

La STB...un Call sur le secteur du tourisme

Investment Highlights

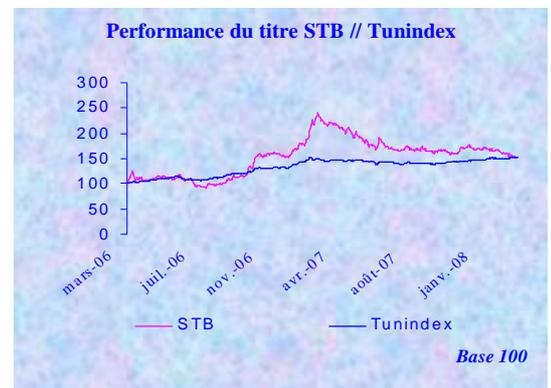
- ✚ Première banque de la place en terme de total bilan et seconde en terme de PNB, la STB bénéficie d'un très bon positionnement sur le marché local.
- ✚ La STB est dotée d'un large réseau d'agences couvrant tout le territoire tunisien.
- ✚ Forte dépendance de la banque envers le secteur du tourisme, secteur exposé à des retournements conjoncturels.
- ✚ Avec un large réseau international de correspondants, regroupant les plus grandes banques, la STB jouit des sources de financement les plus solides.
- ✚ Un sous provisionnement des créances classées dénotant d'une couverture non suffisante contre les défauts de paiements.
- ✚ Les fondamentaux de la STB comptent parmi les plus faibles du secteur. Loin de respecter les ratios réglementaires de couverture des créances classées et de capitalisation, et accablée par un lourd montant de crédits non performants, la STB est contrainte de faire des efforts gigantesques en matière de consolidation de ses fonds propres.
- ✚ Une fois la STB parvient à nettoyer son bilan et à consolider ses fonds propres, les chances qu'elle soit privatisée, dans un futur de moyen ou long terme, sont considérables.
- ✚ Avec l'arrivée des fonds d'investissement venant du Golf et visant à dynamiser le tourisme « *high standing* » en Tunisie, un retournement dans ce secteur sera bénéfique pour le titre STB.
- ✚ Une valorisation attrayante du titre STB du fait que le prix actuel n'incorpore aucune prime de restructuration ni de fusions ou privatisations.

Tableau sommaire

Année	Multiple de l'Actif (x)	Multiple du PNB (x)	Multiple du Résultat d'exploitation (x)	BPA (DT)	PER (x)	Div (DT)	Yield	FPA (DT)	PBR (x)
2004	0,037	1,293	49,353	0,213	30,34	-	-	17,01	0,380
2005	0,028	0,865	3,647	1,46	3,426	0,400	8,0%	17,21	0,291
2006	0,050	1,298	9,074	0,88	10,844	0,300	3,1%	17,70	0,539
Trailing 2007	0,049	1,252	7,529	1,008	9,342	-	-	17,733	0,531

Cette analyse repose largement sur une étude sectorielle et une approche d'évaluation développées dans la revue de Maxula Bourse (N°1).

Recommandation	Acheter
Valeur	STB
Secteur	Bancaire
Nombre d'actions	24 860 000
Valeur Nominale	5 DT
Capital Social	124 300 000 DT
Actionnaire majoritaire	L'Etat
+ Haut de l'année 2007	14,92 DT
+ Bas de l'année 2007	9,6 DT
ROE (Trailing 2007)	5,7%
Taux des créances classées 2006	32,68%
Taux de couverture des CDL 2006	41,51%
Ratio Cooke 2006	9,63%



Valorisation et Recommandation

Placer dans la valeur STB peut être considéré comme étant un investissement stratégique de long terme, en misant sur une évolution prometteuse du secteur de tourisme en Tunisie, secteur majoritairement financé par la STB. Côté valorisation, l'action STB se transige à 9,3x son bénéfice net trailing, et à 0,5x son actif net comptable corrigé, devant un PER trailing sectoriel de 17x, et un PBR sectoriel de 1.

Nous recommandons d'acheter le titre STB.

Présentation de la Banque

La Société Tunisienne de Banque fût créée au lendemain de l'indépendance avec un capital initial de 10 000 dinars. Contrôlée à hauteur de 24,8% par l'Etat tunisien, la STB est entrée en activité le 26 Mars 1958. Première banque tunisienne, elle a été fondée afin de contribuer au développement économique et social de l'Etat tunisien. Depuis sa création, la STB est parvenue à maintenir un rythme de croissance soutenu de ses fonds propres, et ce en procédant à quatorze augmentations de capital dont huit en numéraire. La STB possède, également, un large réseau international de correspondants qui regroupe les plus grandes banques, lui permettant ainsi de se procurer les sources de financement les plus solides. En 2000, la STB a procédé à une fusion avec deux banques de développement : la Banque de Développement Economique de Tunisie (BDET) et la Banque Nationale de Développement Touristique (BNDT).

En étant active sur le marché, et en affirmant son rôle de banque « à tout faire », la STB s'est accaparée presque la totalité des affaires d'envergure nationale. C'est ainsi, que s'est développé le Groupe STB considéré, pendant déjà plus d'une trentaine d'années, comme l'un des plus importants groupes touchant les secteurs d'activités les plus divers.

Notation de la banque

En octobre 2007, Fitch Ratings a confirmé la note de soutien extérieur « 2 » attribuée à la STB. Cette note reflète la forte probabilité que l'Etat tunisien, principal actionnaire de la banque, apporte son soutien à la STB en cas de nécessité.

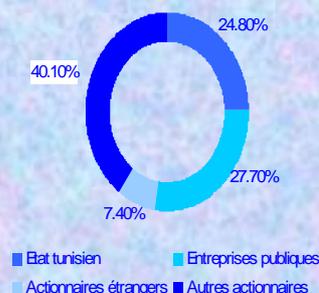
Stratégie de la Banque

La banque a toujours adopté une stratégie commerciale basée sur le développement de ses produits et services et l'amélioration de la qualité de ses prestations. La STB est la première banque à avoir mis à la disposition de ses clients, ainsi qu'aux clients de ses concurrents, une dizaine de distributeurs automatiques de billets (DAB), puis plusieurs guichets automatiques de banque (GAB). Avec un réseau d'agences, de bureaux et de box de change qui comptent parmi les plus importants en Tunisie, la banque est parvenue à cibler une gamme de clientèle assez diversifiée.

Positionnement de la STB en 2006

La STB est la première banque de la place en terme de total bilan et seconde en terme de PNB en 2006. Pour ce qui est des parts de marché, la STB détient la part la plus importante de crédits accordés à la clientèle avec 17,6%, et occupe la troisième place en terme de dépôts collectés avec 14,4% de part de marché. Côté rentabilité, et au cours de l'exercice 2006, la banque a affiché des ratios nettement en dessous de la moyenne sectorielle. Un ROA de 0,26% et un ROE de 4,97%, pour des moyennes sectorielles respectives de 9,55% et 1,05%, montrent que la banque sous performe le secteur.

Structure de l'actionnariat au 31-05-2006



Fitch Ratings confirme la note de soutien extérieur « 2 » attribuée à la STB.

Principaux Indicateurs	Rang STB (2006)
Total Bilan	1
PNB	2
Part de marché Crédits à la clientèle	1
Part de marché Dépôts de la clientèle	3
Charges de Gestion	2
Coefficient d'exploitation	4
ROA	9
ROE	7
FP/ Actifs	6
Résultat Net	4
Résultat d'Exploitation	5
Liquidité	4
Provisionnement des créances classées	-

Source : Maxula Bourse

Concernant la qualité de ses actifs, bien que la banque ait fait des efforts dans la gestion de son risque de crédit, elle reste néanmoins accablée par un lourd montant de créances classées et un faible taux de provisionnement. Rappelons que la STB finance largement le secteur du tourisme, qui représente 29% du total de ses crédits et 57% de ses créances classées (Source : Fitch Ratings, Octobre 2007).

Activité de la banque

Sources des fonds de la banque

L'analyse du passif de la STB fait ressortir essentiellement deux types de ressources : les dépôts de la clientèle et les emprunts et ressources spéciales.

Les dépôts et avoirs de la clientèle constituent la principale ressource de la banque et représentent, en 2006, 65% du passif de la STB. Ces dépôts se sont accrus à un taux moyen de 10,32% par an pour passer de 2 277 MDT en 2003 à 3 057 MDT en 2006.

Les dépôts et avoirs de la clientèle ont progressé de 282 MDT durant l'année 2006, soit 7,65% de plus que 2005. Par rapport au secteur, la STB se classe 3^{ème}. après la BIAT et la BNA en détenant 14,42% de part de marché. Au titre de l'exercice 2007, l'encours des dépôts s'est établi à 3 597 MDT, en progression de 17,68% par rapport à 2006. Cette hausse a été particulièrement soulignée par l'accroissement des dépôts à vue de 17,09%, qui constituent une ressource à faible coût pour la banque.

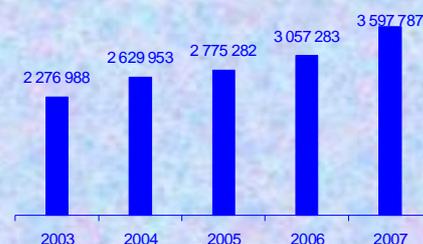
Les emprunts et ressources spéciales demeurent les seconds pourvoyeurs de fonds de la STB avec 13% du total passif, en baisse de 17,3% par rapport à 2005. Ce déclin découle du remboursement des annuités, en principal des emprunts obligataires (6,8 MDT) et des annuités sur les lignes de crédits extérieurs (95,8 MDT). Suivant cette tendance baissière, les emprunts et ressources spéciales de la banque, se rapportant à l'exercice 2007, ont baissé de 24,7%.

En 2006, le ratio de liquidité de la STB s'est établi à 123,73% contre 132,21% en 2005, respectant ainsi la norme dictée par la BCT (100%). La baisse relevée au niveau de ce ratio trouve son explication dans l'évolution moins prononcée de l'actif courant de la banque (+6,8%) par rapport à celle du passif courant (+14,1%). Au 30-06-2007, le ratio de liquidité de la STB s'est établi à 121,95%, toujours conforme à la norme de 100%.

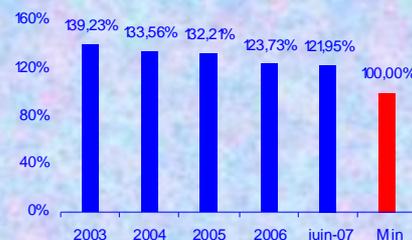
En 2007 : la STB bénéficie d'une ligne de crédit de 100 millions d'euros et 300 mille euros de don

C'est de la part de la Banque Africaine de Développement (BAD) que la STB a bénéficié d'une ligne de crédit de 100 millions d'euros accompagnée d'un don d'assistance technique de 300 milles euros. Cette nouvelle ressource va permettre à la STB de financer les projets d'investissement relatifs aux secteurs jugés les plus productifs contribuant ainsi à la croissance économique du pays. La banque pourra disposer de ressources financières stables à un coût avantageux et garantira ainsi sa part de marché. De plus, la STB profitera d'un appui institutionnel de la part de la BAD et ceci en matière de gestion des risques, principalement le risque de crédit, de formation du personnel et de l'instauration des principes de la bonne gouvernance.

Evolution des dépôts (En MDT)



Evolution du ratio de liquidité



Allocation de l'Actif

Les crédits à la clientèle constituent la principale composante de l'actif de la STB, et représentent 78% en 2006. Les crédits accordés ne cessent d'évoluer, enregistrant une hausse parmi les plus importantes du secteur, soit 10,4% entre 2005-2006. Elle occupe ainsi la première place en terme de part de marché des crédits, soit 17,65%. Ce montant important de crédits accordés (3 672 MDT en 2006) qui caractérise la STB, revient essentiellement à l'opération de fusion de deux banques de développement en 2000. La STB fait face depuis cette opération à un important risque de défaut, avec un taux de créances classées qui avoisine les 33% en 2006, selon Fitch Ratings. Les créances de nature interbancaires représentent 8% de l'actif de la STB en 2006. En 2007, l'encours de crédits s'est établi à 3 797 MDT, en progression de 3,4% par rapport à 2006.

La banque détient dans son actif un portefeuille titres composé du portefeuille titres commercial et du portefeuille titres d'investissement. La première catégorie, comprend les titres de transactions (BTC) et les titres de placement, et ne représente que 1% de l'actif de la banque en 2006. La seconde catégorie représente 5% de l'actif de la STB et comprend des titres de participation à caractère durable, des titres à revenus fixes et des titres représentant des participations de financement. En 2007, le portefeuille titres de la banque s'est allégé de 14,58% en provenance d'une diminution de 41,6% du montant du portefeuille titres commercial.

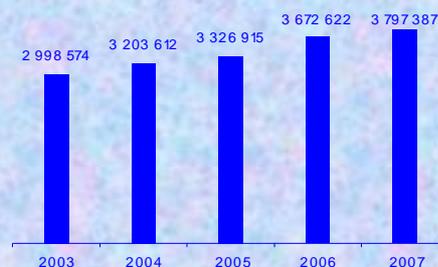
Suivi des risques et qualité d'actifs de la banque

Comme les créances sur la clientèle constituent le principal poste de l'actif de la STB, les risques y afférents sont alors très importants et pèsent lourdement sur la banque.

En millions de dinars	2002	2003	2004	2005	2006
Engagements Productifs	2 692,40	2 562,70	2 671,90	2 964,60	3 469,20
Classe 0	1 285,00	1 543,00	1 602,70	1 769,60	2 202,00
Classe 1	1 407,40	1 019,70	1 069,20	1 195,00	1 267,20
Engagements Accrochés Bruts	1 489,70	1 791,30	1 964,80	1 785,20	1 684,10
Classe 2	55,6	60,4	56,8	146,4	124,4
Classe 3	112	117,4	115,4	53,2	75,4
Classe 4	1 322,10	1 613,50	1 792,60	1 585,60	1 484,30
Total des engagements	4 182,10	4 354,00	4 636,70	4 749,80	5 153,30
Provisions affectées et agios réservés	594,7	757,5	861,2	769,7	699
Taux de couverture de l'ensemble des créances	14,22%	17,40%	18,57%	16,20%	13,56%
Taux de couverture des créances accrochées	39,92%	42,29%	43,83%	43,12%	41,51%
Taux des créances classées	35,62%	41,14%	42,37%	37,58%	32,68%

Depuis quelques années, la STB s'est lancée dans un programme de restructuration visant à mieux gérer les risques liés aux crédits accordés à la clientèle et donc à améliorer la qualité d'actifs de la banque. En adoptant cette stratégie, la STB a vu la qualité de ses actifs s'améliorer sensiblement, quoique comparée à ses pairs, la STB reste accablée par un montant de créances classées important et un taux de provisionnement insuffisant.

Evolution des crédits à la clientèle (En MDT)



Evolution du portefeuille titres (En mDT)



Evolution du taux des créances classées



La STB continue à supporter un risque de crédit non performant assez élevé malgré une qualité d'actifs en très légère amélioration

La qualité d'actifs de la STB reste toujours en dessous de la moyenne sectorielle. Les créances classées de la banque s'élèvent en 2006 à 32,68% de son total engagement, soit 1 684 MDT contre 37,58% en 2005 (dont plus de 88% appartenant à la classe 4) devant une moyenne sectorielle de 19,2% relative aux banques publiques.

Le ratio de couverture des créances douteuses s'est établi à 41,51% en 2006 contre 43,12% en 2005, restant en dessous d'une moyenne sectorielle de 49,2%, toutes catégories confondues. A l'horizon de 2009, la STB devrait multiplier ses efforts en matière de provisionnement afin de se conformer aux normes dictées par la BCT qui exigent un taux de couverture des créances classées de 70%.

Le financement du secteur du tourisme : un réel handicap pour la STB

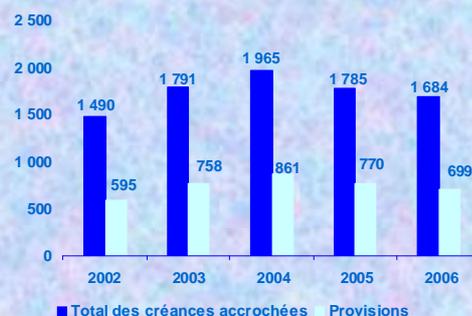
Rappelons vers la fin, que la qualité d'actifs relativement faible de la STB, est essentiellement due à la forte exposition de la banque aux risques liés au secteur du tourisme. En effet, l'opération d'absorption de la BDET et la BNDT par la STB a fait supporter la banque un lourd montant de créances douteuses liées à l'activité touristique largement conjoncturelle. Les créances douteuses liées au tourisme représentent 53% du total des créances accrochées de la banque, soit 892,57 MDT. En les rapportant au total des encours en 2006, les créances totales liées au tourisme représentent 32%, soit 1 649 MDT. Le taux de recouvrement des créances douteuses liées au tourisme, passant de 72% en 2005 à 76% en 2006, demeure encore insuffisant.

Le ratio de solvabilité de la STB s'est établi à 9,63% en 2006. Bien que ce ratio a diminué par rapport à 2005 (10,42%), la banque reste toujours dans les normes (seuil minimum de 8%). En effet, les risques encourus par la banque ont évolué à un rythme plus accéléré que celui des fonds propres.

Le Produit Net Bancaire

Le PNB de la banque s'est inscrit dans un registre haussier durant les quatre dernières années le menant à 182 727 mDT en 2006, soit une évolution moyenne de 16% sur la période 2003-2006. Comparant au secteur, la STB a occupé en 2006 la seconde place après la BIAT, en terme de PNB, avec une part de marché de 14,6%. La STB est classée première grâce à l'évolution de son PNB entre 2005 et 2006, soit une hausse dépassant les 27%. Au titre de l'exercice 2007, une hausse des produits d'exploitation de l'ordre de 10,68%, de même qu'une progression des charges d'exploitation de 8,23%, ont fait que le PNB de la banque a évolué de 12,58%, pour s'établir à 205 722 mDT.

Evolution des créances accrochées/Provisions (en MDT)



En 2006, les créances douteuses provenant du secteur du tourisme représentent :

* 53% du total des créances douteuses de la banque

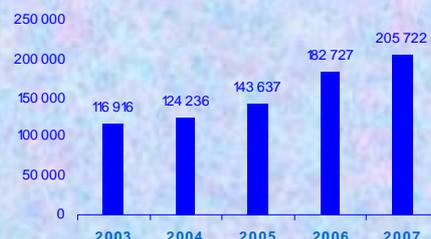
* 32% du total encours de la banque

Une couverture de 76% des créances accrochées liées au secteur du tourisme.

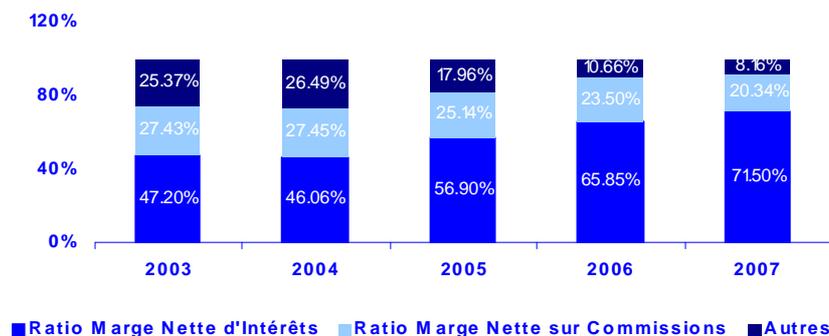
Evolution du ratio de solvabilité



Evolution du PNB (En mDT)



Décomposition du PNB



Le Produit Net Bancaire de la STB est principalement constitué par la marge nette d'intérêts (plus que 50%) ainsi que par la marge nette sur commissions (plus que 20%). Sur la période 2003-2006, la marge nette d'intérêt a connu une croissance moyenne de l'ordre de 29,67%, alors que la marge nette sur commissions s'est accrue de 10,2%.

En terme de performance sectorielle et durant l'exercice 2006, nous retrouvons la STB en haut du classement avec le ratio de marge nette d'intérêts le plus élevé du secteur (65,85%) devant une moyenne sectorielle de 57%. Au titre de l'exercice 2007, ce ratio s'est établi à 71,5%, alors que le ratio de la marge nette sur commissions a atteint 20,34%.

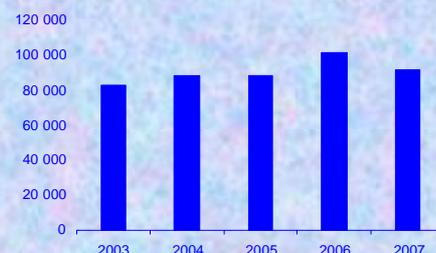
Efficacité Opérationnelle

Les frais généraux de la banque se sont inscrits en légère hausse entre 2003-2006, pour amorcer une baisse durant les douze derniers mois. Les frais de personnel, contribuant à hauteur de 80% dans la formation des frais généraux en 2006, proviennent essentiellement des frais liés à la rémunération du personnel. Ainsi en 2006, les frais de personnel ont atteint 81 310mDT dont 9 275mDT représentent les indemnités relatives aux départs volontaires à la retraite et aux charges sociales correspondantes, servies à 190 des employés de la banque. L'exercice 2007 a été marqué par une baisse des frais généraux de l'ordre de 10,22%, provenant d'une diminution importante des charges générales d'exploitation (- 17,19%), de même qu'une baisse des frais de personnel (-8,46%).

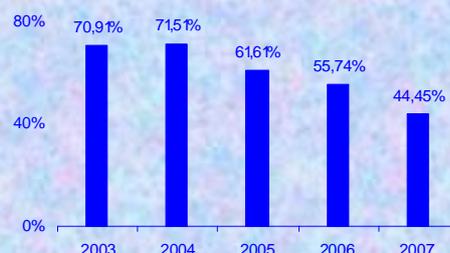
La croissance moyenne moins importante des frais généraux (7%) que celle du PNB (16%), durant la période 2003-2006, a fait que le coefficient d'exploitation de la STB a baissé de 70,91% à 55,74%. Cependant, bien que la STB ait fait des efforts en matière de contrôle de ses charges, son coefficient d'exploitation reste parmi les plus élevés du secteur, et ce en comparaison à la moyenne sectorielle qui s'est établi à 48%. En 2007, le coefficient d'exploitation de la STB a poursuivi sa tendance baissière atterrissant à 44,45%.

Le résultat d'exploitation a suivi une croissance moyenne annuelle de 11,8% durant la période 2003-2006. En 2006, la STB est classée cinquième de part son résultat d'exploitation (26 136 mDT), dépassant la moyenne sectorielle qui est de 20 263 mDT. Au 30 juin 2007, le résultat d'exploitation trailing de la banque s'est établi à 31 104 mDT.

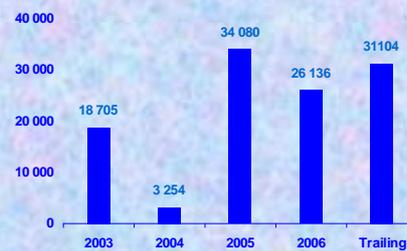
Evolution des Frais Généraux (En mDT)



Evolution du coefficient d'exploitation



Evolution du résultat d'exploitation (En mDT)



Etude de la rentabilité

Le résultat net de la STB a connu de fortes fluctuations entre 2003-2006. L'exercice 2004 a été le moins rentable avec seulement 5 294mDT de bénéfice net contrairement à 2005 où le bénéfice était de 36 286mDT.

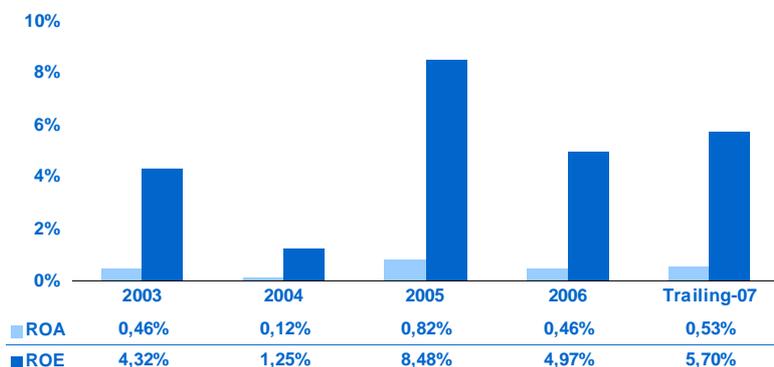
Notons que la STB a affiché la plus forte baisse du secteur en terme de résultat net au titre de l'exercice 2006. En effet, la forte volatilité du résultat net de la STB revient essentiellement aux plus-values irrégulières générées par les cessions d'actifs. L'exercice 2007 est, quant à lui, caractérisé par des cessions importantes d'actifs telles que la cession de ses parts détenues dans le capital de la BFT et de l'Hôtel Abou Nawas Tunis. Au 30 juin 2007, le résultat net trailing de la banque s'est établi à 25 067mDT.

La rentabilité des fonds propres de la STB a largement fluctué durant la période 2003-2006, passant par son niveau le plus faible en 2004 (1,25%), puis par son niveau le plus haut en 2005 (8,48%). En 2006, la STB a connu une rentabilité des fonds propres qui compte parmi les plus faibles du secteur, soit 4,97% devant une moyenne sectorielle de 9,55%. Cette contre performance revient essentiellement à une dégradation du résultat net (-39,73%) corrélée à une timide hausse des fonds propres (+2,83%). Au 30 juin 2007, le ROE trailing de la STB a légèrement progressé pour s'établir à 5,7%.

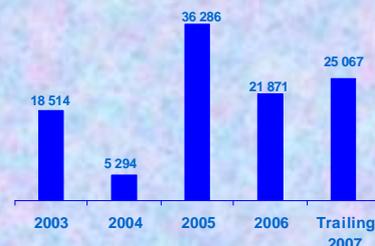
La rentabilité des actifs de la STB a suivi une évolution en dents de scie sur la période 2003-2006 pour s'établir à 0,46% en 2006 largement en deçà de la moyenne sectorielle qui est de 1,05% et occupant par la même, une modeste 9^{ème} place. Il est à noter que l'exercice 2004 se distingue par un niveau très faible du ROA avoisinant 0,12%. Cette mauvaise performance est due à la baisse brutale du résultat net (-39,73%) suite à l'affectation d'un montant important aux provisions.

Notons que l'exercice 2005 a connu le ROA le plus important de la période qui est de l'ordre de 0,82%, grâce à un résultat net spectaculaire de l'ordre de 36 286 mDT, le plus élevé de la période.

Ratios de rentabilité



Evolution du résultat net (En mDT)



En 2005 : Une rentabilité exceptionnelle due aux bonnes conditions du marché boursier tunisien, ainsi qu'à des reprises de plus values importantes sur titres.

En 2006 : Une baisse de la rentabilité due à l'alourdissement des charges de personnel suite aux départs à la retraite anticipée d'un bon nombre d'employés, ainsi qu'au renforcement de la politique de provisionnement des créances classées adoptée par la STB.

Points Forts

- ✚ Un fort soutien de l'Etat tunisien en cas de difficulté.
- ✚ Un positionnement solide sur le marché.
- ✚ Existence de relations étroites avec des organismes internationaux.
- ✚ Un réseau d'agences étendu.

Points Faibles

- ✚ Forte dépendance de la STB envers le secteur du tourisme, un secteur fortement conjoncturel.
- ✚ Une mauvaise qualité d'actifs et un sous-provisionnement des créances classées.
- ✚ Un coefficient d'exploitation relativement élevé.

Valorisation et Recommandation

La STB, première banque de part son total bilan, demeure la banque la plus importante dans le paysage bancaire tunisien. Cependant, ses fondamentaux comptent parmi les plus faibles du secteur. Loin de respecter les ratios réglementaires de couverture des créances classées et de capitalisation, et accablée par un lourd montant de crédits non performants, la STB est contrainte de faire des efforts gigantesques en matière de consolidation de ses fonds propres. Néanmoins, une fois arrivée à nettoyer son bilan et à consolider ses fonds propres, les chances que la banque soit privatisée, dans un futur de moyen ou long terme, sont considérables. D'ailleurs, dans notre évaluation menée à partir du principe de l'EVA, nous avons pu constater que le prix actuel du titre STB n'incorpore aucune prime liée aux possibilités futures de fusion ou de privatisation. De ce fait, placer dans la valeur STB peut être considéré comme étant un investissement stratégique de long terme, en misant sur une évolution prometteuse du secteur de tourisme en Tunisie, secteur majoritairement financé par la STB. Côté valorisation, l'action STB se transige à 9,3x son bénéfice net trailing, et à 0,5x son actif net comptable corrigé, devant un PER trailing sectoriel de 17x, et un PBR sectoriel de 1.

Nous recommandons d'acheter le titre STB.