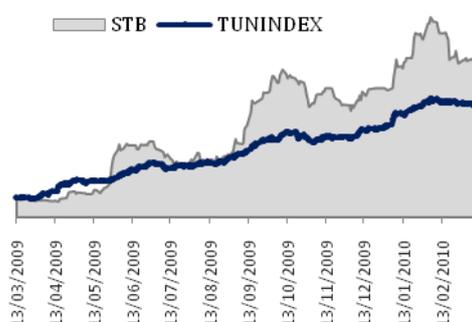


Cours au 02 Mars 2010 : 15,890DT

Evolution comparée STB/Tunindex



Recommandation **ACHAT**

Valeur **STB**

Secteur Bancaire

Prix cible **20,830DT**

Risque Faible

Nombre d'actions 24 860 000

Valeur Nominale 5DT

Capital Social 124 300 000 DT

Actionnaire majoritaire L'Etat tunisien

+ Haut douze derniers mois 18DT

+ Bas douze derniers mois 8,930DT

Performance/12 derniers mois 81,7%

Structure de l'actionariat de la STB au 31/12/2009

ETAT TUNISIEN 24,81%

ETAP 13,85%

CNSS 5,69%

HAMROUNI ABDELKADER 3,23%

KOWAIT INVESTMENT AUTHORITY 3,74%

Autres 48,69%

Directeur du Département « Recherches et Analyses » :

Nabil DOUIHECH

Analystes Financiers :

Héla ZARROUK SÂAFI

Meriem SLIMANI

	2007	2008	2009p	2010p	2011p	2012p	2013p
PNB	206 548	220 070	242 325	269 681	297 415	327 816	362 014
Var (%)		6,55%	10,11%	11,29%	10,28%	10,22%	10,43%
Résultat d'Exploitation	43 057	43 924	57 705	85 201	97 713	113 498	133 541
Var (%)		2,01%	31,37%	47,65%	14,69%	16,15%	17,66%
RN	31 576	32 239	46 344	65 919	73 875	84 780	99 069
Var (%)		2,10%	43,75%	42,24%	12,07%	14,76%	16,85%
Coefficient d'exploitation	44,10%	44,40%	44,60%	42,00%	40,00%	38,43%	37,04%
ROE	6,87%	6,66%	8,91%	11,44%	11,54%	11,88%	12,38%
PER	12,51	12,25	8,52	5,99	5,35	4,66	3,99
PBK	0,86	0,82	0,76	0,69	0,62	0,55	0,49
Dividende/action (DT)	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,45	0,5

RECOMMANDATION

L'action STB se transige à 8,52x son bénéfice net 2009E et 5,99x son résultat net 2010E, et à 0,76x son actif net comptable 2009E et 0,69x, 2010E, devant un PER sectoriel de 19,42x, et un PBR sectoriel de 2,54x. De plus, notre valorisation basée sur des hypothèses assez prudentes fait ressortir un cours cible de 20,830DT/action. **Nous recommandons l'Achat du titre STB.**

Une banque à forte croissance et aux fondamentaux en nette amélioration

- Première banque de la place en termes de total bilan et de crédits à la clientèle, seconde en termes de PNB et troisième en termes de dépôts de la clientèle, 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 (117 agences).
- Avec un large réseau international de correspondants, regroupant les plus grandes banques, la STB jouit des sources de financement les plus solides.
- L'allègement et l'assainissement du portefeuille accroché constitueront une des priorités de la STB et l'objectif tracé sera de privilégier l'action de recouvrement et de recyclage des créances dont les effets escomptés se traduiront nécessairement par l'abaissement du taux des créances douteuses et litigieuses.
- Une rentabilité des fonds propres en amélioration mais en deçà de la moyenne sectorielle.

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 2009, Fitch a confirmé la note de soutien extérieur à la Société Tunisienne de Banque (STB). Cette note reflète l'opinion de l'agence selon laquelle l'Etat tunisien continue de soutenir fortement les banques publiques locales.

Stratégie de la Banque

La STB a pleinement adhéré au programme de modernisation du secteur bancaire préconisé dès janvier 1997 et en a réalisé plusieurs étapes dont la plus importante a concerné la restructuration du secteur. Elle est ainsi devenue la première banque nationale à vocation universelle dotée d'une force compétitive plus conséquente grâce à la consolidation de sa position aussi bien en matière d'octroi de crédits à l'économie que de collecte des ressources. Elle a pu, en tant que banque universelle, proposer une large palette de services à la clientèle des entreprises et des particuliers via son vaste réseau d'exploitation. La STB a aussi renforcé son action d'appui à la promotion de nouveaux projets et au financement de l'investissement productif par la combinaison de synergies générées par les complémentarités des compétences et des activités.

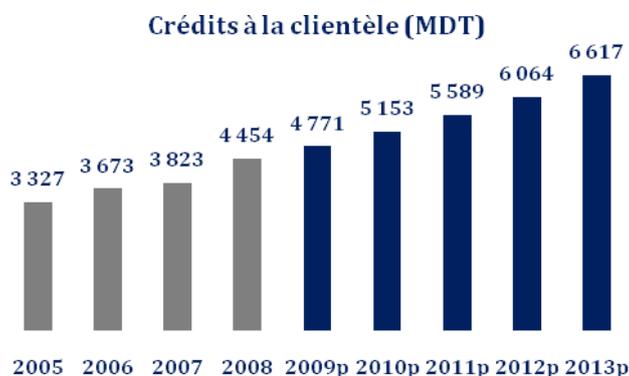
La STB continue de fournir des efforts en matière de concrétisation des quatre principaux axes de son programme de développement, à savoir la modernisation des moyens de paiement et l'introduction de nouveaux instruments de financement, le renforcement de la sécurité des opérations bancaires, l'amélioration de la qualité de la créance et de son recouvrement ainsi que l'adaptation du système de formation et de gestion des ressources humaines.

La STB : Une activité bancaire bien ancrée

Puisant de son expérience qui date de plus d'une cinquantaine d'années, et s'appuyant sur son large réseau d'agences qui compte 117 agences, la STB totalise un bilan de 5 861MDT au 30-06-2009, affiche un portefeuille crédits de 4 821MDT et des ressources clientèles de 4 294MDT au 31-12-2009, lui conférant ainsi la première position en termes de distribution des crédits et la troisième en termes de collecte de dépôts (des parts de marché respectives de 16,8% et 13,7%).

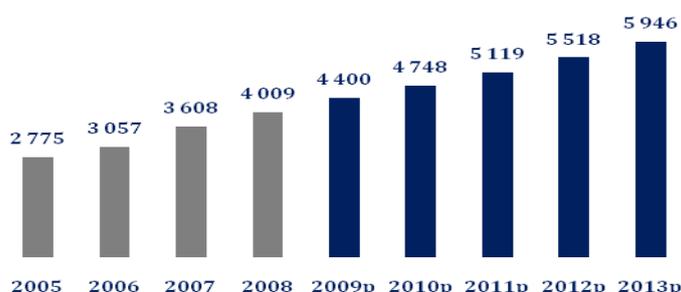
Ce positionnement solide sur le marché domestique est le fruit d'un savoir-faire bien développé, d'une politique commerciale qui s'annonce de plus en plus agressive et d'un réseau d'agences qui compte parmi les plus étendus du pays. En effet, depuis 2005, le portefeuille de crédits de la STB s'est accru à un taux de croissance annuel moyen de 10%. Toutefois, cette croissance est moins importante que celle des dépôts collectés auprès de la clientèle lesquels ont augmenté annuellement de 13% en moyenne sur la période 2005-2008.

Ainsi, le ratio de liquidité de la STB s'est toujours maintenu à des niveaux satisfaisants, battant la norme réglementaire fixée par la BCT, soit un minimum de 100%. Au 30-06-2009, le ratio de liquidité de la STB s'établit à 118%.



Du côté des prévisions, et en référence à son rôle prépondérant dans la croissance et le financement économique du pays en matière de promotion des projets industriels, touristiques et de services avec une orientation vers les créneaux à fortes potentialités et valeur ajoutée, la banque compte intensifier ses concours à la clientèle en vue d'accaparer davantage des parts de marché conséquentes et de garder sa position de premier pourvoyeur de crédits: le taux de croissance annuel moyen de l'encours des crédits à la clientèle est de l'ordre de 8,5% sur la période du business plan (2009-2013).

Dépôts de la clientèle (MDT)



D'autre part, en référence à la nouvelle stratégie commerciale, la STB compte accroître davantage ses concours de manière à reconquérir ses parts de marché mais surtout à renforcer sa présence dans certains secteurs (jusqu'ici faiblement exploités) tels que les NTIC, l'activité à l'international... Ainsi, le taux de croissance annuel moyen des dépôts de la clientèle est de l'ordre de 7,8% sur la période du business plan (2009-2013). D'autre part, la STB compte élargir son réseau d'agences pour le mener à 137 agences d'ici 2013. Le programme d'ouverture des nouvelles agences est donné par le tableau suivant :

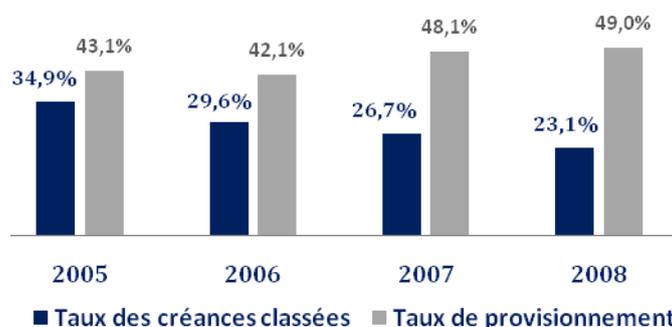
	2010	2011	2012	2013
Nombre d'agences à ouvrir	5	5	5	5

Toutefois, la structure des dépôts demeurera marquée par la prédominance des dépôts peu rémunérés (dépôts à vue et dépôts d'épargne) qui représenteront conjointement une part de 71,7% à fin 2013. Cette structure dénote la volonté de la banque d'accroître la part des dépôts à vue qui passera de 35% à fin 2008 à 37,7% à fin 2013 et ce en vue de contenir l'accroissement du coût des dépôts. Compte tenu des prévisions d'accroissement des différentes catégories de dépôts, leur coût moyen global marquera un fléchissement de 22 points de pourcentage pour se situer à 3,16% à fin 2013 contre 3,38% enregistré à fin 2008.

	Part dans total Dépôts		Coût Moyen	
	2008	2013	2008	2013
Dépôts à vue	35%	37,70%	1,43%	1,54%
Dépôts épargne	36,70%	34%	3,76%	3,35%
Dépôts à terme	28,30%	28,30%	5,37%	4,84%
Total	100%	100%	3,38%	3,16%

Une qualité d'actifs en nette amélioration

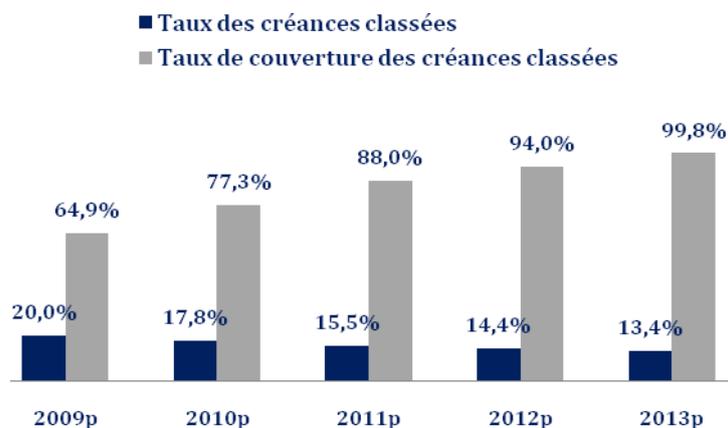
La qualité des créances bancaires a été toujours un problème structurel dont souffre le secteur bancaire tunisien en général, et la STB en particulier. Les banques tunisiennes étaient caractérisées par une inadéquation entre l'importance de leurs créances classées et l'insuffisance de provisionnement ce qui ne peut qu'affecter leurs rentabilités. Durant ces dernières années, les banques tunisiennes ont multiplié leurs efforts en matière de provisionnement et de maîtrise de leurs créances douteuses. 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 ont lourdement pesé sur la rentabilité de la banque.



En référence aux efforts de recouvrement et d'assainissement des créances douteuses, le taux des créances accrochées se situera au terme de la période du business plan à 13,4%. L'évolution du taux des CDLs entre 2009 et 2013 est donnée par le graphique ci-dessous.

Bien que la STB compte, durant la période du business plan, multiplier d'avantage ses efforts en matière d'amélioration du taux de ses créances classées, le seuil maximal de 12% fixé par la BCT à l'horizon de 2011 semble être un objectif encore difficile à atteindre pour la banque, puisque à l'issue de la période du business plan, le taux des créances classées prévisionnel serait aux alentours de 13,4% d'ici 2013.

Le taux de couverture des CDLs progressera à son tour compte tenu des efforts supplémentaires de provisionnement et évoluera comme suit :



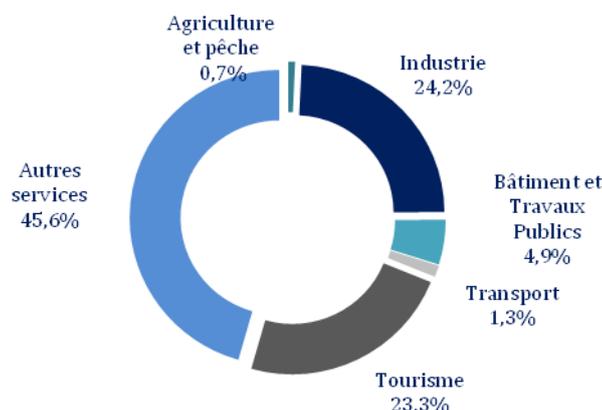
La STB prévoit atteindre le taux de couverture des créances douteuses tel qu'exigé par les autorités de tutelle (70%) au cours de l'exercice 2010 et compte affecter à ce titre une somme de 338,4MDT aux comptes provisions tout au long de la période du business plan.

	2009p	2010p	2011p	2012p	2013p
Dotations nettes aux provisions sur créances et sur PF investissement (MDT)	66,8	61,4	66,5	67,9	75,8
Part dans le PNB	27,6%	22,8%	22,3%	20,7%	20,9%

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

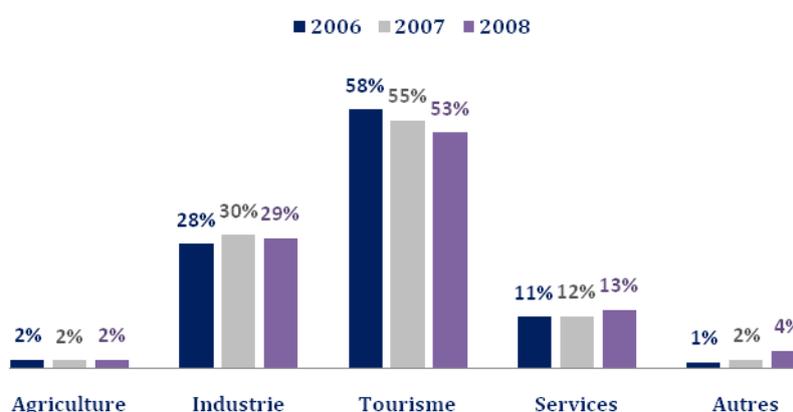
L'analyse de la structure détaillée des engagements de la STB par secteur d'activité, montre que se sont les secteurs de l'Industrie et celui du Tourisme qui demeurent prépondérants dans la formation du total engagement de la STB, représentant en 2008 des parts respectives de 24,2% et 23,3%.

La structure des engagements par secteur de la STB en 2008



La faible qualité d'actifs des créances liées à ces deux secteurs, est à l'origine de la qualité d'actifs relativement faible de la STB, qui reste tributaire de la forte exposition de la banque aux risques liés au secteur du tourisme. Les créances douteuses liées au tourisme représentent en 2008, 52,5% du total des créances accrochées de la STB, soit 721,5MDT. Les créances accrochées en provenance du secteur industriel présentent une part significative, soit 29% du total des créances douteuses de la STB en 2008, un montant non négligeable de 399,2MDT.

Evolution de la répartition des créances accrochées par secteur



- Les créances accrochées liées au secteur de Tourisme s'inscrivent dans une vague baissière (58% en 2006 contre 53% en 2008).
- La part des actifs accrochés du secteur des services a accusé une hausse, passant de 11,4% en 2006 à 12,9% en 2008.

Réduction des créances douteuses et renforcement du taux de provisionnement : Tels sont les mots d'ordre de la STB sur la période du business plan

Malgré les efforts entrepris depuis près d'une décennie, la qualité des actifs de la banque a demeuré l'un des principaux handicaps pour son développement nécessitant des prélèvements considérables sur les bénéfices de nature à altérer significativement la rentabilité et tirer vers le bas l'ensemble des indicateurs de performance de la Banque. A ce titre, l'allègement et l'assainissement du portefeuille accroché constituera une des priorités de la Banque et l'objectif tracé sera de privilégier l'action de recouvrement et de recyclage des créances dont les effets escomptés se traduiront nécessairement par l'abaissement du taux des créances douteuses et litigieuses.

Ainsi, la Banque œuvrera au cours de la période 2009-2013 à :

- Implanter une politique sélective et rigoureuse de gestion de crédit ciblant des créneaux porteurs, notamment les secteurs de services présentant de fortes potentialités de croissance et de valeur ajoutée, ainsi que la poursuite du développement de la fonction de recouvrement et l'instauration d'une politique dynamique en matière de traitement des créances douteuses. Cette démarche devra permettre, outre une répartition plus équilibrée des risques, une plus grande diversification du portefeuille crédits et une meilleure maîtrise des risques.
- L'organisation de la gestion globale des risques selon une démarche répondant aux meilleures normes afin de préparer l'adhésion de la banque aux recommandations et standards internationaux dans ce domaine ;
- L'adéquation aussi stricte que possible entre engagements et ressources de financement pour éviter tout risque de transformation ou de taux ;

Un ratio de Solvabilité dans les normes

Les fonds propres de chaque banque doivent représenter en permanence au moins 8% du total de son actif (bilan et hors bilan) pondéré en fonction des risques encourus. La STB a toujours respecté la norme et s'est caractérisée par une solvabilité adéquate.



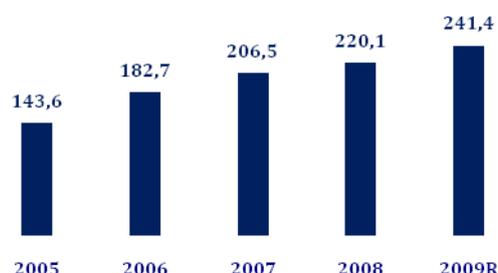
Les résultats d'exploitation de la STB

Le Produit Net Bancaire

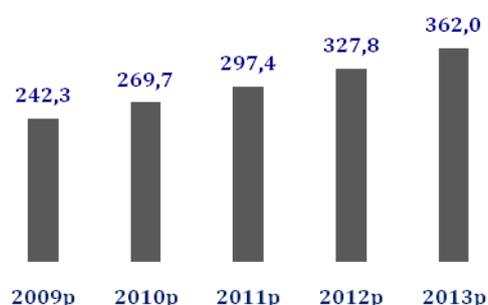
Le PNB de la STB s'est inscrit dans un registre haussier durant les quatre dernières années le menant à 241,4MDT au 31-12-2009, évoluant à un taux de croissance annuel moyen de 15,3% sur la période 2005-2008. Comparant au secteur, la STB a occupé en 2009 la seconde place après la BIAT, en termes de PNB, avec une part de marché de 14,3%.

Le produit net bancaire évoluera de 10,5% en moyenne et se situera à 362 MDT au terme de la période du business plan. Cette progression résulte d'un accroissement des produits d'exploitation bancaire à un rythme beaucoup plus important que celui des charges d'exploitation bancaire soit respectivement 7,5% et 2,9%.

Produit Net Bancaire (MDT)



PNB prévisionnels (MDT)

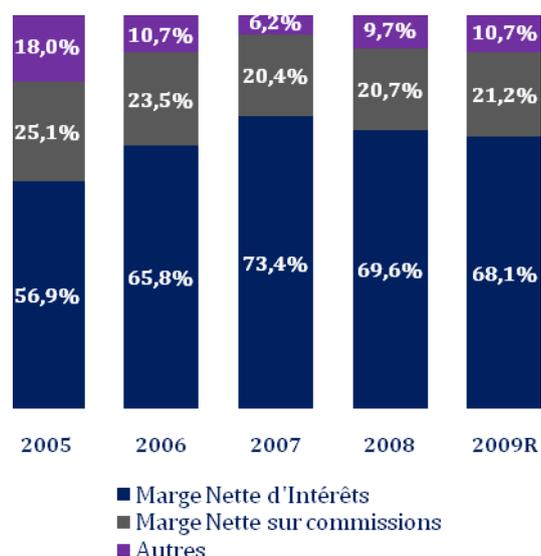


Composition du Produit Net Bancaire

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 2005-2008, la marge d'intérêt s'est accrue à une croissance annuelle moyenne de 23,3%, alors que la marge nette sur commissions s'est accrue de 8%.

En termes de performance sectorielle et conformément aux réalisations de la STB relatives à l'exercice 2009, la STB se classe en seconde position avec un ratio de marge nette d'intérêts de 68,1% pour une moyenne sectorielle de 55,4%. Le ratio marge nette sur commissions de la STB au titre des réalisations de 2009 se trouve en ligne avec le secteur, soit un ratio de 21,2% pour une moyenne sectorielle de 21,4%.

Composition du PNB de la STB

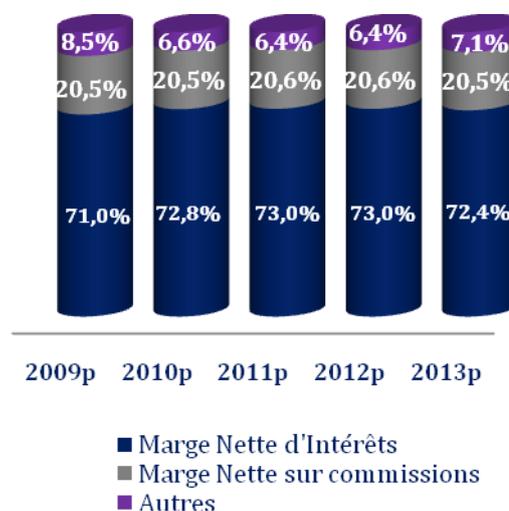


Sur la période du business plan, les commissions nettes évolueront au taux moyen de 10,2% et totaliseront 74,1 MD à fin 2013. Ce taux d'évolution est déterminé sur la base de l'évolution des transactions bancaires et du développement, notamment des opérations de marché, ainsi que des nouveaux métiers générateurs de commissions.

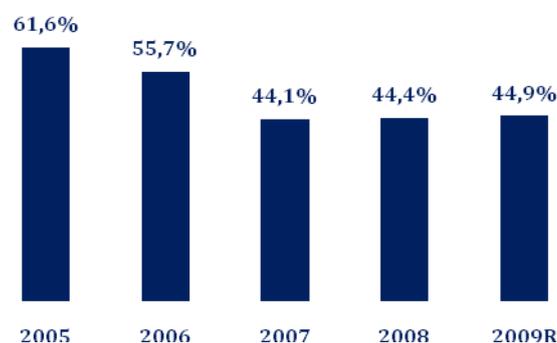
Les produits en intérêts et les charges en intérêts évolueront respectivement selon un taux de croissance annuel moyen de 6,6% et de 2,8%. La marge en intérêts atteindra 250,5 MDT à fin 2013 contre 164,3 MDT réalisé à fin 2009, marquant un taux de croissance annuel moyen de 10%.

Efficacité Opérationnelle

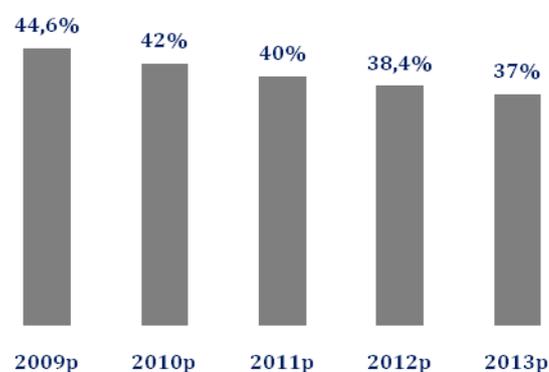
Les frais généraux de la STB, formés des frais de personnel et des charges générales d'exploitation, se sont inscrits en légère hausse entre 2005-2008, soit un taux de croissance annuel moyen de 3,2%. Les frais de personnel, principale composante des frais généraux, se sont accrus à un taux annuel moyen de 3,7% sur la période 2005-2008, pour une croissance moyenne moins prononcée des charges générales d'exploitation, soit 1,9%. La croissance annuelle moyenne moins importante des frais généraux (+3,7%) que celle du PNB (15,3%), sur la période 2005-2008, a fait que la STB est parvenu à maîtriser considérablement son coefficient d'exploitation pour le faire passer de 61,6% en 2005 à 44,4% en 2008. Cependant, bien que la STB ait fait des efforts en matière de contrôle de ses charges, son coefficient d'exploitation de 2009 (44,9%) reste légèrement en dessus de la moyenne sectorielle qui est de l'ordre de 43,6%.



Coefficient d'exploitation



Coefficients d'exploitation prévisionnels



En optant pour une politique de maîtrise de ses charges, la banque vise l'amélioration continue de son coefficient d'exploitation dans l'objectif d'atteindre les normes des banques internationales. Ainsi, le coefficient d'exploitation de la STB devrait s'inscrire dans un trend baissier, le ramenant à 37% à l'issue du business plan.

Résultat d'exploitation

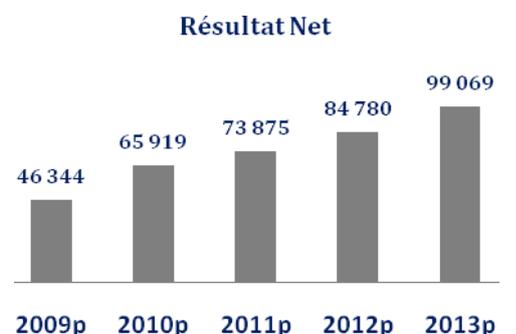
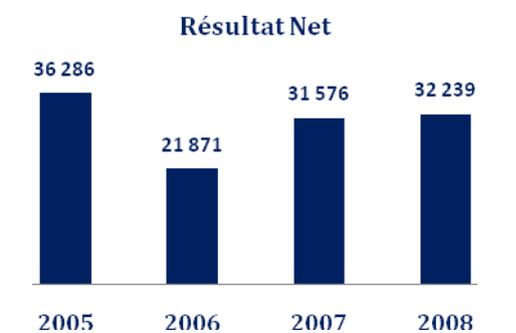
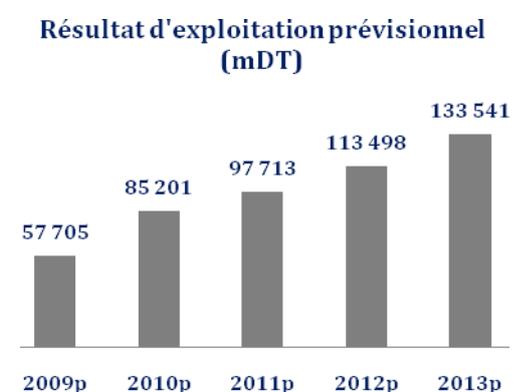
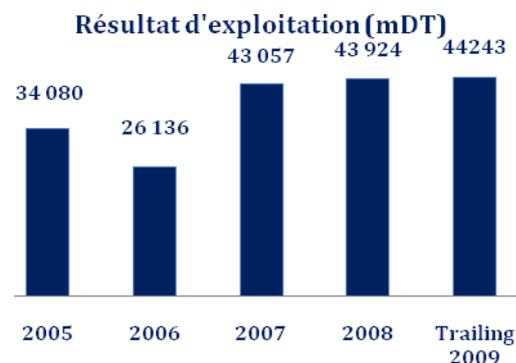
Le résultat d'exploitation de la STB s'est accru sur la période 2005-2008, à un taux de croissance annuel moyen de 8,8%, pour accumuler un résultat d'exploitation trailing 2009 de 44,243MDT. Sur la période du business plan, le résultat d'exploitation de la STB devrait se booster d'avantage pour s'accroître annuellement à un taux moyen de 23,3%.

Etude de la rentabilité

Le résultat net de la STB a suivi un trend haussier à partir de l'exercice 2006 pour accumuler un résultat net trailing 2009 de 34 255MDT. Notons que le résultat net de la STB a été longtemps plombé par les lourds montants de dotations aux provisions de même qu'à des charges d'exploitation relativement élevées.

	2005	2006	2007	2008	2009p	2010p	2011p	2012p	2013p
Résultat Net	36,3	21,8	31,6	32,2	46,3	65,9	73,8	84,8	99
Croissance		-39,7%	44,4%	2,1%	43,8%	42,2%	12,1%	14,8%	16,9%

Compte tenu des prévisions se rapportant à la réduction des taux de provisionnement des créances, la réalisation de plus values sur les cessions programmées des titres de participation, la maîtrise des charges opératoires d'une part et de la progression escomptée du produit net bancaire d'autre part, le résultat net devra se booster sur les années à venir. Ainsi, le taux de croissance annuel moyen du résultat net de la STB sur la période du business plan serait de l'ordre de 20,9%.



Rentabilité des Fonds Propres

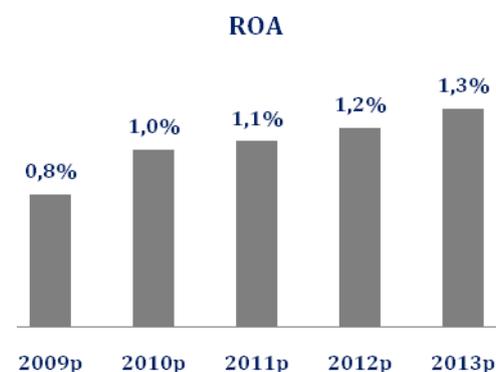
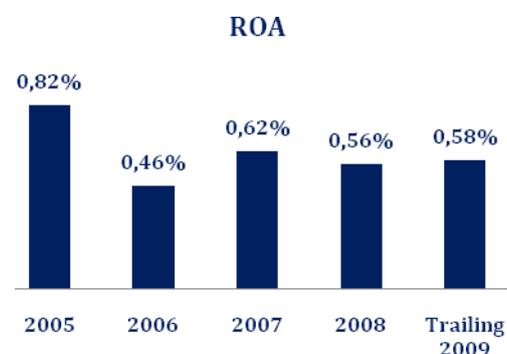
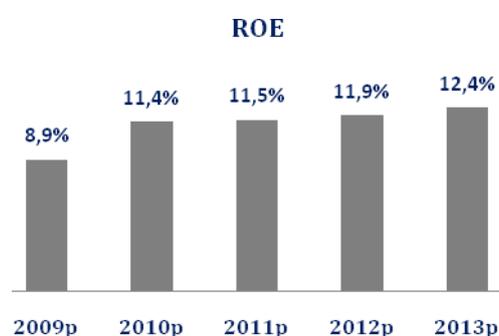
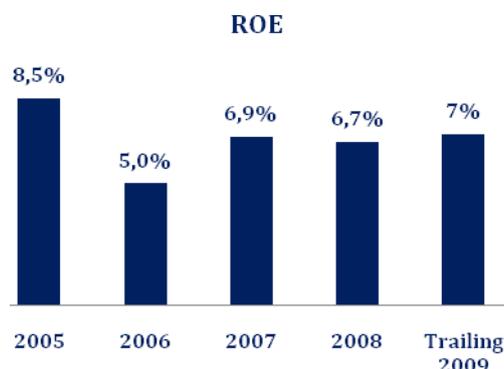
La rentabilité des fonds propres de la STB s'est inscrite dans un registre haussier depuis 2007. Le ROE trailing 2009 s'est établi à 7% et demeure en deçà de la moyenne sectorielle qui se situe aux alentours des 14%.

Sur la période du business plan, les résultats nets de la STB devraient s'accroître à un taux de croissance annuel moyen de 20,9%, devant une croissance moins importante des fonds propres (soit en moyenne 11,4% par an) : Ainsi, le ROE de la STB devrait se consolider d'avantage pour gagner 3,5 points de pourcentage, à 12,4% d'ici 2013.

Rentabilité des Actifs

La rentabilité des actifs de la STB a suivi une évolution en dents de scie sur la période 2005-2008 pour s'établir à 0,56% en 2008 largement en deçà de la moyenne sectorielle qui est de 1,34% et occupant par la même, une modeste 9^{ème} place.

Sur la période du business plan, le ROA de la STB devrait se consolider d'avantage pour passer de 0,8% en 2009 à 1,3% en 2013 : cette bonne performance s'explique par une croissance annuelle moyenne plus robuste du résultat net de la STB (22,3%) que celle de la croissance moyenne de ses actifs (6,8%).



Réalisations de la STB au 31-12-2009

	31/12/2008	31/12/2009	Evolution	Prévisions 2009	Taux de réalisation
Encours crédits	4 454 385 479	4 821 235 035	8,2%	4 770 709 000	101,1%
Portefeuille-titres commercial	8 038 291	15 979 291	98,8%	8 101 000	197,3%
Portefeuille d'investissement	239 738 359	263 030 661	9,7%	252 232 000	104,3%
Encours Dépôts	4 008 740 599	4 294 661 810	7,1%	4 400 427 000	97,6%
Emprunts et ressources spéciales	435 138 999	426 316 926	-2,0%	463 471 000	92,0%
Capitaux propres	473 778 846	474 326 833	0,1%	520 123 000	91,2%
Intérêts et revenus assimilés	311 552 358	319 988 783	2,7%	323 734 000	98,8%
Commissions (en produits)	48 742 658	54 801 766	12,4%	53 275 000	102,9%
Revenus du portefeuille titres- commercial et d'investissement	21 378 216	25 898 979	21,1%	26 879 000	96,4%
Produits d'exploitation bancaire	381 673 232	400 689 528	5,0%	403 888 000	99,2%
Intérêts encourus et charges assimilés	158 366 215	155 680 596	-1,7%	151 756 000	102,6%
Commissions encourues	3 236 345	3 578 548	10,6%	3 561 000	100,5%
Charges d'exploitation bancaire	161 602 560	159 259 144	-1,5%	161 563 000	98,6%
Autres produits d'exploitation	3 770 093	2 701 824	-28,3%	3 557 000	76,0%
Produit Net Bancaire	220 070 672	241 430 384	9,7%	242 325 000	99,6%
Frais de personnel	80 079 454	85 192 253	6,4%	87 239 000	97,7%
Charges générales d'exploitation	17 699 144	23 299 283	31,6%	20 754 000	112,3%

- Les crédits à la clientèle se rapportant à l'exercice 2009, se sont accrus au taux de 8,2% par rapport à fin 2008, soit une augmentation de 366,849MDT, passant ainsi de 4 454MDT au 31-12-2008 à 4 821MDT au 31-12-2009. Au terme de l'exercice 2009, les dépôts de la clientèle ont augmenté de 7,1% pour passer de 4 008MDT fin Décembre 2008 à 4 294MDT en Décembre 2009: les dépôts à vue se sont accrus de 15,1% pour passer de 536,1MDT au 31/12/2008 à 617,163 MDT au 31/12/2009. Cette évolution provient essentiellement de la progression des dépôts à vue de 12,7% pour atteindre 1 459,8 Millions de Dinars et représenter 34,% de l'ensemble des dépôts ; et de l'évolution favorable de l'encours des dépôts d'épargne de 9,8% pour atteindre 1 617,3 Millions de Dinars et représenter ainsi 37,6% de l'ensemble des dépôts.
- A l'issue de l'exercice 2009, l'activité de la banque s'est soldée par un PNB en progression de 9,7% par rapport à la même période de 2008, s'établissant à 241,430MDT : D'une part, les produits d'exploitation bancaire ont progressé de 5%, passant de 381,673MDT au 31/12/2008 à 400,689MDT au 31/12/2009. Cette croissance provient essentiellement de l'augmentation des commissions de 12,4% et du revenu du portefeuille commercial et d'investissement de 21,1%. D'autre part, les charges d'exploitation bancaire ont baissée de 1,5%, (-2,343MDT).
- Coté efficacité opérationnelle, les frais de personnel relatifs à l'exercice 2009 ont connu une croissance de 6,4%, s'établissant à 85,192MDT, alors que les charges générales d'exploitation se sont accrues de 31,6% pour s'établir à 23,299MDT.

Analyse SWOT

POINTS FORTS

- Soutien de l'Etat,
- Professionnalisme et savoir faire de son personnel,
- L'existence de relations solides avec une clientèle fidèle,
- Dynamisme sur le marché de change,
- Profil commercial satisfaisant.

POINTS FAIBLES

- Qualité des créances notamment sur le secteur touristique héritées des banques absorbées (BDET & BNDT) en 2000,
- Insuffisance des capitaux propres.

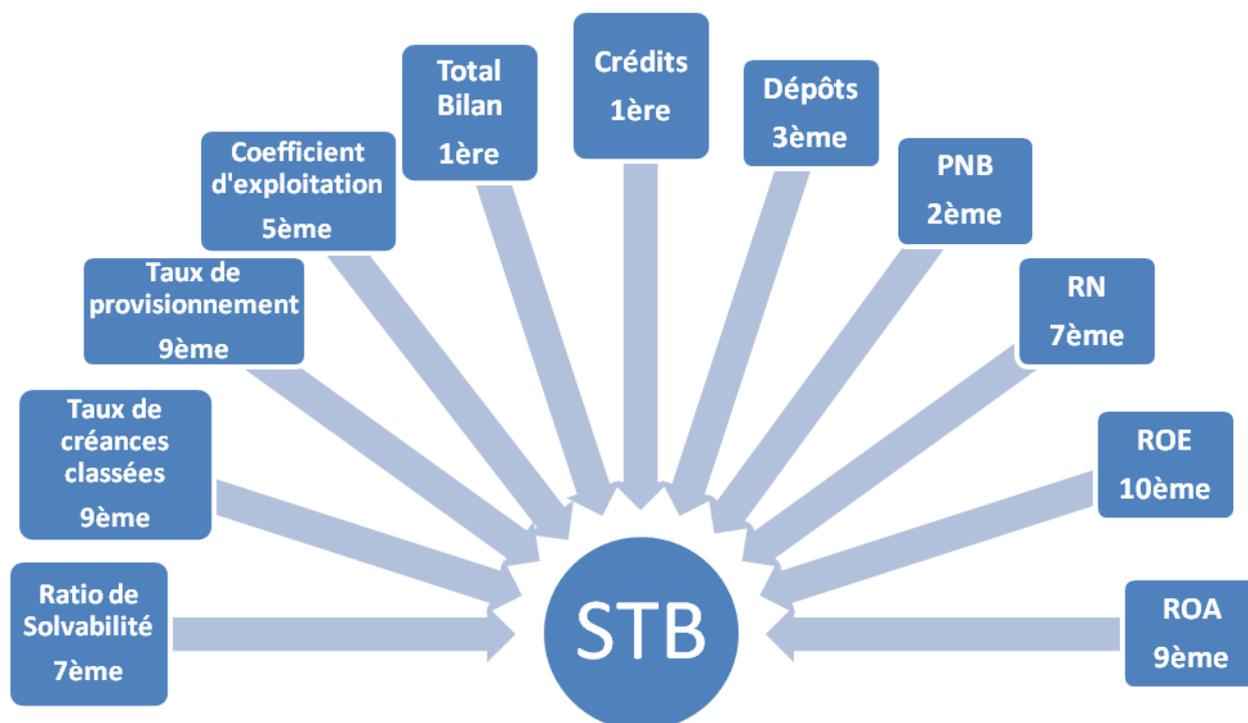
OPPORTUNITES

- Restructuration de la banque,
- Croissance soutenue de la banque,
- Réforme du secteur financier,
- Bonne perspective de développement.
- Possibilité de naissance de Holding bancaire.

MENACES

- Forte intermédiation bancaire,
- Arrivée des banques étrangères.

Positionnement de la STB



La STB, première banque de part son total bilan, demeure la banque la plus importante dans le paysage bancaire tunisien du fait qu'elle finance les secteurs stratégiques de l'économie tunisienne et contribue à leurs développements. La STB est aussi premier pourvoyeur de crédits avec une part de marché de 16,8%, seconde en termes de produit net bancaire (avec une part de 14,3%), et troisième en termes de collecte de dépôts (avec une part de marché de 13,7%).

Cependant, la STB présente une qualité d'actif, certes en amélioration, mais qui demeure plombée par un taux de créances classées toujours important, un taux de provisionnement jusqu'à 2009 en deçà des normes en vigueur, un coefficient d'exploitation assez élevé et qui pèse donc lourd sur les résultats de la banque.

Le programme de restructuration entamé par la STB depuis quelques années est sans doute la meilleure preuve de la conscience de la banque de toutes ces insuffisances. Une fois le business plan réalisé, la STB devrait voir ses résultats prendre de plus en plus de l'ampleur de même que sa position se confirmer d'avantage sur le marché tunisien.

Evaluation de la STB

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

1. La Méthode des Discounted Free Cash Flows,
2. La Méthode MVA,
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 :

R_f	4,569%	BTA 10 ans, échéance Avril 2014
Prime de risque	7,55%	
Béta	1,26	Risque systématique du cours de l'action STB sur les 5 derniers exercices
Coût des FP	14,08%	
g	1%	Taux de croissance annuel moyen

Méthode des Discounted Free Cash Flows

	2009p	2010p	2011p	2012p	2013p	
RN non distribués (RN-Dividendes distribués)	36 400	55 975	63 931	73 593	86 639	87 505
RN non distribués actualisés	36 400	49 066	49 122	49 566	51 150	
Valeur résiduelle actualisée						394 905
Valeur totale de la STB						630 208
Nombre d'actions						24 860
Valeur par action (DT)						25,35

Nous avons opté dans l'actualisation des cash flow futurs de la STB pour l'application d'un taux des fonds propres déduit à partir d'hypothèses assez prudentes, se situant aux alentours de 14%. La méthode des DCF a fait ressortir un cours par action STB de l'ordre de 25,35DT.

Market Value Added

	2009p	2010p	2011p	2012p	2013p	
EVA	-23 633	-10 562	-11 753	-10 531	-7 524	-7 599
EVA actualisées	-23 633	-9 258	-9 030	-7 093	-4 442	
Valeur résiduelle actualisée						-34 292
Valeur ajoutée totale						-87 748
Fonds Propres 2009p						520 123
Valeur totale de la STB						432 375
Nombre d'actions						24 860
Valeur par actions (DT)						17,39

Avec le même taux d'actualisation basé sur des hypothèses restrictives, se situant aux alentours de 14%, la méthode Market Value Added dégage un prix par action de 17,39DT. Notons que, bien que la STB continue à dégager des EVA négatives, ces dernières suivent une tendance remarquablement baissière depuis quelques années, l'EVA de la STB était aux alentours de -35 614mDT en 2008 pour passer à -23 633mDT en 2009 et -7599mDT à l'issue du business plan.

Méthode des comparables

		STB			
PER sectoriel	17,55	PER ₂₀₀₉	8,78	PER ₂₀₁₀	8,78
PBK sectoriel	2,01	PBK ₂₀₀₉	1,00	PBK ₂₀₀₉	1,00

Valeur moyenne des fonds propres	485 477
Nombre d'actions	24 860
Valeur par action (DT)	19,53

Il s'agit principalement des comparables boursiers PER et PBK sectoriels (hors Attijari Bank et UIB) : Nous avons choisi d'appliquer un escompte assez important aux ratios de la STB afin d'être le plus prudent possible et de prendre en compte dans notre valorisation les défaillances de la STB à savoir son taux de créances accrochées toujours élevé, son taux de provisionnement faible et non encore en ligne avec la réglementation en vigueur et enfin sa faible maîtrise de ses charges de gestion qui a abouti à un coefficient d'exploitation assez élevé. Toutefois, nous mettrons à jour notre valorisation au fur et à mesure que la STB améliore ses fondamentaux conformément à son business plan, et ceci en allégeant d'avantage le taux d'escompte de 50%.

La méthode de comparable a abouti à un cours par action de la STB de l'ordre de 19,53DT, pour un PER attrayant de 8,78x ses bénéfices prévisionnels 2009.

Somme des parties

	2009p	2010p	2011p	2012p	2013p
Cash Flow Prévisionnels	126 528	140 847	158 580	177 183	197 734
-Revenus d'investissement	8 471	5 876	5 788	5 950	6 127
Cash Flow actualisés	118 057	118 311	117 400	115 328	113 121
Somme des cash flow actualisés					582 216
Valeur résiduelle actualisée					515 610
Valeur de la STB					1 097 827
-Provisions 2009					855 746
+PF Investissement revalorisé					281 356
Valeur Finale de la STB					523 436
Nombre d'actions					24 860
Valeur par action (DT)					21,06

La méthode "Somme des parties" a abouti à un prix unitaire par action STB de l'ordre de 21,06DT.

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

<u>Synthèse des méthodes</u>	Valeur de la STB en (mDT)	Valeur de l'action en (DT)
Méthode des Discounted Free Cash Flows	630 208	25,35
Méthode MVA	432 375	17,39
Méthode des comparables	485 477	19,53
Somme des parties	523 436	21,06
Moyenne des méthodes	2 071 497	20,83

Recommandation

La STB a continué à financer l'ensemble des secteurs économiques tout en cherchant à maîtriser au mieux ses risques et à améliorer la qualité de ses actifs et ce par l'adoption d'une politique sélective et ciblant les créneaux porteurs tout en veillant à la dynamisation de l'action de recouvrement et l'utilisation de mécanismes d'assainissement de son bilan. Ceci s'est traduit par un abaissement significatif du taux des créances compromises et un renforcement du taux de provisionnement. Toutefois, la STB affiche toujours des ratios de créances classées et de provisionnement en deçà des normes réglementaires. La consolidation des fonds propres de la STB s'avère une impérative pour la banque afin de bénéficier d'avantage de la croissance de son activité et donc de ses résultats.

L'action STB se transige à 8,52x son bénéfice net 2009E et 5,99x son résultat net 2010E, et à 0,76x son actif net comptable 2009E et 0,69x son PBR 2010E, devant un PER sectoriel de 19,42x, et un PBR sectoriel de 2,54x. De plus, notre valorisation fait ressortir un cours cible de 20,830DT/action.

Nous recommandons l'Achat du titre STB.

ANNEXES

Etats Financiers Prévisionnels de la STB (2009-2013)

	2009p	2010p	2011p	2012p	2013p
ACTIF					
Caisse et avoirs auprès de la BCT, CCP& TGT	173 611	180 046	189 406	198 763	202 130
Créances sur les établissements bancaires & financiers	327 137	332 844	311 682	301 699	217 855
Créances sur la clientèle	4 770 709	5 153 070	5 588 842	6 064 000	6 617 498
Portefeuille-titres commercial	8 101	25 523	26 627	28 979	33 541
Portefeuille d'investissement	252 232	252 555	259 790	269 786	273 495
Valeurs immobilisées	80 790	90 714	103 216	113 291	109 564
Autres actifs	296 897	271 730	258 144	252 981	243 344
TOTAL ACTIF	5 909 477	6 306 482	6 737 707	7 229 498	7 697 426
CAPITAUX PROPRES & PASSIF					
Banque Centrale & CCP	1 150	1 180	1 215	1 625	1 220
Dépôts et avoirs des établissements bancaires & financiers	103 055	102 730	88 015	96 400	96 540
Dépôts et avoirs de la clientèle	4 400 427	4 748 216	5 119 384	5 518 239	5 945 606
Emprunts et ressources spéciales	463 471	455 129	470 562	481 324	437 424
Autres passifs	421 251	423 129	418 502	418 288	416 374
TOTAL PASSIF	5 389 354	5 730 384	6 097 679	6 515 877	6 897 165
CAPITAUX PROPRES					
Capital	124 300	124 300	124 300	124 300	124 300
Réserves	349 479	385 879	441 854	504 542	576 892
Résultats reportés	0	0	0	0	0
Résultat de l'exercice	46 345	65 918	73 875	84 780	99 069
TOTAL CAPITAUX PROPRES	520 123	576 098	640 029	713 622	800 261
TOTAL PASSIF & CAPITAUX PROPRES	5 909 477	6 306 482	6 737 707	7 229 498	7 697 426

	2009p	2010p	2011p	2012p	2013p
Intérêts et revenus assimilés	323 734	348 056	372 421	398 263	430 102
Commissions (en produits)	53 275	59 159	65 261	71 750	78 546
Gain sur portefeuille commercial et opérations. financières	18 408	22 430	25 844	29 668	33 962
Revenus du portefeuille d'investissement	8 471	5 876	5 788	5 950	6 127
TOTAL PRODUITS D'EXPLOITATION BANCAIRE	403 888	435 521	469 314	505 631	548 737
Intérêts encourus et charges assimilés	151 756	151 604	155 363	159 108	167 842
Commissions encourues	3 561	3 769	3 993	4 232	4 481
Intérêts (emprunt obligataire)	6 246	10 467	12 543	14 474	14 400
TOTAL CHARGES D'EXPLOITATION BANCAIRE	161 563	165 840	171 899	177 815	186 723
PRODUIT NET BANCAIRE	242 325	269 681	297 415	327 816	362 014
Dotations aux provisions sur créances hors bilan et passifs		70 157	7,3%	70 204	73 163
Dotations aux provisions sur PF d'investissement		5 457	-215,1%	6 869	9 182
Autres produits d'exploitation (+)	3 557	3 691	3 873	4 064	4 264
Frais de personnel (-)	87 239	89 882	94 019	99 549	105 942
Charges générales d'exploitation (-)	20 754	23 359	24 851	26 430	28 130
Dotations aux provisions & aux amortissements sur immobilisations	4 570	5 906	7 632	10 058	10 727
RESULTAT D'EXPLOITATION	57 705	85 201	97 713	113 498	133 541
Solde en gain/perte provenant des autres éléments ordinaires	455	-50	-105	-160	-216
Impôt sur les bénéfices (-)	11 816	19 233	23 733	28 558	34 256
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	46 344	65 919	73 875	84 780	99 069

	2009p	2010p	2011p	2012p	2013p
Activités d'Exploitation					
Produits d'exploitation bancaires encaissés	395 416	429 645	463 526	499 681	542 610
Charges d'exploitation bancaire décaissées	-161 563	-165 840	-171 899	-177 815	-186 723
Dépôts/Retraits auprès d'autres établissements bancaires	0	0	0	0	
Dépôts/retraits de dépôts de la clientèle	391 687	347 789	371 168	398 855	427 368
Prêts/remboursements prêts accordés à la clientèle	-386 480	-457 664	-505 976	-548 321	-635 833
Acquisitions/cessions de titres de placement	251	-11 868	-908	-1 434	-3 525
Sommes versées au personnel et créiteurs divers	-87 569	-90 237	-94 317	-99 863	-106 270
Autres flux de trésorerie provenant des activités d'exploitation	-51 639	7 682	-11 826	-17 244	-15 990
Impôts sur les sociétés payés	-11 816	-19 233	-23 733	-28 558	-34 256
Flux de trésorerie net provenant des activités d'exploitation	88 287	40 273	26 035	25 301	-12 620
Activités d'investissement					
Intérêts et dividendes encaissés sur portefeuille d'investissement	8 471	5 876	5 788	5 950	6 127
Acquisitions/cessions sur portefeuille d'investissement	-17 951	5 959	-14 104	-19 177	-9 311
Acquisitions/cessions sur immobilisations	-8 355	-15 831	-20 133	-20 133	-7 000
Flux de trésorerie net provenant des activités d'investissement	-17 835	-3 997	-28 449	-33 361	-10 184
Activités de financement					
Emissions d'actions	0	0	0	0	0
Emissions/remboursements d'emprunts et ressources spéciales	28 332	-8 342	15 433	10 762	-43 900
Dividendes versés	-9 944	-9 944	-9 944	-11 187	-12 430
Flux de trésorerie net provenant des activités de financement	18 388	-18 286	5 489	-425	-56 330
Variation nette des liquidités et équivalents de liquidités au cours de la période	88 840	17 991	3 074	-8 485	-79 134
Liquidités et équivalents de liquidités en de période	297 522	386 362	404 353	407 427	398 942
Liquidités et équivalents de liquidités en fin d'exercice	386 362	404 353	407 427	398 942	319 808

Département Recherches et Etudes

Nabil DOUIHECH
Responsable département

Héla ZARROUK SÂAFI
Meriem SLIMANI

Département Asset Management

Salwa KHALDI
Responsable département

Imen RAZGALLAH
Nacir TRIKI
Najla Ben JEMIAA Ben NAAMANE

Département Back Office

Nabil GUEDRI
Responsable département

Hajer KOUKI
Kaouther ALOUI
Mahmoud AOUADI

Département Commercial

Belhassen KHAYATI
Responsable département

Aymen ARFAOUI
Amina DAYEKH

Département Marché

Hatem HLAOUI
Responsable département

Monia HAMROUNI
Rym CHOUCHE

Département Comptable et Financier

Monia ABED
Responsable département

Leila HAJRI
Meriem GUIRAS

Contrôle Interne

Taher LATRACH

Maxula Bourse

Rue du Lac Lemman, Centre Nawrez-1053-Les berges du Lac

Tél : (+216 71) 960 530/ 960 292

Fax : (+216 71) 960 565

www.maxulabourse.com.tn

E-mail : maxulabourse@topnet.tn

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