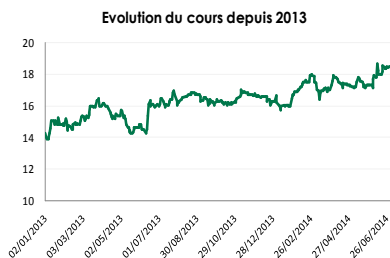


+

Acheter

Prix : 18.600Dt



Actionnariat :

Andalucarthage Holding * : 59%

Groupe Driss : 9.9%

Groupe MZABI : 9.7%

Public : 21.4%

*Holding détenu à 100% par Attijariwafa Bank, suite au rachat de la totalité des participations de Grupo Santander en août 2011.

Capitalisation Boursière: 739.3MDT

YTD Performance : +14.1% / +4.7%

(Attijari Bank / Marché)

Ratios de Valorisation:

(Attijari Bank/secteur bancaire)

PER_{2013*} : 9.5x / 10x

PER_{2014e} : 9.2x / 10.3x

Yield_{2014e} : 7.2% / 3.7%

P/B₂₀₁₃ : 1.9x / 1.4x

*Le PER est retraité des provisions exceptionnelles passées en 2013.

ROE₂₀₁₃ : 11%

Analyste chargée de l'étude :

Aïcha MOKADDEM

Une banque qui a tout d'une grande

Recommandation boursière

Cédée en 2005 par l'Etat au consortium Attijariwafa Bank et Grupo Santander, l'ancienne Banque du Sud, a franchi de nombreux paliers depuis sa privatisation devenant aujourd'hui la 3^{ème} banque privée du pays derrière la BIAT et Amen Bank.

Attijari Bank constitue une bonne opportunité de placement : une valeur de croissance adossée à un portefeuille parmi les plus sains du secteur.

Nous révisons notre opinion à la hausse et **recommandons le titre à l'achat**. Notre opinion est justifiée par les fondamentaux solides de la banque mais également par la rémunération attractive en dividende que peut apporter la valeur sur le marché : un yield 2014 estimé de 7.2%, parmi les plus attractifs de la cote.

■ Présentation de la banque Attijari Bank :

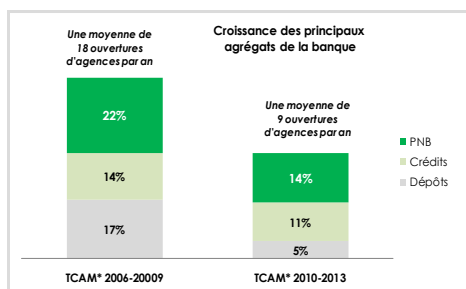
Privatisée en 2005 via l'acquisition par le groupe marocain **Attijariwafa Bank**, de 53.5% du capital, l'ancienne Banque du Sud s'est rapidement imposée sur le paysage bancaire par sa réactivité commerciale.

La stratégie de l'actionnaire marocain a radicalement tranché avec le passé, la banque se veut internationale, moderne et saine. Un nettoyage drastique a été opéré dès son rachat; la banque a passé des provisions d'un montant de 250MDT réparties sur deux exercices (2006-2007). Sur des bases plus solides, la banque a renoué avec les bénéfices dès 2008 et affiche aujourd'hui un portefeuille parmi les plus sains du secteur.

Si l'on devait résumer le parcours de la banque depuis sa privatisation, deux grandes périodes pourraient se distinguer :

(1) Une période de forte croissance amorcée en 2006, accompagnée d'un programme d'investissement important : une ouverture moyenne de 18 agences par an, une modernisation et un remodeling des anciennes agences « Banques du Sud », le développement de nouveaux produits très concurrentiels et un plan de communication à l'image de la nouvelle signature marocaine. La stratégie commerciale agressive de la banque a été payante, la banque s'est rapidement imposée sur le marché devenant la 3^{ème} banque privée du pays derrière la BIAT et Amen Bank. Parallèlement la banque s'est attelée à assainir son portefeuille avec un taux de couverture qui est passé de 12% avant privatisation à 65% à fin 2009, et un taux de créances classées passant de 17% à 11%.

(2) Une période de consolidation à partir de 2010 : Bien positionnée sur le marché, la banque s'est concentrée à partir de 2010 sur l'optimisation de ses marges avec un effort important en termes de réduction du coût de ses ressources. Conjugué à une activité de placement plus rentable, le PNB de la banque a gagné 4 places dans le classement, enregistrant la plus forte croissance du secteur sur la période (2006-2013).



Part de marché en termes de PNB	2006	2013
BIAT	17,0%	18,2%
BNA	14,1%	13,5%
Attijari Bank	6,5%	10,4%
Amen Bank	7,9%	10,3%
STB	14,6%	10,1%
BH	11,6%	8,6%
UIB	6,0%	7,6%
BT	8,8%	7,4%
ATB	6,5%	6,9%
UBCI	5,9%	5,8%
BTE	1,1%	1,2%

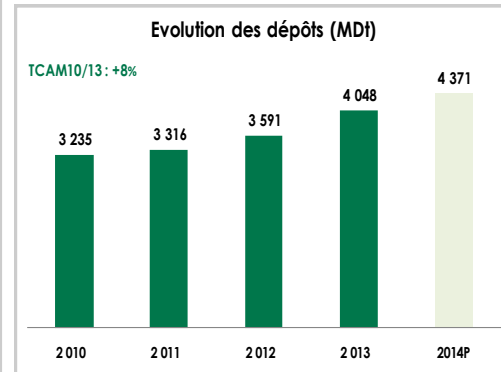
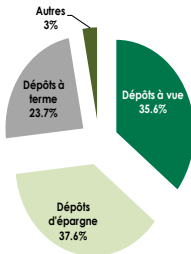
■ Analyse financière de la banque et perspectives d'avenir:

1-Les dépôts :

Avec une collecte moyenne de 310MDt par an sur les 4 dernières années, et un réseau de 189 agences, Attijari Bank se classe parmi les 3 premières banques privées de la place. En 2013 et malgré un contexte d'assèchement de la liquidité sur le marché, la banque a continué ses efforts de collecte, enregistrant une croissance bien supérieure à ses résultats passés (+12.7% par rapport à une croissance moyenne entre 2010-2012 de 5%) .

Attijari Bank affiche une structure classique de ses dépôts, principalement constituée de dépôts à vue et de dépôts d'épargne, ce qui lui permet d'afficher en 2013 un coût de ressources de 2.4%, inférieur à la moyenne sectorielle estimée à 3.2%, mais néanmoins en hausse par rapport à 2012. En effet, et à l'instar du secteur, la banque n'a pas échappé au renchérissement du coût de sa collecte. Face à une concurrence plus agressive, et des ressources de plus en plus rares, la banque a étendu sa collecte sur des produits d'épargne plus onéreux tels que les certificats de dépôts ou les comptes à terme qui ont progressé de 24%.

Structure des dépôts en 2013



Banque	Encours des dépôts au 31/03/2014 (en MDt)	Part de marché
BIAT	6 944	16,2%
BNA	5 512	12,9%
Amen Bank	5 417	12,7%
STB	5 279	12,4%
Attijari Bank	4 166	9,7%
BH	4 082	9,6%
ATB	3 310	7,7%
UIB	3 019	7,1%
BT	2 637	6,2%
UBCI	1 988	4,7%
BTE	378	0,9%
Total	42 733	

En 2014, et au vu des récents indicateurs communiqués par la BCT sur les 5 premiers mois de l'année (une hausse de la collecte de 2.7%, contre 1.2% à la même période de l'année dernière), le rythme de croissance des dépôts du secteur devrait enregistrer une légère amélioration par rapport à 2013. Toutefois, ces chiffres sont à prendre avec précaution : les tensions sur la liquidité persistent encore sur le marché interbancaire et les interventions de la BCT pour réguler le marché atteignent des niveaux records de près de 5.5 milliards de dinars/jour sur la fin du semestre de l'année.

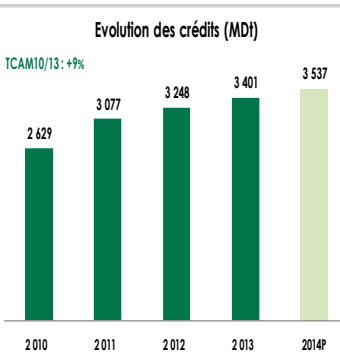
La force commerciale d'Attijari Bank devrait permettre à la banque de surperformer le secteur, et enregistrer, selon nos prévisions, une croissance de 8% de sa collecte sur l'année 2014 à 4 371MDt. Cependant, avec l'augmentation du plancher de la rémunération de l'épargne*, et la concurrence plus agressive, la progression de la collecte sera inéluctablement accompagnée par un renchérissement du coût des ressources.

2-Les crédits :

En 2013, les encours de crédits de la banque ont enregistré une croissance plus modérée de 5% contre une croissance annuelle moyenne de 11% sur la période (2010-2012). Ce ralentissement est imputé à un contexte général peu propice à l'investissement. Au vu des risques d'impayés grandissants et des exigences de plus en plus strictes de la BCT, la banque est devenue plus sélective dans l'octroi des crédits. Une orientation 'qualité' qui a permis à la banque de réduire le volume de ses créances douteuses de 14% entre 2012 et 2013 à 307.6MDt, et d'améliorer ainsi son taux de créances classées passant de 9.5% à 9.1%.

En 2014, la progression de la collecte sera inéluctablement accompagnée par un renchérissement du coût des ressources

*suite aux hausses successives du taux d'intérêt directeur depuis décembre 2013 (+70Pb), le taux minimum de rémunération de l'épargne est passé de 2.75% à 3.5%.

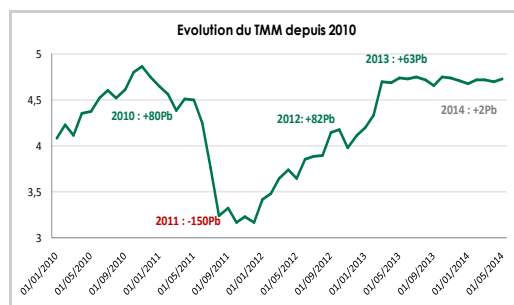
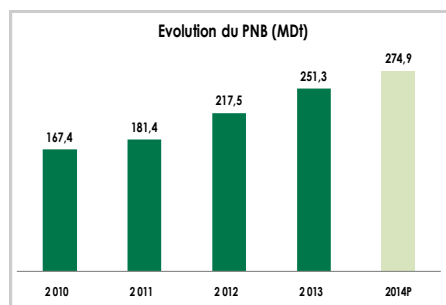
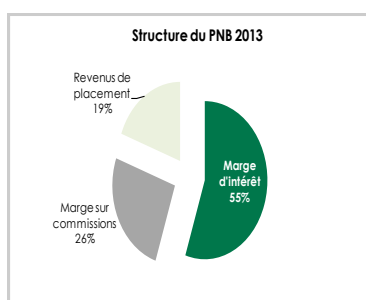


Banque	Encours des crédits au 31/03/2014 (en MDt)	Part de marché
STB	7 242	16,1%
BNA	6 510	14,5%
BIAT	6 128	13,6%
Amen Bank	5 608	12,5%
BH	4 324	9,6%
Attijari Bank	3 451	7,7%
UIB	3 134	7,0%
BT	3 130	7,0%
ATB	2 768	6,2%
UBCI	2 134	4,7%
BTE	553	1,2%
Total	44 982	

En 2014, le contexte de resserrement du crédit devrait se poursuivre, Attijari Bank devrait selon nos estimations enregistrer une croissance de 4% de ses encours à 3 537MDt. D'autant plus que la hausse du taux d'intérêt directeur décidée par la BCT au mois de juin dernier (+25Pb à 4.75%), afin de contenir l'inflation, devrait entraîner un ralentissement des demandes de crédits (crédits d'investissement et de consommation).

3-Le PNB:

Sur les 4 dernières années, le PNB a enregistré une croissance annuelle moyenne de 14%. Ce bon résultat a essentiellement profité de la hausse enregistrée du TMM sur toute la période (+66Pb depuis 2010). Les revenus de la banque étant majoritairement issus de la marge d'intérêt, cela rend le PNB fortement sensible aux évolutions de taux.



La banque affiche un spread d'intérêt de 4.3%, le plus élevé du secteur

Comme nous l'avons évoqué, la banque a centré ses efforts ces 4 dernières années sur l'amélioration de sa rentabilité. La stratégie a été payante, grâce à une optimisation du coût de ses ressources et une rémunération attractive de ses crédits, la banque affiche un spread d'intérêt de 4.3%, le plus élevé du secteur (2.9%).

	Coût des ressources	Taux de sortie	Spread d'intérêt
2013			
Attijari Bank	2,4%	6,7%	4,3%
BIAT	2,0%	5,8%	3,8%
UIB	2,8%	6,5%	3,7%
UBCI	2,2%	5,8%	3,6%
BNA*	3,0%	6,6%	3,6%
BT	3,2%	6,7%	3,4%
BH*	3,5%	6,6%	3,1%
AB	4,1%	7,2%	3,1%
ATB	3,0%	5,8%	2,8%
STB*	3,5%	5,2%	1,7%
Secteur	3,2%	6,1%	2,9%

*Estimations de Tunisie Valeurs

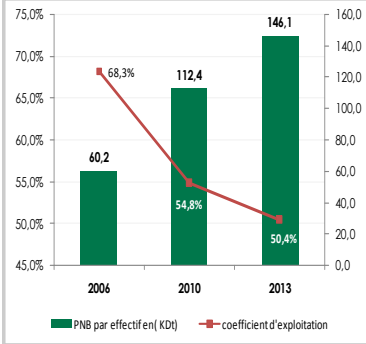
Pour ce qui est des perspectives pour 2014, le PNB d'Attijari bank devrait selon nos estimations enregistrer une hausse de 9% à 275MDt.

Inférieure aux performances passées, le PNB devrait pâtir d'un double effet:

- (1) La décélération du rythme des crédits
- (2) Une hausse du coût de ressources .

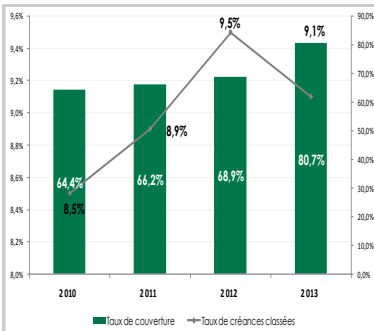
La banque a tout intérêt à optimiser d'autres sources de revenus (revenus des commissions ou revenus de portefeuilles), pour maintenir son niveau de croissance dans un contexte de ralentissement de l'économie.

La banque a tout intérêt à optimiser d'autres sources de revenus, pour maintenir le niveau de croissance de son PNB



1 Circulaire BCT décembre 2013:

La BCT a publié une circulaire relative à la politique de provisionnement des banques, dont la principale mesure est l'obligation par les établissements de crédit de constituer, au-delà des provisions réglementaires de 100% anciennement prévues (sur le risque non couvert par des garanties), des provisions supplémentaires **sur les garanties hypothécaires** relatives aux créances classées ayant une ancienneté supérieure à 3 ans. De telles mesures permettraient de renforcer la politique de gestion du risque de la BCT, et d'améliorer le taux de couverture des banques pour se conformer aux ratios réglementaires de 70%.



Un taux de couverture de 81% en 2013, bien supérieur aux exigences de la BCT

4-La productivité:

La productivité de la banque n'a cessé de s'améliorer depuis sa privatisation en 2005, et ce, malgré la politique d'investissement expansive opérée par le nouvel actionnaire marocain. Les efforts en termes de contrôle des coûts ont particulièrement été perceptibles au niveau des charges salariales, un poste de charges conséquent pour la banque (32% du PNB). En effet, malgré l'ouverture moyenne de 14 agences par an depuis la privatisation, l'effectif de la banque n'a progressé que de 3% en moyenne par an. Les charges d'exploitation ont ainsi évolué à un rythme bien moins effréné que le PNB, améliorant le coefficient d'exploitation de 5 points de pourcentage à 50%, en ligne avec la moyenne sectorielle.

5-Résultat net

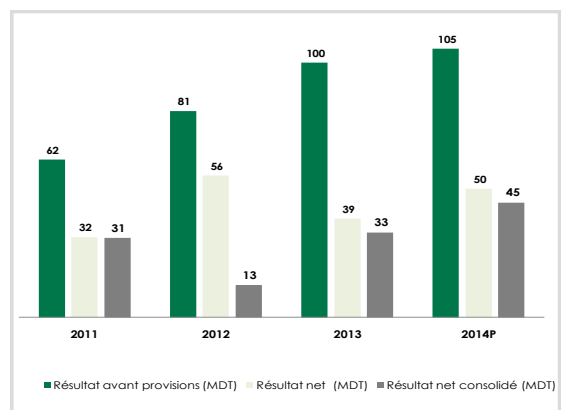
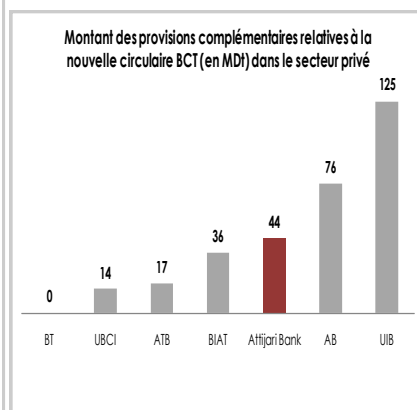
L'assainissement opéré par la banque en 2006 au niveau de son portefeuille l'a sans doute épargné des dommages post révolution. Cependant, les efforts en termes de provisionnement ont continué, avec une enveloppe moyenne de provisions de 38MDt entre 2010 et 2012 représentant 20% du PNB.

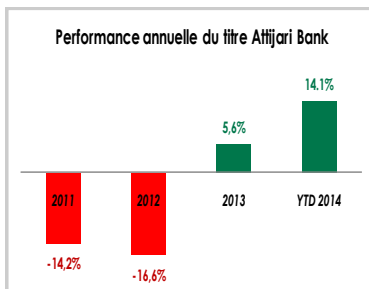
Néanmoins, la sonnette d'alarme tirée par la BCT en décembre 2013 n'a, cette fois-ci, pas épargnée la banque marocaine. A l'instar de toutes les banques de la place, Attijari Bank a dû constituer une provision supplémentaire d'un montant de 44MDt au titre des nouvelles règles de provisionnement sur les créances classées ayant une ancienneté supérieure à 3 ans (voir encadré¹). Des modifications comptables qui ont impacté les capitaux propres de la banque, mais non sa capacité bénéficiaire.

En dépit des provisions additionnelles constituées, la banque affiche des fonds propres solides avec un ratio de solvabilité de 11% en 2013, au-dessus des normes prudentielles exigées par la BCT (un minimum de 9% en 2013 et 10% à partir de 2014). Sa politique de provisionnement prudente lui a permis d'enregistrer un taux de couverture de 81% bien supérieur aux exigences de la BCT.

La banque clôture l'année 2013 sur un bénéfice net et avant modifications comptables de 83MDt (soit 2x celui de 2012). Une bonne performance qui lui permet, à l'instar de l'exercice précédent, de distribuer un dividende généreux de 1.340Dt/action représentant un yield 2013 de 7.2%, parmi les plus attractifs de la cote.

Au niveau consolidé, le groupe s'est lancé dans l'activité d'assurance Vie avec la création en 2012 de « Attijari Assurance ». Un challenge réussi, la société a enregistré, en 2013, un chiffre d'affaire de 17MDt. Profitant des synergies avec le réseau bancaire, la société d'assurance s'offrirait, selon le management, une part de marché de 7% rien que sur sa première année d'exploitation.





*Le PER est retraité des provisions exceptionnelles passées en 2013.

*Positif sur le titre Attijari Bank depuis le mois d'octobre 2013, une révision à la baisse de notre opinion sur l'ensemble des valeurs bancaires a été opérée au mois de décembre suite à la publication de la circulaire de la BCT imposant la constitution de provisions supplémentaires.

Impacté par les modifications comptables relatives à la nouvelle circulaire BCT, le groupe clôture l'année 2013 sur un bénéfice consolidé de 33MDt, contre un bénéfice de 57MDt en 2012.

Pour ce qui est des perspectives pour 2014, nous tablons sur un bénéfice consolidé de **45MDt en hausse de 36% par rapport à 2013**.

Compte tenu des nouvelles règles de classification imposées par la BCT, les efforts de provisionnement devraient s'intensifier en 2014 avec une dotation nette de 55MDt, soit 20% du PNB estimé de la banque.

■ Valorisation et Opinion de Tunisie Valeurs :

Après avoir essuyé deux années post révolution difficiles, le titre Attijari Bank retrouve un trend haussier depuis le mois de mai 2013. Aujourd'hui la banque cote à 18.600Dt, correspondant à une capitalisation boursière de 739MDt (soit un P/E_{2013*} de 9.5x, contre un PER sectoriel de 10x et un P/B₂₀₁₃ de 1.9x contre 1.4x pour le secteur).

Depuis sa privatisation en 2005, la banque a réussi à franchir de nombreuses marches et affirmer sa place dans le paysage bancaire tunisien :

- (1) **Assainissement de son bilan** : la banque affiche aujourd'hui un portefeuille parmi les plus sains de la place, dépassant même l'indétrônable Banque de Tunisie en terme de couverture des risques.
- (2) **Modernisation de son image** : Adossée à une signature régionale de renommée, Attijari Bank s'est construite une image de banque dynamique et fortement compétitive par rapport à ses concurrentes.
- (3) **Consolidation de sa part de marché** : Véritable challenger pour Amen Bank, l'ancienne petite banque publique, est devenue en 10 ans la 3^{ème} banque privée du pays.
- (4) **Amélioration de sa rentabilité** : Les déficits de la privatisation derrière elle, la banque affiche une capacité bénéficiaire solide avec une croissance annuelle moyenne des bénéfices de 15 % par an.

Aujourd'hui les socles de sa réussite sont largement établis, et la banque est en mesure de le prouver à ses actionnaires, notamment par le rendement en dividendes qu'offre la valeur sur le marché. Avec un yield 2014 estimé de 7.2%, parmi les plus attractifs de la cote, la banque jouit d'un atout de taille, très apprécié par les investisseurs, particulièrement dans une période d'aléas telle que nous la vivons actuellement.

Au vu de tous ces éléments, nous révisons notre opinion à la hausse et **recommandons un repositionnement* à l'achat sur le titre**. Conscients que les exigences de la BCT peuvent encore durcir sur les deux prochaines années, notre recommandation est placée sur un horizon long termiste (un placement minimum de 3 à 4 ans), afin de récolter les fruits d'une croissance mûre et saine.

MDT	2011	2012	2013	2014e*	Var 14/13
Dépôts	3 316	3 591	4 048	4 371	8,0%
Crédits	3 077	3 248	3 401	3 537	4,0%
PNB	181	217	251	275	9,4%
RAIP (Résultat avant impôt et provisions)	79	108	129	140	8,5%
Résultat net	32	56	39	50	30,2%
Résultat net consolidé	31	57	33	45	34,7%

* Estimations de Tunisie Valeurs