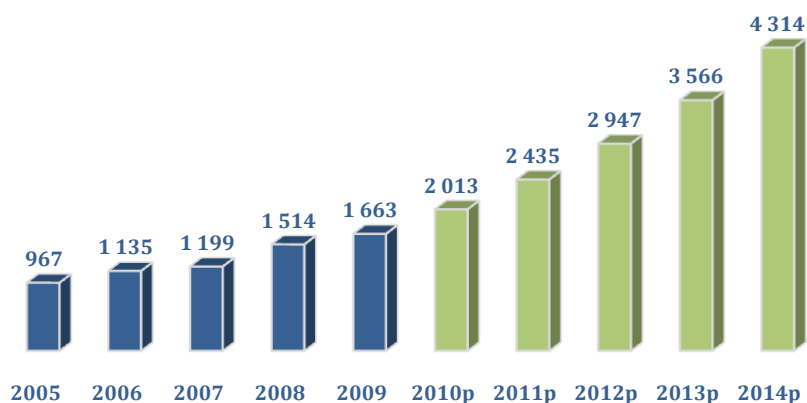
A cet égard, il y a lieu de noter que l'ATB, première dans son secteur, est classé 11<sup>ème</sup> en 2009 en matière d'investissement publicitaire en Tunisie. Le budget alloué à la communication est de 2,7MDT, avec 50% des achats d'espaces médias ce qui dénote d'une attitude de conquête de parts de marché, particulièrement agressive de la part de l'ATB.

## L'ATB est sur la bonne voie :

Bien qu'elle compte parmi les plus récentes banques commerciales de la place, l'ATB a pu consolider sa position au fil des ans et réaliser des performances appréciables s'inscrivant dans une perspective de croissance durable de ses résultats. Au cours des 5 dernières années, une évolution sensible a été observée aussi bien au niveau de ses emplois qu'au niveau de ses ressources.

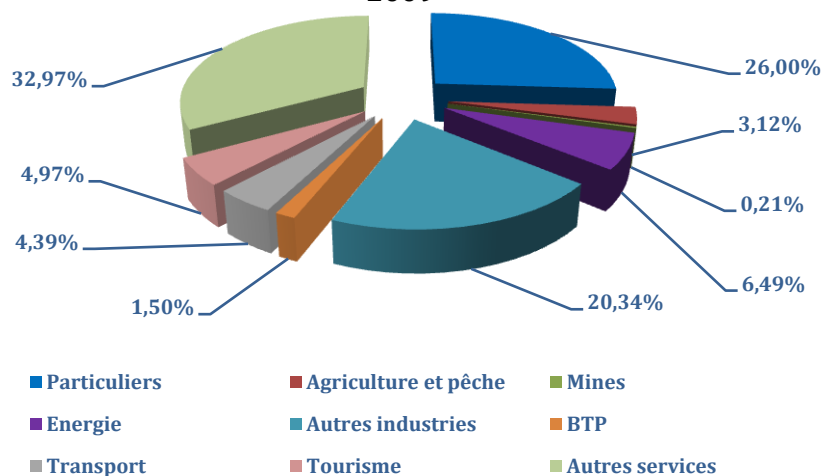
Pour ce qui est de l'emploi, les créances sur la clientèle représentent l'emploi le plus important de la banque, avec une part de plus de 43% dans l'emploi total. Ils ont progressé à une moyenne de 14,5% entre 2005 et 2009. En 2009, elles se sont établies à 1663MDT, en accroissement de 9,9% relativement à l'année précédente, classant ainsi la banque 9<sup>ème</sup> au niveau sectoriel de point de vue importance des créances sur la clientèle, détenant une part de marché de 5,9%.

### Crédits à la clientèle(MDT)



Les crédits accordés à la clientèle sont ventilés principalement entre les services, les particuliers et les industries. Au fil des années, la banque a opté pour la diversification de ses crédits en finançant tous les secteurs de l'économie, avec tout de même une mention spéciale pour le financement du secteur des services (32,97%) suivi de près par les particuliers (26%). Une vocation assez particulière pour la banque qui considère cette cible un créneau, encore sous-exploité en Tunisie, offrant ainsi un potentiel de croissance considérable.

### Répartition sectoriel les des crédits à la clientèle en 2009

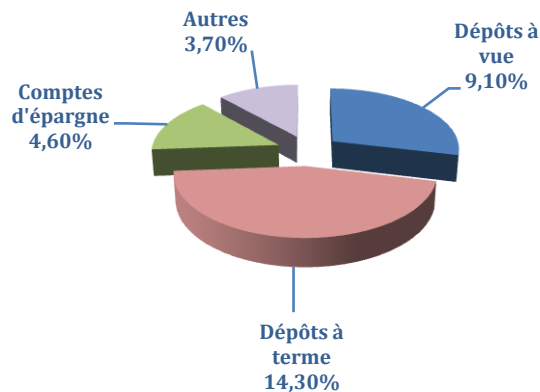


Du côté des prévisions, la banque compte accroître ses concours à la clientèle en vue de consolider sa position sur le marché. Ainsi, ils devraient évoluer à un taux de croissance annuel moyen de 21%. A l'issue de l'exercice 2014, les concours des crédits prévisionnels de l'ATB devraient dépasser la barre des 4314 MDT.

### Dépôts et avoirs de la clientèle (MDT)



### Part de marché de l'ATB en terme de dépôts en 2009



Les dépôts et avoirs de la clientèle assurent près de 80% des ressources totales de la banque. Ils ont progressé à une moyenne de 19,1% sur la période 2005-2009. En 2009, les dépôts collectés auprès de la clientèle ont enregistré une évolution de 20% relativement à 2009 pour s'établir à 3034MDT confirmant l'orientation de la banque vers une consolidation de ses ressources. Au niveau sectoriel, l'ATB se classe 5<sup>ème</sup> en terme de dépôts de la clientèle et accapare ainsi, en 2009, une part de marché de 9,7%.

Conformément au business plan, les dépôts de la clientèle suivront la même cadence que les exercices antérieurs, soit une croissance annuelle moyenne de 12,% pour s'établir à 5345MDT vers la fin de l'exercice 2014. Pour ce faire, l'ATB convoite le développement de ses parts de marché pour atteindre une taille optimale, susceptible de lui permettre d'acquérir une place de choix dans le paysage financier tunisien. Elle va miser sur l'élargissement de son réseau d'agences pour le mener à 143 agences d'ici 2014, ainsi le programme d'extension du réseau d'agences est donné par le tableau suivant :

|                                  | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|----------------------------------|------|------|------|------|------|
| <b>Nombre d'agences à ouvrir</b> | 15   | 15   | 10   | 1    | 1    |

Au titre de l'exercice 2009, les dépôts à vue et dépôts d'épargne (dépôts peu rémunérés) constituent les principales ressources de la banque dans la mesure où ils représentent conjointement une part de 71,7% du passif. Toutefois, la structure des dépôts sur la période de business plan, (2010-2014), va connaître une déviation vers une prédominance des dépôts à termes, soit une part au alentour de 51% des dépôts. En dépit d'une telle structure, marquée par la hausse des dépôts rémunérés, la banque va assurer le maintien d'un coût des ressources assez compétitif, se situant à 2,7% à l'horizon 2014 contre 2,6% enregistré en 2009.

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

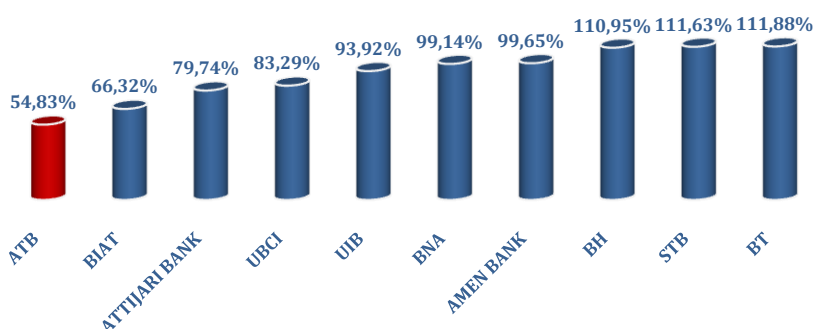
|                | 2009             | 2010p            | 2011p            | 2012p            | 2013p            | 2014p            |
|----------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>A vue</b>   | 961 865          | 1 077 336        | 1 206 573        | 1 351 313        | 1 513 417        | 1 694 966        |
| <b>Epargne</b> | 1 558 511        | 450 164          | 504 166          | 564 645          | 632 380          | 708 241          |
| <b>A terme</b> | 402 076          | 1 745 617        | 1 955 020        | 2 189 545        | 2 452 203        | 2 746 369        |
| <b>Autres</b>  | 111 106          | 124 347          | 139 264          | 155 971          | 174 680          | 195 635          |
| <b>Total</b>   | <b>3 033 558</b> | <b>3 397 464</b> | <b>3 805 023</b> | <b>4 261 474</b> | <b>4 772 680</b> | <b>5 345 211</b> |

En dépit de l'amélioration de la politique de crédits, la liquidité continue de s'améliorer : la banque affiche toujours le ratio de transformation des dépôts en crédits le plus faible du secteur : les crédits accordés à la clientèle ont continué de progresser (+9,9%), mais de façon moindre de celle des dépôts reçus (+20%). Ainsi, les crédits ne représentent plus que 54,8% des dépôts à fin 2009 contre 59,8% une année auparavant. Il en a résulté un nouvel élargissement de l'excédent structurel des dépôts émanant de la clientèle sur les crédits octroyés.

D'une part, l'aversion au risque, a conduit l'ATB à entasser des placements dans des BTA plutôt que d'accorder des crédits à sa clientèle, d'autre part, et dans une bonne mesure, le rendement livré par les BTA est désormais intéressant, soit un taux moyen de 6,7% en 2009.

A cet égard, il y a lieu de noter que le management a laissé entendre, lors d'une entrevue, que la banque s'est lancée dans un programme axé sur les placements en BTA suivi par des augmentations de capital successives afin de générer une forte marge d'activité appréciable qui leur permettra de pénétrer le marché des crédits et s'orienter, par conséquent, vers les crédits structurés des grandes entreprises.

### Taux de couverture des crédits par les dépôts



A l'issue du business plan, la banque va améliorer d'avantage ses emplois par le renforcement des crédits qui vont évoluer à hauteur de 21% sur la période de business plan (contre 9,9% en 2009).

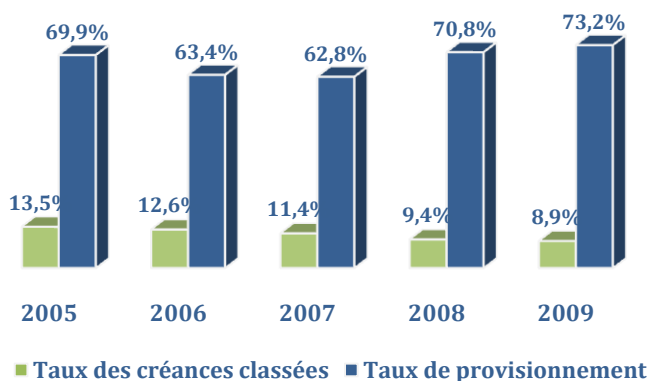
L'amélioration de ce ratio sur la période du business plan (2010-2014) confirme incontestablement la rationalité qu'elle va adopter l'ATB dans la gestion de ses emplois et l'utilisation de ses ressources.

|                                                      | 2010p  | 2011p  | 2012p  | 2013p  | 2014p  |
|------------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Taux de couverture des crédits par les dépôts</b> | 59,24% | 64,00% | 69,15% | 74,71% | 80,71% |

### Suivi des risques et qualité d'actif : Un pari assumé

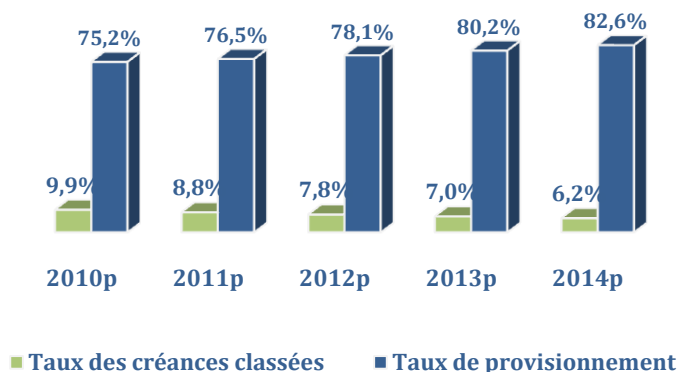
La banque a fourni un important effort d'apurement des créances douteuses conjugué par un effort de provisionnement. Ainsi, les créances douteuses et litigieuses ont baissées de 34,47% entre 2005 et 2009, soit un repli annuel moyen de 10%, passant de 13,5% en 2005 à 8,9% en 2009. Ceci est dû essentiellement à la diminution relative des créances classées et à leurs radiations.

Suite aux efforts d'assainissement endossés par le management de la banque, le taux des créances classées se situera au terme de la période du business plan à 6,2%.



Parallèlement, l'ATB a multiplié ses efforts déployés en matière de provisionnement, ainsi une amélioration notoire s'est affichée rapportant le taux de provisionnement à 73,2% en 2009, franchissant ainsi la limite escomptée par la BCT et enregistrant une croissance annuelle moyenne de 1,15% durant les cinq derniers exercices.

Durant la période du business plan, le taux de provisionnement va poursuivre son trend haussier avec une croissance annuelle moyenne de 2,37%, ainsi, il serait aux alentours de 82,6% d'ici 2014.

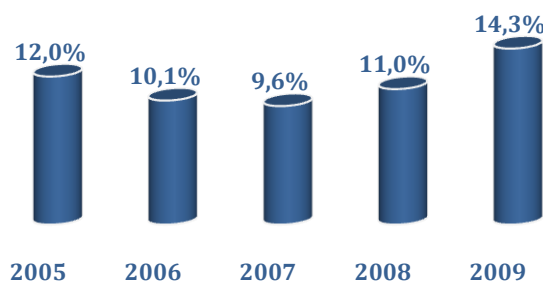


## Un ratio de solvabilité qui compte parmi les meilleurs du secteur

Le management de la banque accorde plus d'importance au ratio de solvabilité et à son rôle de coussin de protection contre des pertes non attendues. Afin de renforcer ses Fonds Propres, l'ATB a fait recours à des augmentations de capital pour le porter de 60MD à 100MD en deux tranches de 20 MD chacune : la première tranche a été en 2008 et la deuxième est en cours d'achèvement ainsi qu'à l'émission d'un emprunt subordonné d'un montant de 50MDT courant l'exercice 2009.

L'ATB a toujours respecté la norme escomptée par la BCT (un minimum de 8%) et s'est caractérisée par une solvabilité appropriée, évoluant à un taux de croissance annuel moyen de 4,42% durant les cinq derniers exercices. Au titre de l'exercice 2009, l'ATB affiche un ratio de solvabilité assez confortable, soit 14,3% (contre 11% une année auparavant), cette croissance à deux chiffres dénote que l'ATB est entrain de préparer un environnement propice à l'adoption des exigences de Bâle II et vise, par conséquent, la réussite de son application.

### Ratio de solvabilité



## Les Résultats d'exploitation de l'ATB

### Le produit net bancaire :

Durant la période 2005-2009, l'ATB affiche un PNB en croissance soutenue. Ainsi, le produit net bancaire de l'ATB s'est accru avec une croissance annuelle moyenne de l'ordre de 15%, pour s'établir en 2009 à 125MDT contre 116,7MDT au terme de l'exercice 2008, soit une évolution de 7,1%. D'une côté, les produits d'exploitation bancaires se sont accrus avec une croissance annuelle moyenne de 13,95% et de l'autre côté, les charges d'exploitation bancaires ont évolué annuellement avec un taux 12,44%.

Conformément au business plan, le produit net bancaire suivra le même tempo que les exercices antérieurs, soit une croissance annuelle moyenne de 14,7% et s'établira à 237,9MDT vers la fin de l'exercice 2014.

Cette progression résulte d'un accroissement des produits d'exploitation bancaire à un rythme plus important que celui des charges d'exploitation bancaire soit respectivement 12,83% et 11,09%.

### Composition du PNB idiopathique :

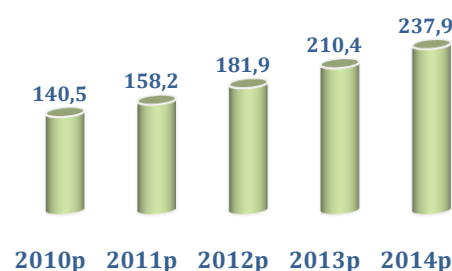
Au moment où la structure du PNB des banques locales repose largement sur les revenus d'intérêts, qui était difficile à gérer étant donné la volatilité du TMM, l'ATB s'est caractérisé par une structure atypique qui repose largement sur les revenus du portefeuille commercial et en particulier des produits sur bons de trésor.

Le Produit Net Bancaire de l'ATB est principalement constitué par les revenus du portefeuille commercial (plus que 56%) ainsi que par la marge nette d'intérêts (plus que 27%). Sur la période 2005-2009, la marge d'intérêt s'est accru avec une croissance annuelle moyenne de 3,5%, alors que la marge nette sur commissions s'est inscrite dans un registre baissier de 4,8% devant une stagnation des revenus du portefeuille commercial.

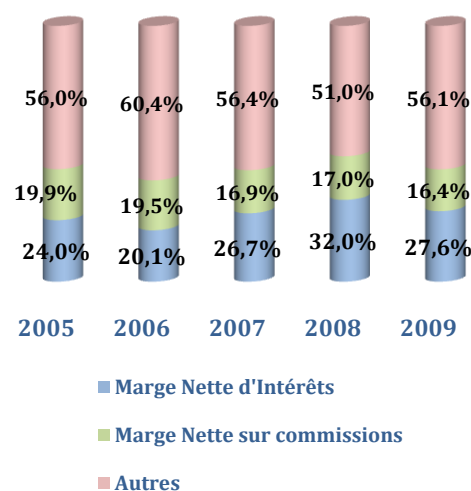
### Produit Net Bancaire (MDT)



### PNB Prévisionnels (MDT)



### Composition du PNB de l'ATB



L'ATB a adopté une stratégie de diversification de ses revenus via une orientation vers les BTA, lui permettant en effet de diminuer le risque des crédits et de limiter son exposition à la fluctuation de TMM.

|                                    | 2005    | 2006    | 2007    | 2008    | 2009    |
|------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>Bons de Trésor</b>              | 465 854 | 508 462 | 470 696 | 460 460 | 819 166 |
| <b>Croissance</b>                  | -       | 9,15%   | -7,43%  | -2,17%  | 77,90%  |
| <b>Produits sur Bons de Trésor</b> | 29 487  | 37 605  | 44 165  | 43 388  | 58 717  |

A ce titre, la banque a profité auparavant de la hausse du TMM pour générer un stock des BTA assez important atteignant un montant de 819 MDT au 31 décembre 2009, contre 460 MD à fin 2008, en accroissement de 77,9%. Ainsi, les revenus réalisés grâce à la baisse des taux se chiffrent à 58 MDT en 2009, soit un taux moyen de 6,7% de rémunération des Bons de trésor.

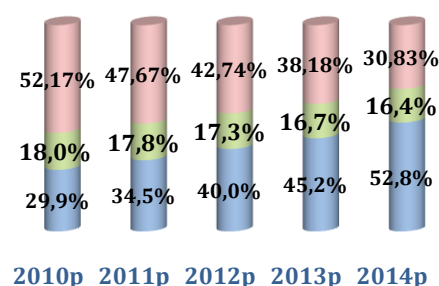
Il y a lieu de noter que l'évolution des bons de trésor entre 2005 et 2009 est de 15,1% et la banque prévoit une stabilisation de l'encours dans les prochaines années.

Sur la période du business plan, les marges nette d'intérêts évolueront au taux moyen de 15,3% et totaliseront 125,5 MD à fin 2014 et ce au détriment des revenus de portefeuilles titres ainsi que des commissions nettes qui vont enregistrer un fléchissement respectivement selon un taux annuel moyen de 12,3% et de 2,2%.

De ce fait, l'orientation de la banque qui consiste à développer d'avantage les crédits commence à donner ses fruits (une hausse de 15,3% des revenus d'intérêts) et assurément les efforts de cette stratégie se sentiront d'avantage sur le moyen terme.

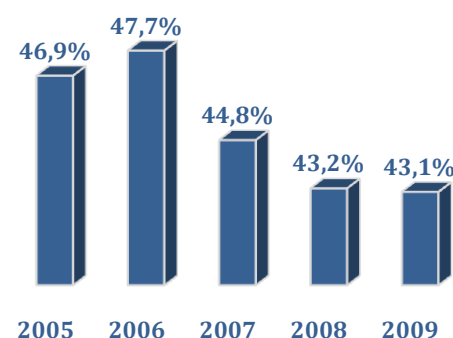
## Efficacité Opérationnelle :

Durant les cinq dernières années, l'évolution des frais généraux, exprimée en taux annuel moyen, a été de 12,6%. Ces frais généraux sont constitués de la masse salariale qui s'est élevée à 32,971MDT en 2009 contre 22,636MDT en 2005, évoluant à un taux annuel moyen de 9,8%, et des dépenses diverses d'exploitation qui ont été de 20,869MDT en 2009 contre 10,759MDT en 2005, soit une évolution annuelle moyenne de 18%.

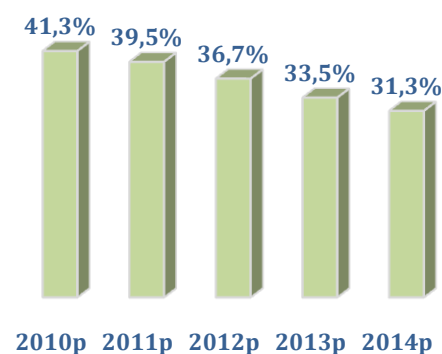


■ Marge Nette d'Intérêts  
■ Marge Nette sur commissions  
■ Autres

## Coefficient d'exploitation



## Coefficient d'exploitation prévisionnel



En dépit de cette croissance, le coefficient d'exploitation, mesuré par le rapport des frais globaux de gestion au Produit Net Bancaire, s'est inscrit à 43,1% en 2009 contre 46,9% en 2005, soit une baisse de 2,1 points de pourcentage sur les 5 dernières années. Ce ratio demeure parmi les meilleurs du secteur et l'ATB se positionne la 4<sup>ème</sup> en termes de productivité.

En adoptant une politique de maîtrise de ses charges, la banque vise l'amélioration continue de son coefficient d'exploitation. Ainsi, il devrait s'inscrire dans un trend baissier, soit un fléchissement annuel moyen de 6,7%, le ramenant à 31,3% à l'issue du business plan.

### Résultat d'exploitation :

La forte hausse du Produit Net Bancaire conjuguée à la maîtrise des frais généraux ont permis d'améliorer le RBE de l'ATB.

Sur la période 2005- 2009, le résultat d'exploitation s'est accru à un taux de croissance annuel moyen de 21,9%, et se chiffre à 48,1MDT pour l'exercice 2009, par rapport à 40,9MDT enregistré au cours de l'exercice précédent, soit une hausse de 18%.

Sur la période du business plan, le résultat d'exploitation de l'ATB devrait se booster d'avantage pour s'accroître annuellement à un taux moyen de 20,6% et passera à 125,7MDT d'ici 2014.

### Etude de la rentabilité :

En dépit des efforts considérables en matière de provisionnement, ramenant le stock à 124,443MDT au 31/12/2009, le résultat Net de l'ATB a été en augmentation soutenue, au taux moyen annuel de 26,9% durant les cinq dernières années. Ainsi, le résultat net de l'ATB est passé de 17,7 MDT en 2005 à 45,8MDT en 2009.

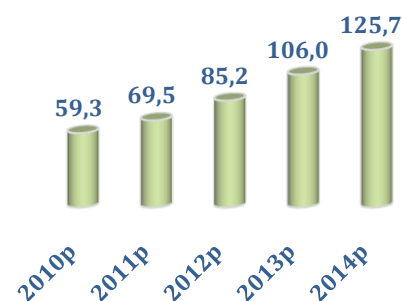
|                     | 2005 | 2006   | 2007   | 2008   | 2009   | 2010p  | 2011p  | 2012p  | 2013p  | 2014p  |
|---------------------|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Résultat Net</b> | 17,7 | 22,0   | 26,3   | 37,5   | 45,8   | 54,3   | 62,9   | 76,1   | 93,5   | 107,1  |
| <b>Croissance</b>   | -    | 24,55% | 19,78% | 42,42% | 22,17% | 18,42% | 15,86% | 21,11% | 22,84% | 14,48% |

En référence au business plan, le résultat net va suivre la même cadence des bénéfices antérieurs.

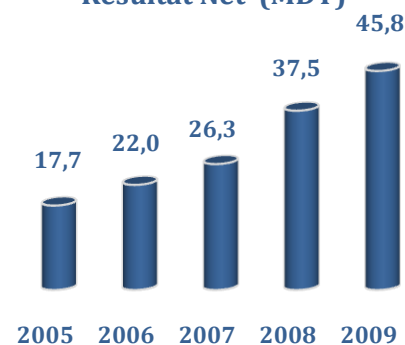
### Résultat d'exploitation (MDT)



### Résultat d'exploitation prévisionnel (MDT)



### Résultat Net (MDT)



### Résultat Net (MDT)



Sur la période 2010-2014, le résultat net de l'ATB devrait progresser à un taux annuel moyen de 18,52%. Le résultat prévisionnel de l'ATB relatif à l'exercice 2010 est de 54,3MDT, soit une hausse de 18,42% par rapport à l'exercice 2009. A l'issue de l'exercice 2014, le bénéfice net devrait franchir la barre de 107MDT.

La performance des bénéfices nets s'est répercutée sur la rentabilité des fonds propres (ROE) et le rendement des actifs dont les niveaux ont fortement hissé d'une année à l'autre.

### Rentabilité des Fonds Propres :

La rentabilité des fonds propres de l'ATB s'est remarquablement accrue sur les cinq derniers exercices passant de 10,5% en 2005 à 14,8% en 2009, soit une croissance annuelle moyenne de l'ordre de 8,8%.

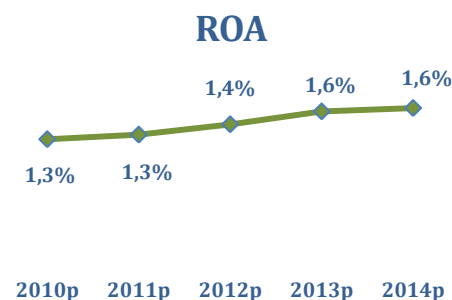
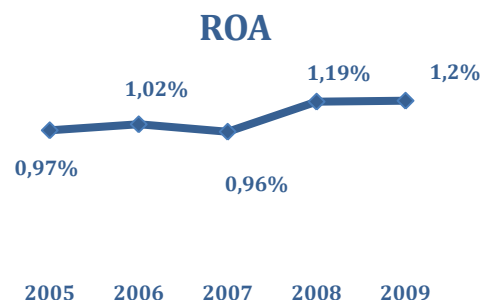
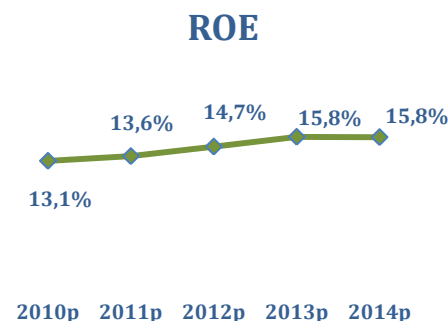
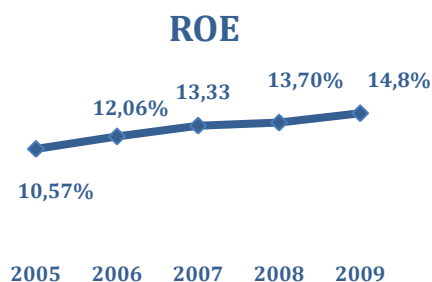
Le ROE de l'ATB continue à afficher une performance jugée nettement plus élevée que la moyenne du secteur bancaire (12,7%), de ce fait, la banque arrive à générer la troisième meilleure rentabilité du secteur, après Attijari Bank et la BT.

Sur la période du business plan, les résultats nets de l'ATB devraient s'accroître à un taux de croissance annuel moyen de 18,5%, devant une croissance moins importante des fonds propres (soit en moyenne 13% par an) : Ainsi, le ROE de l'ATB devrait se consolider d'avantage pour gagner 6,5 points de pourcentage à 15,8% d'ici 2014.

### Rentabilité des Actifs :

La rentabilité des actifs de l'ATB a enregistré une croissance annuelle moyenne de 5,4% sur la période 2005-2010 pour s'établir à 1,2% en 2009 lui permettant d'occuper la 4<sup>ème</sup> place du secteur.

Sur la période du business plan, l'ATB va procéder à une gestion plus efficace de ses actifs afin de générer plus de profits, ramenant son ROA à 1,6% à l'issue de l'exercice 2014.



En corollaire, le business plan prévisionnel de la période 2010-2014 est fondé sur des hypothèses assez ambitieuses aussi bien au niveau de la performance que de la maîtrise des risques :

- ✓ Une part de marché de 10,9% en termes de dépôts et de 8,2% en termes de crédits.
- ✓ L'assainissement de son portefeuille de créances accrochées en portant le taux de couverture des créances douteuses et litigieuses supérieur à 80%.
- ✓ La maîtrise des charges d'exploitation dans le but d'atteindre un niveau de coefficient d'exploitation au-dessous de 40%.
- ✓ Un taux de couverture des frais de personnel par les commissions de 99%.

Pour se faire, la banque va poursuivre sa politique de réorganisation selon des axes stratégique avec :

- ✓ L'instauration d'un système d'information adéquat (CRM) ;
- ✓ La focalisation sur la satisfaction de la clientèle Private Banking ;
- ✓ La réactivité et la compétitivité dans la conquête de la clientèle visant l'amélioration du taux de bancarisation via l'ouverture des nouvelles agences ;
- ✓ La prospection de nouveaux marchés ;
- ✓ Des crédits plus structuré pour les grandes entreprises.

## Réalisations de l'ATB au 30/09/2010 :

|                                                               | 30/09/2009       | 30/09/2010       | Evolution      | Evolution(mDT) |
|---------------------------------------------------------------|------------------|------------------|----------------|----------------|
| <b>Encours crédits</b>                                        | <b>1 539 030</b> | <b>2 128 909</b> | <b>38,33%</b>  | <b>589 879</b> |
| Portefeuille-titres commercial                                | 814 725          | 796 113          | -2,28%         | -18 612        |
| Portefeuille d'investissement                                 | 146 210          | 189 109          | 29,34%         | 42 899         |
| <b>Encours Dépôts</b>                                         | <b>2 616 831</b> | <b>2 955 455</b> | <b>12,94%</b>  | <b>338 624</b> |
| Emprunts et ressources spéciales                              | 157 418          | 156 042          | -0,87%         | -1 376         |
| <b>Capitaux propres</b>                                       | <b>291 851</b>   | <b>329 829</b>   | <b>13,01%</b>  | <b>37 978</b>  |
| Intérêts et revenus assimilés                                 | 86 687           | 96 266           | 11,05%         | 9 579          |
| Commissions (en produits)                                     | 18 483           | 24 079           | 30,28%         | 5 596          |
| Revenus du portefeuille titres commercial et d'investissement | 51 234           | 61 803           | 20,63%         | 10 569         |
| <b>Produits d'exploitation bancaire</b>                       | <b>156 404</b>   | <b>182 148</b>   | <b>16,46%</b>  | <b>25 744</b>  |
| Intérêts encourus et charges assimilés                        | 61 272           | 69 874           | 14,04%         | 8 602          |
| Commissions encourues                                         | 3 721            | 4 258            | 14,43%         | 537            |
| <b>Charges d'exploitation bancaire</b>                        | <b>64 993</b>    | <b>74 132</b>    | <b>14,06%</b>  | <b>9 139</b>   |
| <b>Autres produits d'exploitation</b>                         | <b>79</b>        | <b>66</b>        | <b>-16,46%</b> | <b>-13</b>     |
| <b>Produit Net Bancaire</b>                                   | <b>91 411</b>    | <b>108 016</b>   | <b>18,16%</b>  | <b>16 605</b>  |
| <b>Frais de personnel</b>                                     | <b>24 037</b>    | <b>26 826</b>    | <b>11,6%</b>   | <b>2 789</b>   |
| <b>Charges générales d'exploitation</b>                       | <b>14 745</b>    | <b>16 215</b>    | <b>9,97%</b>   | <b>1470</b>    |

- ✓ L'ATB est parvenu durant le troisième trimestre 2010 à accroître remarquablement les crédits accordés à la clientèle de 33,38% pour s'établir à 2128,909MDT au 30/09/2010. Cette forte hausse témoigne de la volonté de la banque d'octroyer plus d'importance aux crédits dans un portefeuille dominé par les bons de trésors. Conjointement, l'encours des dépôts a progressé à un rythme moins important de 338,624MDT (+12,9%) et se chiffre à 2955,455MDT, soit une hausse de 12,94%, par rapport à la même période de 2009. Cet accroissement provient essentiellement de l'évolution simultanée des dépôts à vue de 25,35% passant à 1232MDT en septembre 2010 et des comptes Epargne de 18,91% atteignant 453,760MDT au 30/09/2010.
- ✓ Côté croissance de l'activité, l'ATB a généré au 30/09/2010 un Produit Net Bancaire en progression de 16,605MDT, soit une évolution de 18,16%, considéré comme la plus forte hausse du secteur à l'issue de 30/09/2009, pour atteindre 108,016MDT: Cette bonne performance est imputable en majeure partie à la progression des produits d'exploitation bancaire de 16,46%, passant de 156,404MDT au 30/09/2009 à 182,148MDT au 30/09/2010. Cette croissance provient essentiellement de la hausse des revenus de portefeuille titres de 20,63% (62MDT), soit une part de 57% du PNB, et de l'augmentation des commissions de 30,28%.
- ✓ Côté maîtrise des charges, les frais de personnel se sont inscrits en progression de 11,6% pour s'établir à 26,826MDT au 30/09/2010, contre 24,037MDT en septembre 2009. Les charges générales d'exploitation ont évolué de 9,97%, s'élevant à 16,215MDT contre 14,745MDT en septembre 2009. Ainsi, le coefficient d'exploitation s'est amélioré de plus de 2 points de pourcentage pour s'établir à 39,84 % au 30/09/2010 contre 42,42% au 30/09/2009.

## Matrice SWOT :

|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     |                                                                                                                                                                                                                                |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p><b><u>Forces</u></b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>* Le soutien de l'actionnaire majoritaire l'Arab Bank</li> <li>* L'arrivée récente de la banque sur le marché bancaire l'a épargnée du cumul de difficultés majeures.</li> <li>* Professionnalisme et savoir faire de son personnel</li> <li>* L'existence de relations solides avec une élite de clientèle fidèle</li> <li>* Dynamisme sur le marché de change</li> </ul> <p>Profil commercial satisfaisant</p> | <p><b><u>Faiblesses</u></b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>* Faible qualité des actifs par rapport aux standards internationaux</li> <li>* Taille moyenne de la banque</li> <li>* Faible capitalisation</li> </ul> |
| <p><b><u>Opportunités</u></b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>* Restructuration de la banque</li> <li>* Croissance soutenue de la banque</li> <li>* Réforme du secteur financier</li> </ul>                                                                                                                                                                                                                                                                              | <p><b><u>Menaces</u></b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>* Forte intermédiation bancaire</li> <li>* Vulnérabilité des créances du secteur</li> <li>* Arrivée des banques étrangères</li> </ul>                      |

## Evaluation de l'Arab Tunisian Bank :

Dans l'évaluation, du titre ATB, 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 :

|                        |               |                                                                                     |
|------------------------|---------------|-------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>Rf</b>              | <b>5,606%</b> | <b>BTA 15 ans, échéance mai 2022</b>                                                |
| <b>Prime de risque</b> | <b>7,55%</b>  |                                                                                     |
| <b>Béta</b>            | <b>1,18</b>   | <b>Risque systématique du cours de l'action AB au cours des 5 derniers exercice</b> |
| <b>Coût des FP</b>     | <b>14,52%</b> |                                                                                     |
| <b>g</b>               | <b>1,00%</b>  | <b>Taux de croissance annuel moyen</b>                                              |

### Méthode des Discounted Free Cash Flows:

|                                               | 2010p  | 2011p  | 2012p  | 2013p  | 2014p   | 2015p   |
|-----------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| <b>RN</b>                                     | 54 253 | 62 857 | 76 124 | 93 507 | 107 050 |         |
| <b>Dividendes</b>                             | 16 000 | 20 000 | 20 000 | 20 000 | 20 000  |         |
| <b>RN non distribués</b>                      | 38 253 | 42 857 | 56 124 | 73 507 | 87 050  | 87 921  |
| <b>RN non distribués actualisés</b>           | 38 253 | 37 425 | 42 798 | 48 949 | 50 620  |         |
| <b>Somme des RN non distribués Actualisés</b> |        |        |        |        |         | 218 044 |
| <b>Valeur résiduelle</b>                      |        |        |        |        |         | 650 540 |
| <b>Valeur résiduelle actualisée</b>           |        |        |        |        |         | 378 290 |
| <b>Valeur de l'Entreprise</b>                 |        |        |        |        |         | 596 334 |
| <b>Nombre d'actions</b>                       |        |        |        |        |         | 100 000 |
| <b>Valeur par action (DT)</b>                 |        |        |        |        |         | 5,963   |

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'ATB. Nous avons opté dans l'actualisation du cash flow futur de l'ATB à appliquer un taux des fonds propres déduit à partir d'hypothèses assez prudentes se situant aux alentours de 14,52%. La méthode des DCF a fait ressortir un cours par action Arab Tunisian Bank de l'ordre de 5,963DT.

## Economic Value Added :

|                                     | 2010p  | 2011p  | 2012p | 2013p | 2014p | 2015p   |
|-------------------------------------|--------|--------|-------|-------|-------|---------|
| <b>EVA</b>                          | -6 004 | -4 202 | 919   | 7 632 | 8 540 |         |
| <b>EVA actualisées</b>              | -6 004 | -3 669 | 701   | 5 082 | 4 966 | 5 016   |
| <b>Somme des EVA actualisées</b>    |        |        |       |       |       | 1 076   |
| <b>Valeur résiduelle</b>            |        |        |       |       |       | 37 112  |
| <b>Valeur résiduelle actualisée</b> |        |        |       |       |       | 21 581  |
| <b>Valeur ajoutée</b>               |        |        |       |       |       | 22 656  |
| <b>CAPI</b>                         |        |        |       |       |       | 800 000 |
| <b>Valeur de l'entreprise</b>       |        |        |       |       |       | 822 656 |
| <b>Nombre d'actions</b>             |        |        |       |       |       | 100 000 |
| <b>Valeur par action (DT)</b>       |        |        |       |       |       | 8,227   |

A partir des chiffres prévisionnels du business plan fournis par la banque, nous avons pu calculer la valeur ajoutée dégagée par l'ATB 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 nette atténuation de destruction de valeur qui est passée de -6MDT en 2010 à -4,2MDT en 2011. Ainsi, et à partir de 2012, la banque retrouvera son équilibre et commencera à créer de la valeur et atteindra un montant de 8,5MDT à l'issue de 2014.

Ainsi, avec le même taux d'actualisation basé sur des hypothèses restrictives, se situant aux alentours de 14,52%, la méthode Economic Value Added dégage un prix par action de 8,227DT.

## Méthode des comparables :

|                            |           |                                 |                  | Prime                     | 15%              |
|----------------------------|-----------|---------------------------------|------------------|---------------------------|------------------|
|                            |           |                                 |                  | AB 2010p                  | AB 2011p         |
| <b>PNB</b>                 |           |                                 |                  |                           |                  |
| <b>PNB Trailing (2010)</b> | 1 481 236 | PNB (2010p)                     | 140 519          | PNB (2011p)               | 158 193          |
| <b>CB au 24/12/2010</b>    | 6 272 485 | Multiple du PNB                 | 4,9              | Multiple du PNB           | 4,9              |
| <b>Multiple de PNB</b>     | 4,23      | Valeur Intrinsèque des FP 2010p | 684 303          | Valeur Intrinsèque des FP | 770 372          |
|                            |           | Valeur des FP actuelle          | 684 303          | Valeur des FP actuelle    | 672 726          |
| <b>PER</b>                 |           |                                 |                  |                           |                  |
| <b>RN Trailing (2010)</b>  | 435 061   | Résultat net (2010p)            | 54 253           | Résultat net (2011p)      | 62 857           |
| <b>CB au 24/12/2010</b>    | 6 272 485 | PER                             | 16,58            | PER                       | 16,58            |
| <b>PER (Trailing 2010)</b> | 14,42     | Valeur Intrinsèque des FP 2010p | 899 521          | Valeur Intrinsèque des FP | 1 042 176        |
|                            |           | Valeur des FP actuelle          | 899 521          | Valeur des FP actuelle    | 910 078          |
| <b>Price to Book Ratio</b> |           |                                 |                  |                           |                  |
| <b>FP (Trailing 2010)</b>  | 3 428 306 | FP (2010p)                      | 415 139          | FP (2011p)                | 461 996          |
| <b>CB au 24/12/2010</b>    | 6 272 485 | PBK 2009                        | 2,10             | PBK 2010                  | 2,10             |
| <b>PBK (Trailing 2010)</b> | 1,83      | Valeur Intrinsèque des FP 2010p | 873 477          | Valeur Intrinsèque des FP | 972 067          |
|                            |           | Valeur des FP actuelle          | 1 837 847        | Valeur des FP actuelle    | 2 045 286        |
|                            |           | <b>Moyenne de FP</b>            | <b>1 140 557</b> | <b>Moyenne de FP</b>      | <b>1 209 363</b> |
|                            |           | <b>Nombre d'actions</b>         | <b>100 000</b>   | <b>Nombre d'actions</b>   | <b>100 000</b>   |
|                            |           | <b>Valeur par action</b>        | <b>11,41</b>     | <b>Valeur par action</b>  | <b>12,09</b>     |
|                            |           |                                 |                  | <b>Cours Moyen (DT)</b>   | <b>11,750</b>    |

Dans cette approche, on calculera des multiples de l'ATB 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 ATB, nous avons estimé que l'application d'une prime de l'ordre de 15% s'avère nécessaire pour les paramètres considérés du fait que cette banque jouit d'un fort soutien de son partenaire stratégique Arab Bank PLC. Subséquemment, la méthode des comparables a abouti à un cours par action de l'ATB de l'ordre de 11,750DT.

### Méthode “ la Somme des parties”:

|                                     | 2010p  | 2011p  | 2012p   | 2013p   | 2014p   |               |
|-------------------------------------|--------|--------|---------|---------|---------|---------------|
| <b>Cashs Flows Prévisionnels</b>    | 77 480 | 89 218 | 106 180 | 127 559 | 144 974 |               |
| <b>Revenus d'investissement</b>     | 6 317  | 7 241  | 8 365   | 9 690   | 11 014  |               |
| <b>Cashs Flows</b>                  | 71 163 | 81 977 | 97 815  | 117 869 | 133 960 | 135 300       |
| <b>Cashs Flows actualisés</b>       | 71 163 | 71 586 | 74 590  | 78 490  | 77 898  |               |
| <b>Somme des cashs flows</b>        |        |        |         |         |         | 373 727       |
| <b>Valeur résiduelle</b>            |        |        |         |         |         | 1 001 107     |
| <b>Valeur résiduelle actualisée</b> |        |        |         |         |         | 582 145       |
| <b>Valeur de l'ATB</b>              |        |        |         |         |         | 955 872       |
| <b>Provisions 2010</b>              |        |        |         |         |         | 161 434       |
| <b>PF Investissement revalorisé</b> |        |        |         |         |         | 214 203       |
| <b>Valeur Finale de la STB</b>      |        |        |         |         |         | 1 008 641     |
| <b>Nombre d'actions</b>             |        |        |         |         |         | 100 000       |
| <b>Valeur par action (DT)</b>       |        |        |         |         |         | <b>10,086</b> |

Cette méthode consiste à calculer la valeur de l'ATB en dissociant les filiales de son business satellite. La méthode “Somme des parties” a abouti à un prix unitaire par action ATB de l'ordre de 10,086DT.

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

| <b>Synthèse des méthodes</b>                  |               |
|-----------------------------------------------|---------------|
| <b>Méthode des Discounted Free Cash Flows</b> | <b>5,963</b>  |
| <b>Méthode EVA</b>                            | <b>8,227</b>  |
| <b>Méthode des comparables</b>                | <b>11,75</b>  |
| <b>La somme des parties</b>                   | <b>10,086</b> |
| <b>Moyenne des méthodes</b>                   | <b>9,006</b>  |

La moyenne des quatre méthodes dérive un prix par action de 9,006DT. Le cours actuel de l'action ATB étant de 8,000DT.

## Recommandation:

L'ATB a fait ses preuves ces dernières années et est parvenue à s'offrir une place de choix dans le paysage bancaire tunisien en contribuant activement au développement économique et financier du pays. Banque à fondamentaux solides et qualité d'actifs respectable, sans oublier la puissance et le soutien que peut lui porter son investisseur stratégique l'Arab Bank PLC. L'ATB se veut être parmi les premières institutions financières sur le marché et souhaite acquérir un rayonnement maghrébin. Elle a tout pour y arriver ; son dynamisme, sa réactivité ainsi que sa compétitivité axé sur l'innovation et un engagement citoyen pour le bien être social.

L'action ATB se transige à 14,75x son bénéfice net 2010E et 12,73x son résultat net 2011E, et à 1,93x son actif net comptable 2010E et 1,73x, 2011E.

Sur la base de Trailing, elle se transige à 15,64 son bénéfice net 2010E et à 2,54 son actif net comptable 2010E, devant un PER sectoriel de 15,63x, et un PBR sectoriel de 2,45x. De plus, notre valorisation basée sur des hypothèses assez prudentes fait ressortir un cours de 9,006DT/action. **Nous recommandons l'Achat du titre ATB.**