UIB

Le nouveau challenger

Rédigé le 8 juin 2017

❖ Synthèse

- Une banque adossée à un groupe bancaire d'envergure internationale.
- Un positionnement fort sur le segment des particuliers et une dynamique commerciale confirmée.
- Une structure des revenus dominée par la marge d'intérêt et un spread d'intérêt parmi les plus élevés du secteur: meilleure posture pour profiter de la remontée des taux.
- Une rupture franche avec le passé depuis la privatisation: un bilan substantiellement assaini et une amélioration continue de la productivité.
- Un dépassement régulier des objectifs et une rentabilité qui se compare favorablement au secteur.
- Une valorisation décotée qui ne reflète pas totalement la qualité de portefeuille de l'UIB et son profil de croissance plus rapide que la concurrence. **Nous réitérons notre recommandation positive sur le titre.**

❖ Présentation de la banque

- Privatisée en 2002 via la cession de 52% du capital à la Société Générale. L'UIB s'est rapidement imposée dans le paysage bancaire grâce à sa réactivité commerciale.
- Le nouvel actionnaire de référence a lancé un vaste programme de restructuration couvrant plusieurs aspects: mise en place d'une nouvelle organisation, implémentation d'un nouveau système d'information et redéfinition de la stratégie commerciale.
- Parallèlement à cela, d'importants efforts de recapitalisation ont été entrepris : deux augmentations de capital de 36MDt en 2005 et de 90MDt en 2008 suivies par un « coup d'accordéon*» opéré en 2014. Toutes soutenue par son actionnaire de référence, les injections de fonds propres ont permis à l'UIB de procéder à un nettoyage progressif de son bilan et de repartir sur des bases plus solides d'un point de vue réglementaire.
- Malgré une conjoncture difficile, l'UIB a réussi à maintenir le cap grâce à un positionnement fort sur le segment des particuliers (une part de marché de 13,5% en 2016); segment qui offre un couple rentabilité/risque attrayant.
- L'activité du crédit représente le cœur de métier de la banque (57% du PNB provient de la marge d'intérêt). Le portefeuille de bons du Trésor de l'UIB est resté peu développé comparativement à ses consœurs de la cote (un stock de BTA de 103MDt).

* Réduction du capital social de moitié à 98MDt pour absorber les pertes antérieures et une injection de fonds propres de 150MDt.

Recommandation

Acheter (+)

Prix : 19,300Dt

Actionnariat

Groupe Société Générale:	52%
Groupe BOUCHAMAOUI:	7%
Groupe Moncef MZABI:	6%
Famille MZABI:	5%
M. Habib BOUAZIZ:	5%
Flottant:	25%

Source: rapport annuel 2016.

Positionnement de l'UIB comparativement au secteur bancaire coté

Dépôts:	**8ème** avec une part de marché de 7,2%
Crédits:	**7ème** avec une part de marché de 7,9%
PNB:	**7ème** avec une part de marché de 7,9%

▪ Aujourd'hui 15 ans après sa privatisation, l'UIB prend conscience de son potentiel et se veut plus agressive sur le marché. Un objectif à portée de main grâce à une politique de risque rigoureuse et à son appartenance à un groupe bancaire d'envergure internationale.

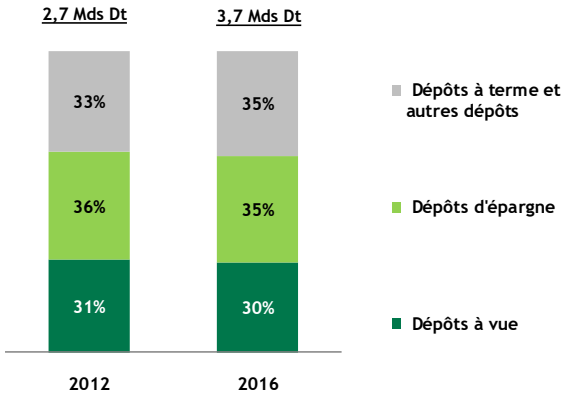
❖ Analyse financière historique

1) Les dépôts

▪ Malgré un contexte post-révolution morose, l'UIB a fait preuve d'une bonne dynamique au niveau de sa collecte. Sur les cinq dernières années, l'encours de dépôts de la banque a cru de 8% en moyenne à 3,7 milliards de dinars. Cette croissance plus rapide que la concurrence (+6% sur la période) a été tirée par l'extension du réseau (9 ouvertures) et une amélioration de la productivité au niveau des agences.

▪ L'UIB présente une structure classique des ressources, avec une bonne proportion des dépôts à terme et des dépôts d'épargne (totalisant 70% des ressources). Le resserrement des liquidités qui a marqué le secteur après la Révolution, a orienté la banque vers des produits d'épargne plus onéreux (une hausse cumulée de 11% au niveau des dépôts à terme et des dépôts d'épargne contre une progression de 7% au niveau des dépôts à vue) impactant négativement son coût des ressources. Selon nos estimations, ce dernier a augmenté de 64 points de base entre 2012 et 2016.

Structure des dépôts sur la période 2012 - 2016

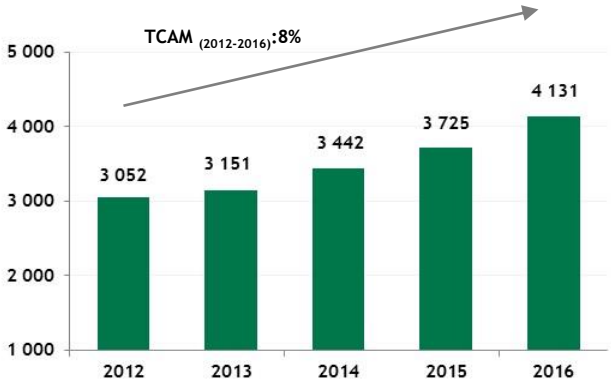


2) Les crédits

▪ Malgré une économie en berne, l'UIB a maintenu une politique active d'octroi de crédits. Sur l'intervalle 2012 - 2016, l'encours des engagements de la banque a enregistré une croissance moyenne de 8% à 4 milliards de dinars. Avec une part de marché de 8% à fin 2016, l'UIB conforte son statut de challenger pour Attijari Bank (une part de marché de 8,6%).

▪ Soucieuse de la qualité de son portefeuille, l'UIB a été parmi les premières banques à privilégier le financement des particuliers. Cette orientation, qui s'est davantage ancrée après la Révolution (climat des affaires atone et les mesures prises par la BCT pour encourager les crédits à la consommation), a permis à la banque de réduire les risques d'impayés et de pratiquer un taux de sortie parmi les plus élevés de la place (un taux de sortie facial de 6,6% contre 6,4% pour la BIAT et 6,3% pour Attijari).

Evolution de l'encours des crédits (en MDt)



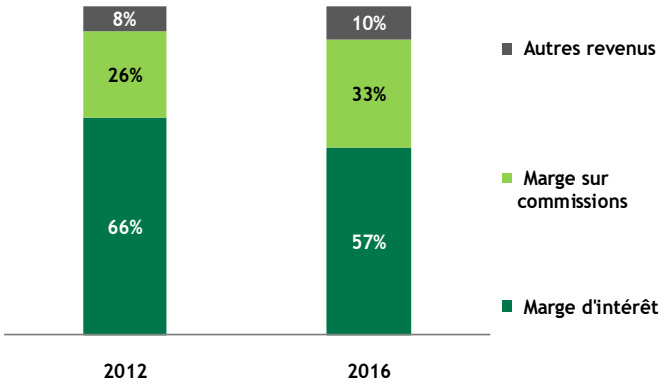
3) Le Produit Net Bancaire

▪ Sur les cinq dernières années, l'UIB a affiché une croissance soutenue de son PNB (+11,4% à 248MDt). Cette performance a été essentiellement alimentée par l'activité du crédit (+7,4% à 142MDt) et la bonne orientation de la marge sur commissions (+17,7% à 81MDt). Soulignons, à cet effet, que l'UIB jouit de la plus forte proportion des commissions dans le PNB à l'échelle de tout le secteur bancaire (une contribution de 33% contre une proportion moyenne de 23% pour le reste du secteur).

▪ Outre l'avantage comparatif en matière de commissions, l'UIB affiche une plus forte exposition à la marge d'intérêt que la concurrence (57% pour l'UIB contre 49% pour le reste du secteur). Cette spécificité conjuguée à un spread d'intérêt parmi les plus élevés du secteur (spread apparent de 3,4% contre une moyenne sectorielle de 3,1%), permettrait à la banque de profiter au mieux de la récente remontée des taux.

Banque	Coût des ressources	Taux de sortie	Spread d'interêt
BIAT	2,3%	6,4%	4,1%
BT	3,5%	7,1%	3,5%
UBCI	3,1%	6,5%	3,5%
UIB	**3,1%**	**6,6%**	**3,4%**
Attijari Bank	3,0%	6,3%	3,4%
BNA	3,7%	7,1%	3,4%
BH	3,6%	6,6%	3,0%
ATB	3,4%	6,4%	3,0%
STB	3,6%	6,5%	3,0%
Amen Bank	4,4%	7,1%	2,6%
BTE	3,8%	6,4%	2,6%
WIB	6,0%	8,2%	2,1%
Secteur	**3,6%**	**6,7%**	**3,1%**

Structure du Produit Net Bancaire sur la période 2012 - 2016

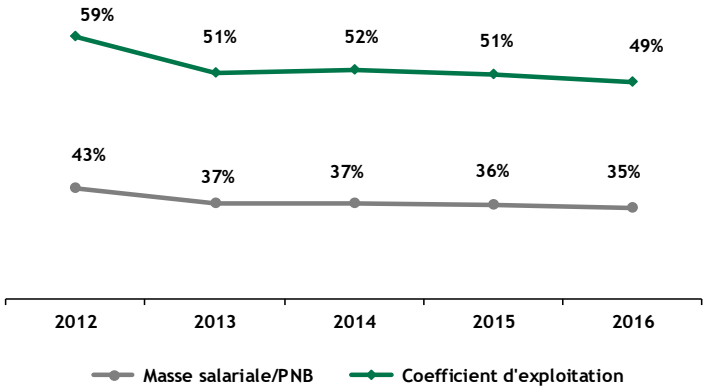


4) La productivité

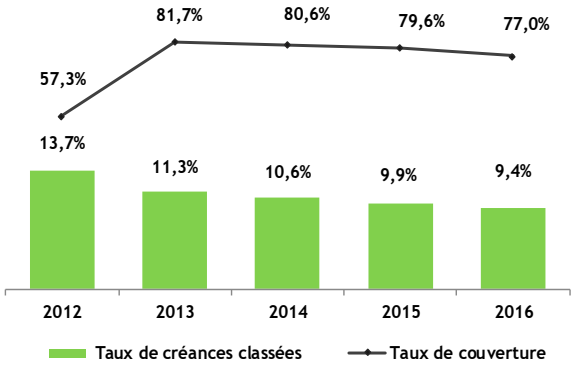
▪ La productivité de la banque n'a cessé de s'améliorer depuis sa privatisation en 2002, et ce, malgré la politique d'investissement expansive menée par le nouvel actionnaire. Les efforts de contrôle des coûts ont été particulièrement perceptibles au niveau des charges salariales. Axe prioritaire dans la stratégie de la banque, la mise à niveau des ressources humaines a permis à l'UIB de limiter la hausse des charges salariales à 6% sur les cinq dernières années.

▪ La maitrise des charges et la bonne tenue du PNB, ont entrainé une amélioration significative de la productivité. Le coefficient d'exploitation a régressé de 10 points de taux à 49%, s'alignant, ainsi, sur les normes du secteur.

Evolution de la productivité sur la période 2012 - 2016



Evolution du taux de couverture et du taux de créances classées



5) La qualité de portefeuille

▪ L'entrée de la Société Générale dans le capital de l'UIB a marqué un tournant majeur dans la gestion des risques au sein de la banque. Grâce aux injections de fonds propres opérées (276MDt depuis 2002), l'UIB a pu résorber les pertes cumulées et accélérer l'assainissement de son bilan (une enveloppe totale de provisions sur les créances de 476MDt depuis 2002).

▪ Par ailleurs et au-delà du recentrage sur le financement des particuliers, l'adoption d'une politique de crédit plus sélective a généré une baisse notable du taux de créances classées de 43,5% en 2002 à 9,4% en 2016. Une performance record, qui lui vaut, aujourd'hui, d'afficher un des portefeuilles les plus sains du secteur.

▪ Si le taux de couverture de l'UIB a légèrement fléchi en 2016 (baisse de 79,6% à 77%), il reste dans les standards hauts du secteur.

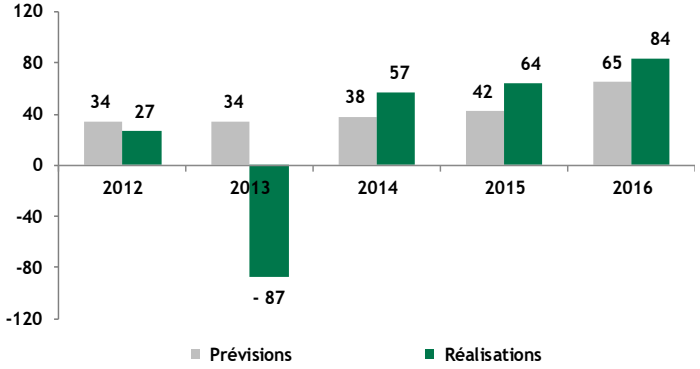
6) La rentabilité

▪ L'amélioration de la productivité et les efforts de nettoyage de bilan ont permis à la banque d'atteindre de nouveaux paliers de rentabilité. Après avoir essuyé une perte de 87MDt, suite à l'application de la circulaire BCT de 2013 relative aux provisions sur les garanties hypothécaires, l'UIB a rapidement renoué avec la croissance bénéficiaire. A partir de 2014, la banque a enchainé des dépassements notables par rapport aux prévisions (voir graphique ci-après). Avec un ROE de 21% à fin 2016, l'UIB figure parmi les banques les plus rentables du secteur (ROE moyen de 16% pour le reste du secteur).

▪ Au niveau consolidé, les mauvaises performances des filiales continuent à tirer vers le bas les réalisations du groupe. La « contribution négative» des filiales s'est, néanmoins, stabilisée à -2MDt sur les trois dernières années.

▪ La croissance régulière des bénéfices et la levée de fonds opérée en 2014 ont sensiblement amélioré la solvabilité de la banque. L'UIB tourne la page des années de « nettoyage du bilan » et affiche, désormais, des ratios de solvabilité conformes à la réglementation (ratio Tier 1 de 7,6% et ratio Tier 2 de 11%).

Evolution du Résultat net*: Réalisations Vs Prévisions (en MDt)



* Résultat net retraité après modifications comptables

❖ Prévisions et perspectives d'avenir

▪ Après avoir subi pendant de nombreuses années plusieurs problèmes structurels (qualité des actifs médiocre, provisions insuffisantes et faible rentabilité), la situation de l'UIB rompt avec le passé. La filiale du groupe Société Générale a réussi à se reconstruire une image de banque dynamique et compétitive par rapport à la concurrence. L'assainissement majeur opéré, l'UIB, se tourne désormais vers de nouveaux défis :

✓ **Rééquilibrer son modèle de développement vers le segment des entreprises :** L'UIB s'oriente vers le financement des entreprises aussi bien sur le marché local qu'à l'international. Capitalisant sur les synergies avec le groupe Société Générale, l'UIB cherche à accompagner les entreprises tunisiennes dans leur développement en Afrique.

✓ **Percer de nouveaux métiers :** l'UIB compte consolider son positionnement sur les métiers de la Banque d'Investissement pour fournir des services à plus forte valeur ajoutée. Par ailleurs, la banque vise à lancer de nouvelles activités financières comme la Location Longue Durée et l'Assurance Vie.

▪ Pour ce qui est des perspectives chiffrées, le management de la banque table sur une progression du PNB de 9% à 269MDt en 2017. Un rythme de croissance prudent qui sous-estime le potentiel de rebond généré par la hausse des taux. Avec une marge d'intérêt favorable à la remontée des taux, nous pensons que l'UIB serait en mesure d'absorber l'impact de la nouvelle dotation au fonds de garantie des dépôts bancaires* (une charge supplémentaire de 13MDt) et de dégager un bénéfice net de 82MDt, à fin 2017.

❖ Parcours boursier et opinion de Tunisie Valeurs

▪ L'UIB affiche pour la quatrième année de suite, un parcours boursier dans le vert. La banque a connu un retour massif des investisseurs dans le sillage de la recapitalisation de 2014. Les avancées réalisées dans l'assainissement du bilan et le dépassement récurrent des objectifs ont davantage attisé l'appétit des investisseurs pour le titre.

▪ Avec une capitalisation de 667MDt, l'UIB traite à une valorisation intéressante par rapport à ses paires de « qualité » comparable. Avec un PNB dominé par la marge d'intérêt, la banque est en meilleure posture pour profiter de la récente remontée des taux. Le relèvement des dividendes constitue un argument supplémentaire pour **recommander le titre à l'achat**.

***** la nouvelle loi bancaire, promulguée en juillet 2016 a prévu l'instauration d'un fonds de garantie des dépôts bancaires. La contribution annuelle à ce fonds s'élève à 0,3% de l'encours de dépôts. Elle constituera une charge supplémentaire pour l'ensemble du secteur avec une incidence importante sur les résultats de 2017 (première année de mise en place du fonds).

Business Plan

En MDt	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018p
Créances sur la clientèle	**3 052**	**3 151**	**3 442**	**3 725**	**4 131**	**4 600**	**5 074**
Progression	*-*	*3%*	*9%*	*8%*	*11%*	*11%*	*10%*
Dépôts clientèle	**2 690**	**2 956**	**3 151**	**3 402**	**3 661**	**3 999**	**4 363**
Progression	*-*	*10%*	*7%*	*8%*	*8%*	*9%*	*9%*
PNB	**161**	**184**	**197**	**217**	**248**	**282**	**314**
Progression	*-*	*14%*	*7%*	*10%*	*14%*	*14%*	*11%*
Dotations aux provisions	38	33	12	17	14	16	21
Coefficient d'exploitation	*59%*	*51%*	*52%*	*51%*	*49%*	*48%*	*47%*
Résultat net*	**26,6**	**- 87,3**	**56,6**	**64,0**	**83,7**	**81,9**	**98,3**
Progression		*-*	*-*	*13%*	*31%*	*-2%*	*20%*
Résultat net part du groupe*	**16,0**	**- 47,3**	**54,6**	**62,0**	**77,7**	**80,1**	**96,7**
Progression		*-*	*-*	*14%*	*25%*	*3%*	*21%*

* Après modifications comptables et hors éléments exceptionnels.

Source: Management de l'UIB et estimations de Tunisie Valeurs.

Ratios boursiers au 07/06/2017	UIB	Secteur bancaire
Capitalisation boursière (MDt)	667	-
P/B 2016	1,7x	1,3x
PER 2016	8,9x	8,9x
PER 2017e	8,8x	9,7x
Yield 2017e	3,1%	3,9%
Performance 2017	+4,9%	+6,5%