

Contexte international :

La récession mondiale prend fin...une reprise en demi teinte s'amorce

◆ Retour sur une année 2009 exceptionnelle

Après une année 2008 chaotique, la première moitié de 2009 a été encore plus difficile du fait de la transmission des effets de la crise financière vers l'économie réelle. Ces retombées se sont matérialisées par des indicateurs alarmants : un repli du PIB mondial de 1%, un taux de chômage mondial de 6.6% et une baisse du commerce international de 10% (la plus importante chute depuis la seconde guerre mondiale).

La situation mondiale aurait pu être encore plus catastrophique sans les interventions rapides des gouvernements : réductions exceptionnelles des taux d'intérêt, nationalisation de banques, mesures atypiques pour soutenir le secteur financier, injection de liquidités .... Des programmes de relance budgétaire ont parallèlement été lancés et les organismes internationaux - FMI, Banque Mondiale - ont adopté des mesures plus souples pour aider les pays en développement.

Toutes ces mesures conjointes ont été fructueuses : la confiance des marchés financiers s'est restaurée, l'appétit pour le risque a rebondi, les banques ont substantiellement assaini leurs actifs et les indicateurs économiques ont viré au vert au dernier trimestre de l'année 09.

◆ Amorce d'une reprise fragile

Malgré les nets progrès affichés, la reprise économique devrait être lente en 2010 et vulnérable au moindre choc externe (hausse des cours du pétrole, tensions géopolitiques...). Le FMI prévoit une croissance mondiale d'un peu moins de 4% (bien en deçà des taux enregistrés avant la crise), portée principalement par les économies asiatiques qui progresseront de 7% en 2010 (avec à leur tête l'économie chinoise).

La difficulté pour les gouvernements aujourd'hui est de fixer jusqu'à quand la relance budgétaire doit aller alors que leur endettement et leur déficit budgétaire commencent à représenter un risque non négligeable. Une menace qui était dans le passé celle des pays émergents!

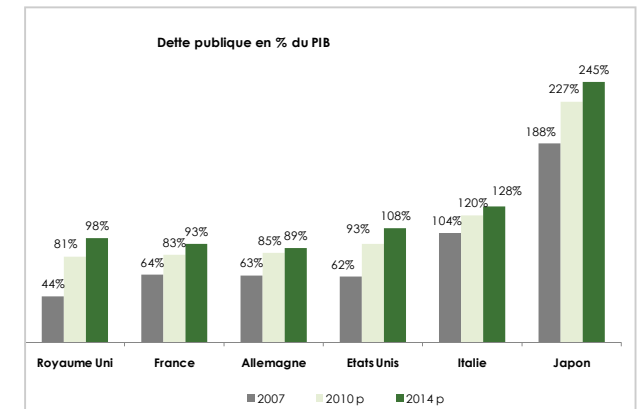
Nous pensons que la véritable reprise sera enclenchée lorsque la demande dans le secteur privé sera restaurée et prendra le relais de la croissance. Or, à cette date, l'investissement privé et la consommation des ménages restent atones face aux importantes pertes d'emploi et de richesse.

Les pays les moins intégrés aux marchés financiers mondiaux sont ceux qui ont le plus résisté à la récession mondiale

Croissance du PIB	2007	2008	2009 p	2010 e
<b>Monde</b>	<b>5.2%</b>	<b>3%</b>	<b>-1.1%</b>	<b>3.9%</b>
<b>Pays avancés</b>	<b>2.7%</b>	<b>0.6%</b>	<b>-3.4%</b>	<b>2.1%</b>
Etats Unis	2.1%	0.4%	-2.7%	2.7%
Europe	2.7%	0.7%	-4.2%	1%
Japon	2.3%	-0.7%	-5.4%	1.7%
<b>Pays en développement</b>	<b>8.3%</b>	<b>6%</b>	<b>1.7%</b>	<b>6%</b>
Europe Centrale et de l'Est	5.5%	3%	-5%	2%
Russie	8.1%	5.6%	-7.5%	3.6%
Chine	13%	9%	8.5%	10%
Inde	9.4%	7.3%	5.4%	7.7%
<b>Maghreb</b>	<b>3.5%</b>	<b>4.1%</b>	<b>3.2%</b>	<b>3.6%</b>
Tunisie	6.3%	4.6%	3%	4%
Algérie	3%	3%	2.1%	3.7%
Maroc	2.7%	5.6%	5%	3.2%
Libye	7.5%	3.4%	1.8%	5.2%

Source : FMI

Le pacte de stabilité européen qui fixe à 60% le ratio dette / PIB pour un Etat membre de l'UE, n'est plus respecté !



Source : FMI

L'endettement public : la nouvelle menace des économies développées !

La crise financière a engendré une forte dégradation de l'endettement public de plusieurs économies développées. La perception du risque souverain a augmenté, un évènement inhabituel dans les pays considérés auparavant comme ayant un risque de défaut quasi nul.

Le ratio dette publique/PIB devrait passer de 59% en 2007 à 80% en 2010 pour les pays de l'OCDE, mais la situation sera différente d'un pays à l'autre. Certains pays souffrant déjà d'une dette publique élevée verront leur situation se dégrader davantage (ex: Japon, Grèce, Italie, Portugal), et seront même menacés de déclassement par les agences de notation. D'autres, par contre, verront leur endettement augmenter de manière spectaculaire juste en raison de la crise (ex: Royaume Uni, Irlande). Deux facteurs expliquent cette situation. La première est liée aux effets directs de la récession (baisse des recettes fiscales et augmentation des indemnités de chômage et des avantages sociaux), et la deuxième est bien entendu liée aux plans 'anti-crise' (relance budgétaire + sauvetage du système financier).

Ce niveau d'endettement constitue une forte menace pour la stabilité financière mondiale et risque de briser l'élan de confiance des investisseurs, en particulier sur les marchés obligataires. Nous craignons également que les émissions publiques poussent progressivement les taux à la hausse et ralentissent la reprise économique.

Contexte national : Une décélération moindre que prévue

♦ Une croissance de 3% portée par l'investissement public et la consommation des ménages

La Tunisie a relativement bien résisté à la récession mondiale. En effet, malgré la chute des exportations (-18%), pilier important de l'activité (47% de son PIB), l'économie a réussi à afficher une croissance de 3%, en décélération par rapport à 2008 (+4.6%) mais bien au dessus des appréhensions.

Cette résistance a été possible grâce à l'excellente campagne agricole, à la consommation des ménages et à l'investissement public, qui à l'image des pays occidentalisés, a connu une progression à deux chiffres (+22%). L'Etat a consacré près de 3900MDt aux dépenses de développement (infrastructure, équipements collectifs...) pour créer des emplois et résorber la baisse de l'investissement privé.

Les investissements étrangers (IDE) ont reculé de plus de 30% en 2009 à 2.1 milliards de dinars (contre 3.2 milliards en 2008). Les flux de capitaux ont surtout été investis dans le secteur industriel et dans les télécom (125MDt investis par France Telecom pour l'obtention de la 3ème licence de téléphonie fixe et mobile. Le coût global de la licence a été de 257MDt investie par Orange à concurrence de 49%).

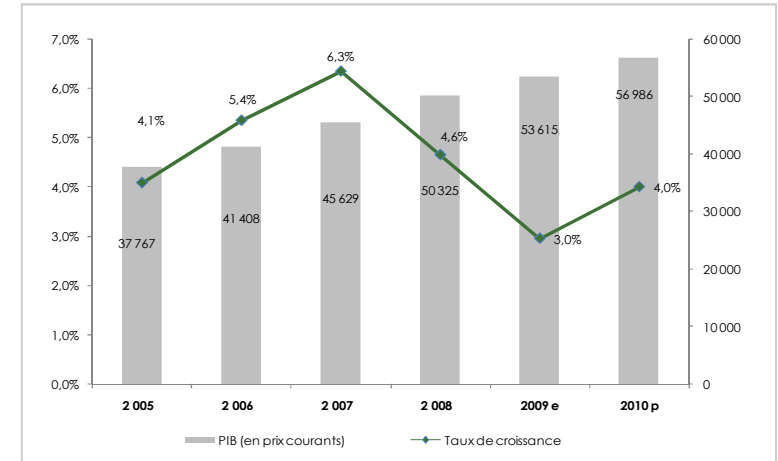
Au niveau de l'évolution des prix, le taux d'inflation s'est situé à 3.5% en repli par rapport à l'année dernière pour deux raisons majeures : la baisse des cours des matières premières sur l'ensemble de l'année et la baisse des prix à l'importation (baisse de l'inflation importée).

♦ Quelles prévisions pour 2010?

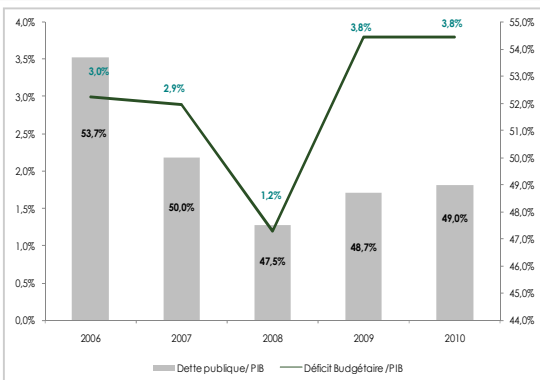
L'année 2010 devrait connaître un retour à la normale. Le FMI table sur une croissance de 4% du PIB, qui sera confortée par le retour de la croissance européenne, notre principal partenaire sur différents fronts (voir ci-contre).

Si la prudence budgétaire reste l'une des principales priorités, le gouvernement continuera à soutenir l'investissement public (+18% en 2010) en attachant à ne pas dépasser un déficit de 3.8 du PIB%.

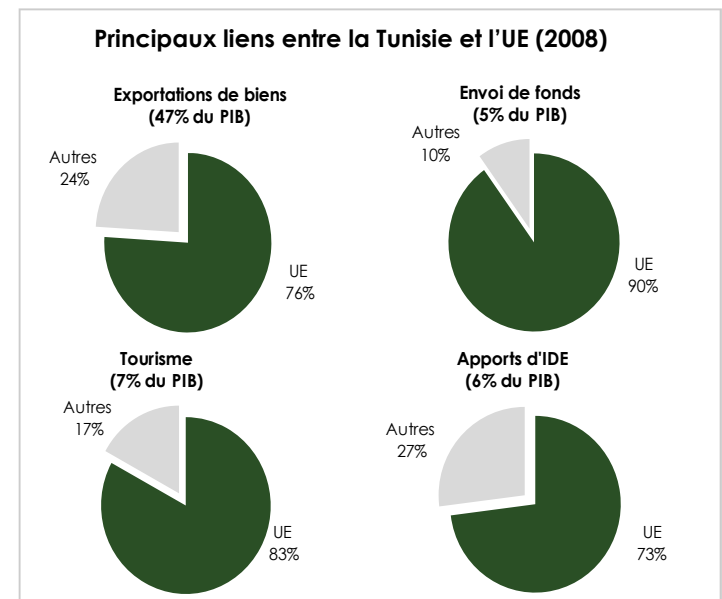
Les fondamentaux de la Tunisie sont satisfaisants néanmoins, son principal challenge à moyen terme demeure la réduction du taux de chômage élevé, en particulier parmi les jeunes diplômés universitaires. Pour faire passer ce taux de plus de 14% à 10% (objectif fixé par les autorités) en 2016, il faudra maintenir un taux de croissance annuel de 6% pendant plusieurs années. Mais, au vu des deux dernières années qui viennent de s'écouler, atteindre cet objectif devient un défi dur à relever !



De la même manière que dans le reste du monde, l'investissement public a pris les commandes de l'activité économique en 2009



Les fondamentaux de la Tunisie sont solides mais son principal défi demeure la résorption du taux de chômage élevé.



## Bourse: une année au-delà de toutes les attentes

### ◆ Un Tunindex historique et des volumes en nette progression :

Contre toute attente, la bourse de Tunis a battu ses records historiques . L'indice Tunindex a affiché une performance de 48.4% et la capitalisation boursière a franchi le cap des 12MDt (doublant quasiment de taille en seulement deux ans et demi ! De plus, malgré le retour timide des investisseurs étrangers, les échanges sont demeurés très soutenus, totalisant 1691MDt (une moyenne quotidienne de 6.8MDt/jour) contre 1589MDt en 2008 (6.5MDt/jour) (**volumes hors blocs de restructuration, de privatisation et de retrait**). Cette amélioration de la liquidité est néanmoins à relativiser dans la mesure où elle a été soutenue par le prolongement des horaires de cotation de 2h10 - intervenu depuis octobre 2008 - et qui a eu un effet plein en 2009.

### ◆ Explications:

Deux raisons majeures pourraient expliquer, selon nous, l'euphorie du marché. La première est relative à la surliquidité existante sur le marché financier et qui est canalisée vers le marché des actions. Auparavant, cette surliquidité n'était mobilisée que de manière ponctuelle, lors des OPV. Or depuis plus d'un an, nous assistons à un afflux massif d'investisseurs locaux, attirés par les rendements de la Bourse. Il faut dire que dans le contexte actuel de taux bas (rémunération de l'épargne de 2.25%, nettement en deçà de l'inflation!), l'appétit des investisseurs est aisément détournée du réseau bancaire vers les titres cotés où le rendement y est bien plus attractif.

La deuxième explication est relative aux bons résultats des sociétés cotées qui ont fait preuve d'une nette résistance au ralentissement économique mondial et national. La grande surprise a surtout émané des banques qui ont réussi à surmonter la baisse du taux directeur de 0.75 points (de 5.25% à 4.5%) intervenue en février 2009. L'impact du repli du TMM a eu un effet modéré sur le PNB du secteur qui a progressé de 7.6% en 2009, une performance saluée par les investisseurs (l'indice des valeurs bancaires a progressé de 50% en 2009)

Dans ce même contexte de baisse des taux, les sociétés cotées- établissements financiers pour la plupart - ont profité des conditions de marché pour se refinancer sur le marché obligataire. Les émissions de dettes ont ainsi presque doublé de montant entre 2008 et 2009 (passant de 343MDt à 655MDt).

Sur le marché des actions, les levées de fonds propres ont été moins dynamiques : 297MDt dont 100MDt levés par «la société Ciments de Bizerte (SCB) » dans le cadre de son introduction en Bourse. Attendue depuis longtemps, l'entrée de la SCB sur le marché n'a malheureusement pas été couronnée de succès (-28% en moins de 3 mois de cotation) alors que la société avait tous les avantages pour réussir cette opération: emplacement géographique stratégique, propriétaire de son propre quai, outil de production sous exploité, secteur porteur, ...

La principale raison de cet échec réside dans les niveaux de valorisation auxquels a été introduite la société (PER de 107x) et qui traduit une phase d'investissement importante et un long retour sur investissement (du fait de la nature capitaliste de l'industrie). Cette optique à long terme s'est avérée peu adaptée à la logique des investisseurs en Bourse -généralement très regardants sur les gains à court terme.

L'opération aurait sans doute été plus concluante si le schéma de financement avait été conçu différemment à travers, par exemple, l'entrée d'un ou plusieurs capital-investisseurs locaux (ou même étrangers) dans le capital pour financer les projets, et leur sortie, quelques années plus tard, par la voie d'une cession en Bourse .

Un tel scénario aurait permis de concrétiser le plan de développement de la société et de l'évaluer sur des perspectives plus réalistes et moins éloignées dans le temps, soit en d'autres termes, de réussir son introduction en Bourse. Elle aurait également pu révolutionner le mode d'intervention du 'capital investissement' en Tunisie et valoriser le rôle qu'il peuvent jouer dans le développement du marché financier.

En Millions de DT	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Capitalisation Boursière</b>	3 915	5 793	6 524	8 402	12 328
<b>Variation du Tunindex</b>	21,3%	44,3%	12,1%	10,6%	48,4%
<b>Volume global *</b>	537,0	690,6	719,3	1588,9	1691,1
<b>Volume moyen/jour MDt</b>	2,1	2,8	2,9	6,5	6,8
<b>PER fin d'année</b>	13,8	15,7	12,9	11,1	14,8
<b>Montant levé sur le marché actions</b>	61,5	163,1	120,7	245,7	297,9
<b>Montant levé sur le marché obligataire **</b>	60,0	87,8	289,1	343,0	655,0

\* Volume retraité des blocs de restructurations, des privatisations et des retraits de la cote

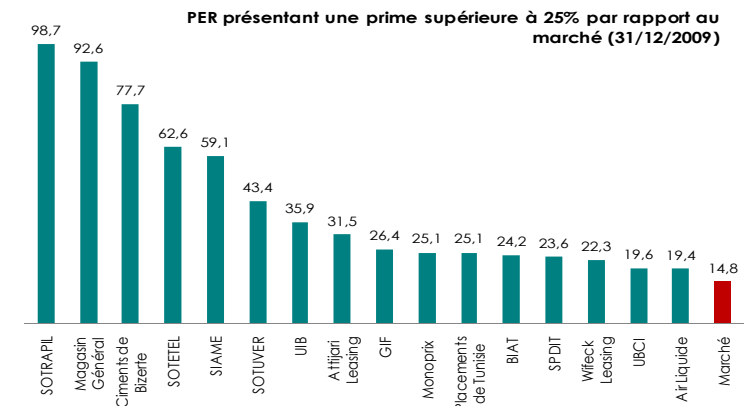
\*\* Emissions de sociétés cotées

### ◆ Les niveaux de valorisation atteignent des pics.... souvent injustifiables

L'embellie boursière de l'année 2009 a porté la valorisation du marché tunisien à un niveau qu'on n'avait plus observé depuis l'année 2006. Même si l'interprétation du PER doit être singulière à chaque titre (type d'industrie, politique d'investissement, projets de développement,...), certaines sociétés affichent des niveaux de valorisation qui nous semblent injustifiables, du moins par rapport aux informations qui nous sont disponibles.

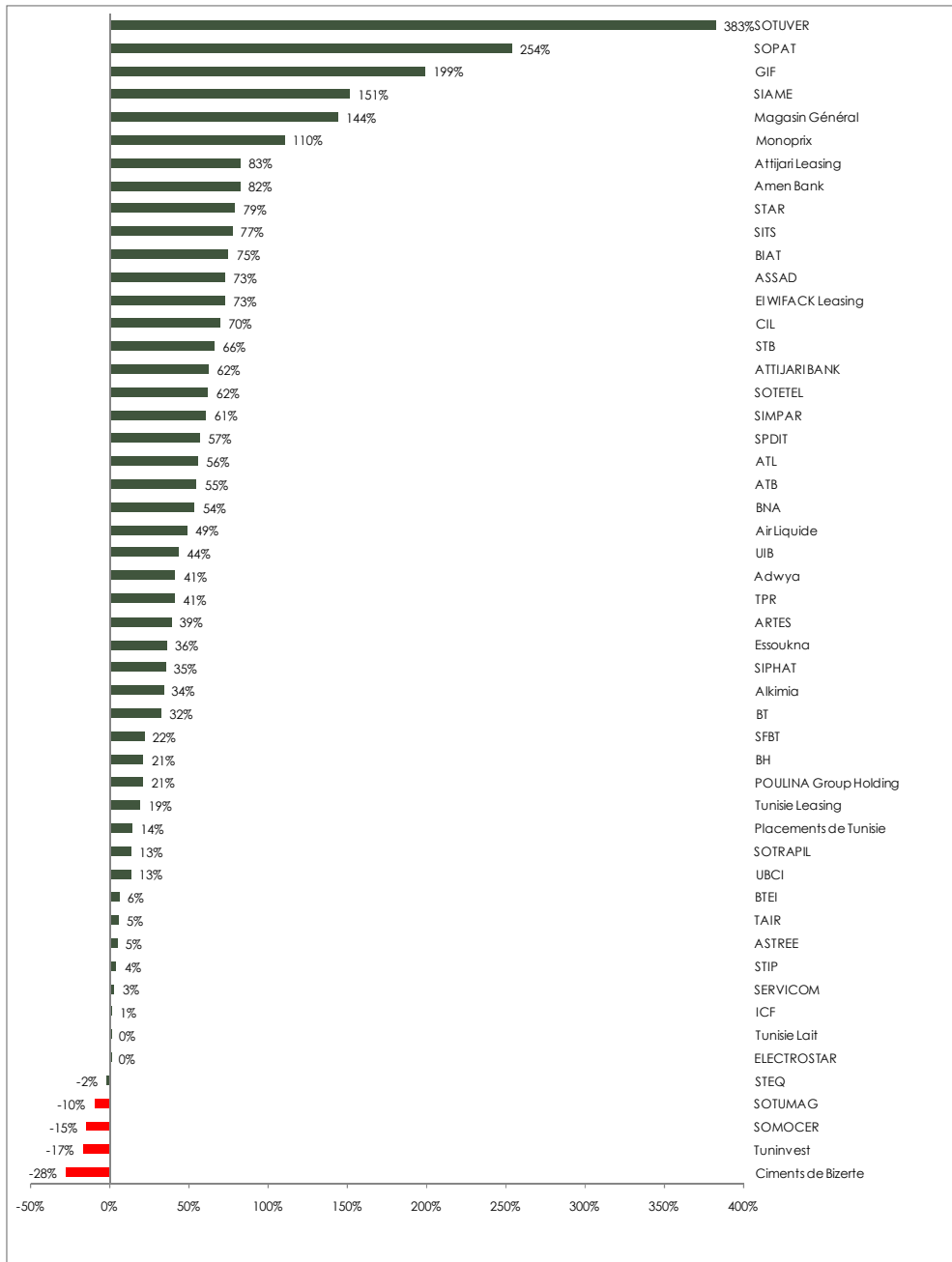
A ce titre, nous pensons que d'importants efforts restent à faire par les entreprises cotées pour s'adapter aux exigences d'information du marché, aussi bien au niveau de leurs publications que dans leurs communications financières.

Certaines sociétés doivent mettre un terme à leur défaut d'information (publication de comptes semestriels consolidés, respect des délais réglementaires...) pour consolider les acquis du marché, contribuer à discipliner les investisseurs et réduire les mouvements erratiques des cours boursiers.



Performance des titres cotés en 2009

A quoi s'attendre pour 2010



♦ L'offre de papier devrait s'aligner à la demande :

L'année 2010 devrait connaître un retour en force des introductions en Bourse, ce qui ajustera l'offre de titres par rapport à la demande.

Au moins 5 opérations ont été annoncées pour cette année : la société d'assurance SALIM (filiale de la BH et qui a déjà obtenu l'accord de la BVMT) ; la société de réassurance TUNIS -RE, la société de leasing MODERN LEASING, TUNISIANA (opérateur privé de téléphonie mobile), la CTN (Compagnie Nationale de Navigation) et probablement d'autres entreprises dont les noms n'ont pas encore été annoncés.

La réussite de ces opérations dépendra du niveau de valorisation proposé qui a tout intérêt à être attrayant pour garantir un cercle vertueux : attirer de nouveaux investisseurs, soulager la tension haussière sur certaines valeurs et éviter la formation d'une bulle spéculative.

♦ Quelle tendance pour 2010 ?

Nous pensons que la bourse continuera à être très volatile en 2010. Il faudra donc avoir les reins solides pour résister aux mouvements baissiers.

Nous recommandons, comme d'habitude, de sélectionner des valeurs solides, offrant une bonne visibilité sur leurs perspectives d'avenir.

Il est difficile de dresser une tendance pour 2010, mais nous comptons sur trois moteurs pour faire progresser le marché. Le premier est le nombre d'introductions qui devra attirer de nouveaux investisseurs. Le deuxième sera la hausse des bénéfices des sociétés en 2010 que nous prévoyons aux alentours de 13%. Et le troisième sera encore l'afflux de liquidité vers les actifs risqués offrant un bon rendement. A noter qu'au seul mois de janvier, le marché a déjà totalisé 203MDt de volumes, soit 25% de plus que les deux premiers mois de l'année 2009 (janvier et février). Une dynamique de début d'année rarement observée et qui confirme l'engouement des investisseurs sur le marché boursier.

Compte tenu du contexte actuel (évolution du marché sur les 12 derniers mois + niveaux de valorisation), nous recommandons une stratégie de sélection de titres (stockpicking) et privilégions de :

- (1) **Jouer les valeurs à fort rendement en dividende.** Un bon *dividend yield* (entre 4% et 5%) peut constituer une bonne sécurité en cas de retournement brutal du marché
- (2) **Miser sur les valeurs qui ont relativement peu progressé en 2009** et susceptibles de se rattraper en 2010
- (3) **Garder un matelas de valeurs dont le retour sur investissement est à moyen terme** même si elles ont beaucoup progressé en 2009 (bonne visibilité sur l'avenir).

Sélection de valeurs pour 2010

Société	Secteur	Cours (01-02-2010)	Rendement en dividende 09e	PER 09e*	ROE 09e	Performance 2009	Observations
<b>Valeurs de Rendement</b>							
<b>SFBT</b>	Agro-alimentaire	14.490 Dt	4.1%	17.2x	16.2%	22%	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Groupe agroalimentaire diversifié (boissons gazeuses, bière, eau, jus, lait), leader voire monopole sur ses différentes lignes de métier.</li> <li>◆ Activité mature générant un cash flow récurrent de l'ordre de 80MDt/ an.</li> <li>◆ Structure financière solide (gearing de 10%)</li> <li>◆ Bon niveau de rentabilité financière (ROE de 16%)</li> <li>◆ Secteur défensif et bon rendement en dividende</li> </ul>
<b>SIMPAR</b>	Immobilier	39.200 Dt	3.8%	5.5x	13.8%	61%	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Société immobilière, filiale de la BNA, ayant une bonne réputation sur le marché</li> <li>◆ Secteur défensif et en plein développement en Tunisie</li> <li>◆ Croissance moyenne du chiffre d'affaire de plus de 15% et marge d'EBITDA supérieure à 20% sur les 4 dernières années</li> <li>◆ Actionnaire à hauteur de 70% dans Essoukna (société immobilière) qui présente également de bons fondamentaux</li> <li>◆ Valorisation très attrayante malgré le parcours boursier de 2009 et bon rendement en dividendes</li> </ul>
<b>ARTES</b>	Concession de voitures	12.250 Dt	4.9%	15.2x	37.5%	39%	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Concessionnaire des marques Renault et Nissan en Tunisie</li> <li>◆ Marché fortement réglementé et ne traduisant pas de ce fait, le potentiel de croissance de la société</li> <li>◆ Situation financière solide (gearing négatif) et activité structurellement génératrice de liquidités</li> <li>◆ Faibles besoins d'investissements permettant de garantir un payout élevé (80%)</li> <li>◆ Valeur de fonds de portefeuille avec un ROE de 37% et un rendement en dividende de près de 5%</li> </ul>
<b>BTE</b>	Bancaire	30.890 Dt	5.8%	5.4x	4%	6%	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Titre à dividende prioritaire (1.8Dt/action) soit un rendement appréciable de près de 6%</li> <li>◆ Croissance annuelle des crédits de 9% sur la période 2004-2008, en ligne avec le secteur (10%)</li> <li>◆ Ancienne banque de développement reconvertie en banque universelle, ce qui explique le poids des revenus d'intérêt dans sa structure de PNB (78% contre 59% pour le secteur)</li> <li>◆ Qualité d'actif quasiment en ligne avec les niveaux réglementaires (créances classées de 11% couvertes à hauteur de 70%)</li> </ul>

\* P/E calculés sur la base de comptes consolidés

Sélection de valeurs pour 2010

Société	Secteur	Cours (01-02-2010)	Rendement en dividende de 09e	PER 09e	ROE 09e	Performance 2009	Observations
<b>Valeurs susceptibles de rattrapage en 2010</b>							
<b>Tunisie Leasing</b>	Leasing	28.890 Dt	2.4%	14.7x	18.6%	19%	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Acteur majeur dans le secteur du leasing en Tunisie (22% de part de marché) et en Algérie (25% du marché)</li> <li>◆ Groupe financier diversifié (leasing, factoring, LLD, capital investissement, intermédiation en Bourse)</li> <li>◆ Excellente qualité de portefeuille : 4.8% d'actifs classés couverts à 88% (toutes activités confondues)</li> <li>◆ Importante recapitalisation de la filiale algérienne en 2009 (plus de 45MDt, sans effet de dilution) qui devrait soutenir la croissance future et réduire le coût des ressources</li> <li>◆ Gisement de plus value potentielle estimée à 26MDt dans les portefeuilles de private equity, dont 8.5MDt revenant au groupe</li> <li>◆ Niveau de valorisation comparable au secteur alors que le profil de risque est substantiellement moindre (multi métiers, diversification régionale)</li> <li>◆ Probabilité de rattrapage du cours en 2010 après que les craintes de dilution dans la filiale MLA aient été levées</li> </ul>
<b>BH</b>	Bancaire	28.920 Dt	2.1%	9.1x	14.6%	21%	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Prédominance des revenus d'intérêt (73% du PNB) ce qui a pénalisé les résultats de la banque en 2009 après la baisse du taux directeur (repli de 1.6% du produit net)</li> <li>◆ Bonne qualité de portefeuille (créances classées de 8% et taux de couverture de 71%)</li> <li>◆ Forte capacité à contrôler les charges et coût du risque en baisse permettant d'afficher une croissance de 5% des bénéfices en 2009</li> <li>◆ Parcours boursier timide par rapport au secteur en 2009 et niveaux de valorisation maintenus attractifs laissant présager une forte probabilité de rattrapage en 2010</li> </ul>

\* P/E calculés sur la base de comptes consolidés

Sélection de valeurs pour 2010

Société	Secteur	Cours (01-02-2010)	Rendement en dividende 09e	PER 09e	ROE 09e	Performance 2009	Observations
<b>Valeurs à moyen terme</b>							
<b>Amen Bank</b>	Bancaire	58.000 Dt	1.8%	11.1x	16.9%	82%	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Développement intense du réseau pour assurer une collecte plus compétitive des dépôts (de 64 agences en 2003 à 106 aujourd'hui)</li> <li>◆ Un des plus faibles coefficients d'exploitation du secteur bancaire (37% à fin juin 2009)</li> <li>◆ Appartenance à un groupe diversifié et en développement, lui garantissant une demande régulière des crédits</li> <li>◆ Consolidation de la participation dans la filiale algérienne MLA (40% contre 21% auparavant en 2008)</li> <li>◆ Qualité de portefeuille en amélioration</li> <li>◆ Niveau de valorisation en deçà du secteur</li> </ul>
<b>TPR</b>	Profilés d'aluminium	6.250 Dt	4%	16.8x	21%	41%	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Fondamentaux solides malgré une année 2009 difficile (chute des ventes à l'export)</li> <li>◆ Marge d'EBITDA maintenue supérieure à 20% depuis 5 ans malgré la forte volatilité des prix de l'aluminium</li> <li>◆ Structure financière solide (gearing négatif) mais paiement de charges financières annuelles d'environ 1MDt pour financer le BFR</li> <li>◆ Reprise attendue pour 2010 (marché local + Export)</li> <li>◆ Niveau de valorisation qui ne reflète pas encore la stratégie d'expansion au Maghreb (le démarrage de la filiale algérienne est prévu dans les prochains mois).</li> </ul>
<b>STAR</b>	Assurance	165.000 Dt	4.2%	9.5x	28%	79%	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Leader du secteur avec plus de 22% de part de marché</li> <li>◆ Résorption des insuffisances de provisions et ratios prudentiels largement au dessus des exigences réglementaires (marge de solvabilité 5x supérieure au taux réglementaire)</li> <li>◆ Des produits financiers récurrents aux alentours de 25MDt (exception pour 2008 qui ont atteint 33MDt suite à une année pleine de placement des 132MDt injectés en fonds propres)</li> <li>◆ Niveau de valorisation encore faible malgré le parcours boursier exceptionnel du titre depuis 3 ans</li> </ul>
<b>ASSAD</b>	Composants automobile	12.450 Dt	2.8%	16.4x	31%	73%	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Leader du secteur avec plus de 60% de part de marché</li> <li>◆ Bonne résistance aux effets de la crise (croissance de 9% du résultat net) grâce notamment à la filiale algérienne</li> <li>◆ Une structure financière solide (gearing 09e de 34% au niveau du groupe)</li> <li>◆ Croissance attendue de 13% du CA sur les trois prochaines années</li> <li>◆ Une rentabilité soutenue, appelée à croître grâce au fort potentiel de la filiale algérienne, et à l'entrée en production de la nouvelle société Enersys-Assad (joint venture détenue à hauteur de 49% par ASSAD).</li> </ul>

Sélection de valeurs pour 2010

Société	Secteur	Cours (01-02-2010)	Rendement en dividende 09e	PER 09e	ROE 09e	Performance 2009	Observations
<b>Valeurs à moyen terme (suite)</b>							
<b>Monoprix</b>	Distribution	267.520 Dt	2.2%	30.6x	37%	110%	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Secteur de la distribution organisée en pleine mutation et offrant encore du potentiel de croissance</li> <li>◆ Société leader du secteur avec 37% de part de marché</li> <li>◆ Politique intensive de rénovation et d'extension du réseau : 67 points de vente 2009 (après le rachat de Sahara Confort) contre 38 en 2005</li> <li>◆ Croissance annuelle du chiffre d'affaires de 21% depuis 2004</li> <li>◆ Capacité remarquable à contrôler les charges opérationnelles (14% du CA au niveau du groupe)</li> <li>◆ Marge commerciale sous pression du fait de l'intensification de la concurrence</li> <li>◆ Accord de partenariat et d'assistance avec Monoprix France, qui devrait soutenir la rentabilité future</li> </ul>
<b>POULINA Group Holding</b>	Holding multi-activités	6.870 Dt	4%	17.6x	25%	21%	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Groupe très diversifié, présent sur différents secteurs (avicole, agroalimentaire, acier, électroménager, céramique, emballage, immobilier, services...) et sur les trois pays du Maghreb (Tunisie, Algérie, Libye)</li> <li>◆ Amélioration des marges en 2009 (suite à la baisse des prix de matières premières) ce qui a permis de compenser la stagnation des ventes (RBE en progression de 25% en 2009)</li> <li>◆ Une diversité sectorielle et régionale qui a permis une bonne résistance aux effets de la crise</li> <li>◆ Une politique d'investissement intensive (environ 100MDt/an) qui pèse actuellement sur les Free Cash Flow du groupe mais qui devraient impulser la croissance sur les prochaines années</li> <li>◆ Rendement appréciable (4%) pour une valeur de croissance</li> </ul>

\* P/E calculés sur la base de comptes consolidés

## Le secteur Bancaire Tunisien: Panorama & Perspectives

### ◆ Etat des lieux:

A la fin de l'année 2008, la chute de Lehman Brothers plongeait subitement la planète dans une crise financière sans précédent. Du jour au lendemain, la confiance que le monde avait en la solidité de ses institutions financières et sur le fonctionnement d'un système financier, toujours plus innovant, étaient remises en cause. Et très vite, les économies en ont subi les effets brutaux de cette débâcle. Face à cette crise déferlante, les Etats ont su mobiliser et mettre en place les plans et les moyens nécessaires pour éviter l'effondrement. Un soutien exceptionnel, et sans précédent a été apporté aux principales institutions financières mondiales. Près de 5000 milliards de dollars (selon le FMI) ont été injectés dans la sphère financière internationale afin de palier à une crise de liquidité et de confiance qui ravivait le spectre d'une récession mondiale de plus en plus inévitable.

Tandis que les principales puissances mondiales se penchent sur les moyens de limiter les conséquences immédiates de la crise, les banques tunisiennes semblent épargnées par les effets, du moins directs, de ce problème planétaire. En effet, du fait d'un cadre réglementaire strict, et de la relative simplicité des produits offerts sur le plan local, la dépendance des banques tunisiennes aux marchés internationaux reste très limitée. D'autant plus, la politique d'ouverture progressive et prudente pratiquée par les autorités a joué un rôle important dans le maintien des équilibres du système financier tunisien.

Toutefois, notre système financier n'est pas totalement à l'abri des effets indirects de la crise. En effet, vu le climat de dépression économique qui s'est installée en Europe, notre premier client et fournisseur, il n'est pas écarté que ce ralentissement impacte les actifs des banques qui sont fortement exposées aux secteurs exportateurs tels que les industries mécaniques et électriques ou le tourisme. Cependant, il est important de noter que le gouvernement est intervenu pour soutenir ces secteurs, ce qui a réduit sensiblement la pression sur les banquiers tunisiens.

Pour ce qui est de la physionomie du secteur, nos banques subissent toujours une concurrence rude imposée par un marché qui devient de plus en plus exigu et qui est toujours partagé entre 20 banques commerciales. Cette pression se fait sentir au niveau de la rentabilité des banques tunisiennes, qui reste en deçà des consœurs étrangères. D'autant plus que le besoin de provisionnement de certaines banques reste important. Ce qui pèse d'avantage sur les bénéfices des ces institutions.

Pour ce qui est des revenus, et vu la relative simplicité des produits offerts par les banques tunisiennes, celles-ci restent fortement dépendantes aux fluctuations des taux d'intérêts. La baisse du TMM de 75 points de base décidée cette année a directement impacté les marges d'intérêts, dont la contribution aux PNB dépasse les 70% dans certains cas.

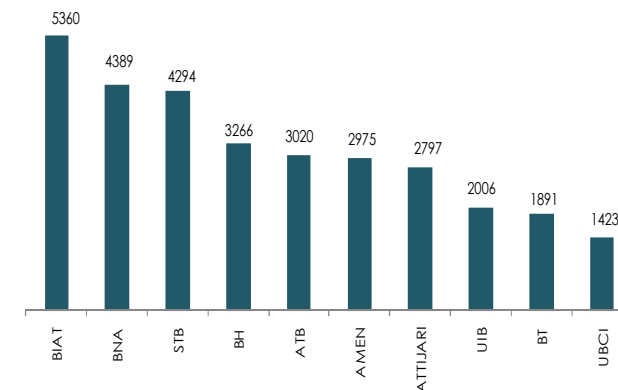
L'excédent de liquidité sur le marché monétaire, contrairement aux marchés étrangers, s'est poursuivi durant l'année, ce qui a nécessité l'intervention de la Banque Centrale (notamment au mois d'octobre) pour éponger une partie de ces liquidités, via l'augmentation de la réserve obligatoire, afin de contrôler les dérapages inflationnistes. Cette situation de surliquidité est reflétée dans l'évolution des ressources des banques qui restent importantes compte tenu des circonstances internationales.

### ◆ Les ressources:

Les indicateurs d'activité publiés par les banques cotées (hors BTE qui n'a pas encore publié ses indicateurs d'activité à la date de rédaction du rapport) semblent indiquer que les dépôts de clientèle continuent à être la principale ressource des banques tunisiennes. Ceux-ci ont totalisé 31.4 milliards de dinars en 2009, contre 28 milliards de dinars à la fin de l'année 2008, soit une évolution de 12.2%. Cette évolution est certes inférieure à celle enregistrée en 2008 (+23.8%), mais elle reste tout de même importante relativement à ce qui se pratique sur les marchés étrangers où la liquidité s'est faite rare.

En terme de part de marché, c'est la BIAT qui confirme son leadership en s'accaparant selon ses indicateurs publiés, plus de 17% des dépôts du secteur. La BIAT est talonnée par la BNA avec 13.96%, et la STB avec 13.66%.

Evolution des dépôts en 2009 en MDt



Pour ce qui est des autres catégories de ressources, plusieurs banques ont profité de la baisse des taux directeurs pour se financer et renforcer leurs fonds propres à travers des emprunts obligataires ou subordonnés notamment AMEN BANK (Emprunt subordonné de 60MDt), la BH (Emprunt Obligataire de 100MDt), la BTE (Emprunt Obligataire de 50MDt) et l'UIB (Emprunt Obligataire de 100MDt).

#### Les emplois:

Face au ralentissement de l'activité économique nationale au premier semestre de l'année, nous nous attendions à un ralentissement de la croissance des crédits bancaires. Ce ralentissement s'est confirmé à la publication des indicateurs du premier et du second trimestre de l'année 2009 où des banques ont même affiché des replis aux niveaux de leurs engagements comparés à leurs niveaux de 2008. Cette tendance s'est sensiblement améliorée au second semestre. En effet les indicateurs du quatrième trimestre indiquent un total crédit à la clientèle pour le secteur coté (hors BTE) de 28.7MDt, en progression de 10,8%.

Cette progression, quoique inférieure à celle affichée par le secteur en 2008 (+15.39%) reste remarquable compte tenu de l'entame en demi teinte de l'année 2009. Elle est notamment due à l'excellente performance affichée par certains « poids lourds » de la place à l'instar d'Amen BANK (+26%), la BIAT (+22%), et la BT (+15%).

Le secteur immobilier (acquéreurs et promoteurs immobiliers) reste l'un des principaux moteurs de cette croissance.

En termes de part de marché, c'est toujours la STB qui mène avec une part de marché qui avoisine les 16.8%. Elle est talonnée par la BNA (15.14%), et la BIAT qui pour la première fois relègue la BH à la quatrième position et reprend sa place avec (13.35%). La nouvelle organisation de la BIAT qui consiste à élargir son réseau (qui atteint aujourd'hui 132 agences) semble donner ses fruits puisqu'elle permet à la banque de gagner des points importants en parts de marché, une performance extrêmement difficile dans un marché qui compte 20 banques de détails.

#### ♦ Le Produit Net Bancaire:

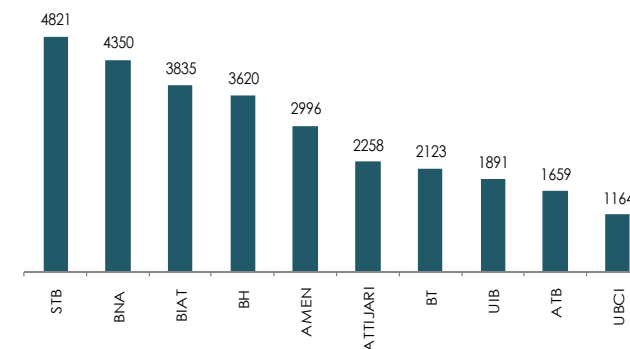
L'année 2009 n'a pas été glorieuse quant à l'évolution des PNB des banques tunisiennes relativement aux années précédentes. Le PNB du secteur coté (hors BTE) s'est établi à 1 690MDt, contre 1 570MDt en 2008, soit une hausse de 7.6% (13.7% entre 2007 et 2008). La croissance des PNB a ralenti sous le poids du (1) ralentissement économique qu'a connu le pays spécialement au courant du premier semestre (2) de la baisse des taux d'intérêt qui a directement impacté les revenus bancaires.

La dépression économique que connaissent les pays de l'UE a directement impacté les entreprises tunisiennes. Ce ralentissement s'est fait sentir, en premier, au niveau de l'attribution de crédits dont le rythme de croissance a diminué par rapport aux périodes précédentes. En second lieu, les revenus bancaires liées aux activités l'export (ouvertures d'accréditifs, activités des salles de changes, crédits documentaires...) qui ont diminué sensiblement.

En outre, la baisse du taux d'intérêt s'est fait sentir au niveau de la performance des PNB des banques tunisiennes. La structure des PNB des banques locales repose largement sur les revenus d'intérêt (57,86% en 2009 selon les indicateurs publiés). La baisse des revenus d'intérêt suite à la baisse des taux a été difficile à gérer pour la plupart des banques locales, à l'exception de celles qui ont une structure de PNB atypique à l'instar de l'ATB, où les revenus d'intérêt ne représentent que 27,12% des revenus.

La BIAT demeure la banque la plus importante en termes de PNB, devant la STB et la BNA. A elles trois, ces banques totalisent en 2009 44.6% du PNB du secteur coté.

Evolution des crédits à la clientèle en 2009 en MDt



Ventilation des PNB à fin 2009

	Marge d'Interêt	Marge sur Commissions	Autres Revenus
Amen Bank	51,24%	24,09%	24,68%
ATB	27,12%	15,50%	57,38%
Banque de l'habitat	70,82%	16,66%	12,53%
BIAT	51,80%	18,04%	30,16%
BNA	65,87%	18,32%	15,81%
Attijari Bank	47,79%	27,88%	24,32%
Banque de Tunisie	64,30%	21,07%	14,63%
STB	68,06%	21,22%	10,73%
UBCI	56,87%	28,43%	14,70%
UIB	63,68%	27,70%	8,62%
<b>Total secteur</b>	<b>57,86%</b>	<b>20,96%</b>	<b>21,18%</b>

♦ **La Gestion du risque:**

L'année 2009 est une année charnière pour les banques tunisiennes. En effet, c'est la date butoir qu'a fixée la tutelle aux banques locales pour se confirmer aux ratios de 15% de taux de créances classées maximal, et de 70% de taux de couverture minimal. Malheureusement, les indicateurs annuels publiés au mois de janvier ne laissent rien transparaître quant à l'évolution des portefeuilles classés des banques tunisiennes, ou aux montants alloués par les différentes banques aux provisions. Mais selon nos prévisions, seules la STB et l'UIB continueront de trainer un portefeuille classé non conforme aux limites tolérées. Quant aux autres banques, il est vrai que leurs bilans se retrouvent largement assainis, mais un grand travail reste à faire au niveau de leurs filiales de recouvrement (détenues majoritairement par ces mêmes banques) qui héritent d'une grande partie de ces portefeuilles.

Il est tout de même important de souligner que certaines banques ont connu une croissance importante de leurs portefeuilles de crédit en 2009. Cette croissance intervient dans un contexte économique particulier. Il est donc recommandé de suivre de près l'évolution de la qualité des engagements de ces banques dans les années futures.

♦ **La rentabilité:**

Malgré des ratios de profitabilité qui s'améliorent d'année en année, il est clair que le niveau rentabilité des banques tunisiennes reste en deçà des moyennes internationales. Cette différence s'explique par (1) un niveau de charges d'exploitation élevé pour certaines banques, (2) le poids important des dotations aux provisions, et (3) un marché de plus en plus concurrentiel.

Pour ce qui est des charges d'exploitation, des efforts importants ont été consentis par plusieurs banques de la place. Ces efforts ont ramené le coefficient d'exploitation du secteur de plus de 58% en 2005, à 42,4% en 2008. Malgré cette amélioration, des efforts restent à fournir pour certaine banque notamment la BIAT qui continue d'afficher un ratio relativement élevé (53% en 2008).

Le rythme de provisionnement imposé aux banques locales par la BCT a plombé les bénéfices de la plus part des banques locales. Le ratio Provisions/Bénéfice avant provisions a des niveaux très élevés ces dernières années (69% en 2008 et 75% en 2007 pour la BIAT à titre d'exemple). Nous nous attendons à une baisse conséquente de ce ratio à partir de 2009, ce qui devrait soulager les bénéfices des banques et améliorer par conséquent leurs ratios de rentabilité.

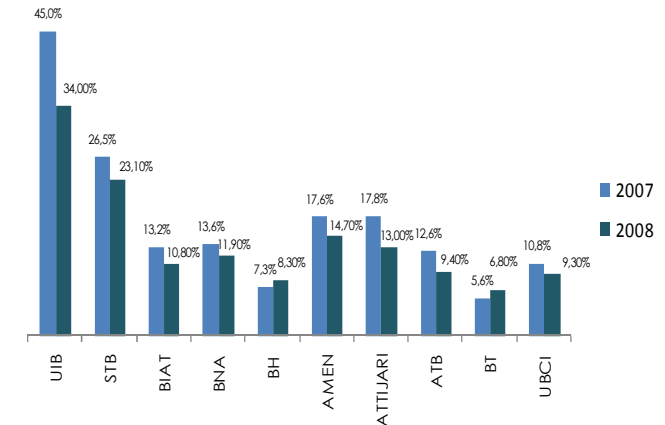
La concurrence de plus en plus prononcée dans le paysage bancaire tunisien est un problème majeur qui devrait freiner la croissance des banques. En effet, il nous est difficile compte tenu de ce contexte de voir les banques tunisiennes afficher des taux de croissance important, ou des gains en parts de marché sans mettre à l'épreuve la qualité de leurs portefeuilles. Cette concurrence se traduit aussi au niveau de la similarité des produits et services des banques qui n'innovent malheureusement pas assez. Ceci affecte directement marges des banques qui se compriment d'année en année sous l'effet de cette concurrence.

♦ **Perspectives:**

Les dernières années ont permis aux banques tunisiennes d'améliorer sensiblement leurs fondamentaux en terme gestion de risque, renforcement des fonds propres, amélioration des coûts opérationnels. Nos banques sont aujourd'hui, du fait de ces efforts de restructuration, plus solides et relativement plus rentables. Il est toutefois important de souligner que des défis majeurs se profilent à l'horizon : (1) Préserver l'acquis en terme de gestion des risque et se doter des outils nécessaires pour permettre une gestion plus adaptée au contexte économique national, et (2) faire face à une concurrence de plus en plus rude qui se traduit par une extension massive des réseaux d'agences et une approche commerciale plus « agressive » de la plus part des banques locales.

Il est aussi important de souligner les récents changements du cadre réglementaire régissant le secteur bancaire Algérien (capital minimum, limitation des participations étrangères, rapatriement des dividendes) semblent freiner les ambitions de certaines banques locales qui voyait en l'Algérie un marché prometteur. Face à ces défis, une consolidation dans le secteur semble de plus en plus évidente. Elle permettra in fine à certaines banques d'augmenter leurs part de marché et d'atteindre enfin la taille qui leur permettra d'avoir des ambitions internationales.

Evolution des Créances Classées à fin 2008



Provisions/Résultat avant Provisions à fin 2008

