

Points Clés

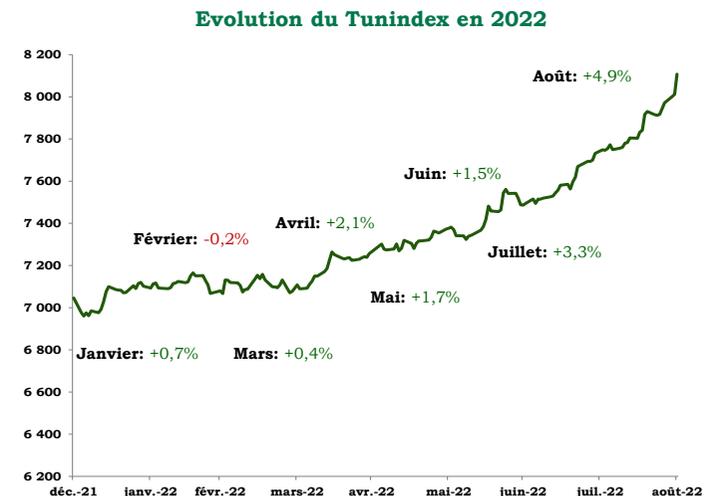
- ♦ **2022 s'est avérée une année porteuse pour l'investissement en bourse. Malgré la recrudescence de la Covid-19, le manque de visibilité politique, la situation économique difficile et des finances publiques exsangues, notre marché a manifesté une résistance salutaire, dopé par les valeurs bancaires. La capitalisation boursière a progressé et l'indice de référence a affiché une performance à deux chiffres. Cependant, le constat est moins reluisant au rayon des volumes, notre bourse ayant enregistré une décélération notable du rythme des échanges, témoignant d'un assèchement de la liquidité.**
- ♦ **L'éclatement de la guerre en Ukraine a entraîné une hausse de l'inflation et un resserrement des conditions financières. En venant s'ajouter aux dégâts causés par la pandémie de Covid-19, l'invasion russe de l'Ukraine a accentué le ralentissement de l'économie mondiale, qui entre dans ce qui pourrait devenir une période prolongée de croissance faible et d'inflation élevée, selon les dernières Perspectives économiques mondiales publiées par la Banque mondiale. Il en résulte un risque grandissant de stagflation, ce qui aurait des conséquences délétères tant pour les pays à faible revenu que pour ceux à revenu intermédiaire comme la Tunisie.**
- ♦ **A moins de quatre mois de la fin de l'année, 2022 se révèle déjà riche en évènements entre les rendez-vous électoraux et les bons résultats des entreprises tels qu'affichés dans les comptes semestriels mais un marché perturbé par la vigueur persistante de l'inflation et le resserrement monétaire de la BCT. Dans un climat qui offre peu de visibilité, la fin de l'année 2022 s'annonce mitigée. Alors que les incertitudes économiques et politiques nous incitent à la prudence et à l'heure où la Tunisie mène des négociations décisives avec l'institution de Bretton Woods, le FMI, pour un nouveau prêt qui lui permettrait de financer son budget pour le reste de l'année en cours (salaires, dépenses de compensation et paiement du service de la dette, etc..) et envisager l'avenir avec moins de craintes et d'appréhensions, trois facteurs accréditent la thèse d'une poursuite du rebond boursier: la solide croissance bénéficiaire, le retour des introductions en bourse et le programme de relance économique annoncé par le Gouvernement.**

I - Un bilan des huit premiers mois de 2022 encore sous le ton bancaire

▪ 2022 s'est avérée une année porteuse pour l'investissement en bourse. Malgré la recrudescence de la Covid-19, le manque de visibilité politique, la situation économique difficile et des finances publiques exsangues, notre marché a manifesté une résistance salutaire, dopé par les valeurs bancaires (une performance de 15,1% pour le Tunindex à la fin du mois d'Août 2022). Le secteur bancaire, poids lourd de la cote représentant plus de 40% de la capitalisation flottante de l'indice de référence, est de nouveau

dans le radar des investisseurs grâce à la bonne croissance bénéficiaire affichée en 2021, à la distribution généreuse de dividendes malgré les conditions strictes de distribution des dividendes imposées par la BCT et aux anticipations de relèvement des taux bénéfique pour le PNB (une envolée 30,4% pour l'indice bancaire depuis le début de l'année).

▪ Dans une place dominée par les investisseurs particuliers, les annonces de dividendes revêtent un intérêt capital et la confirmation de la reprise de la distribution des dividendes par les banques, en 2022, au titre de l'exercice 2021, a créé un effet d'entraînement sur l'ensemble du marché.



- L'essentiel de la performance de l'indice de référence a été réalisé sur les mois d'Avril (+2,1%), de Juillet (+3,3%) et d'Août (+4,9%), mois qui a coïncidé avec la publication des résultats et des indicateurs d'activité des banques, traduisant un secteur bancaire bien portant.

- La cote de la bourse s'est enrichie d'une nouvelle société au mois de Mars 2022. STA, le concessionnaire automobile de la marque chinoise Chery en Tunisie, s'est introduit sur le marché principal de la cote de la bourse au moyen d'une offre à prix ferme (OPF) de 480 000 actions et d'un placement global de 120 000 actions, soit 30% du capital social avec un cours d'introduction de 17 dinars par action (correspondant à une capitalisation boursière de 34MDt). Ainsi, le nombre des sociétés cotées est passé à 81 sociétés à la fin du mois d'Août 2022.

- Au terme des huit premiers mois de 2022, la capitalisation boursière de la cote s'est accrue de 5% à 24,4 milliards de dinars.

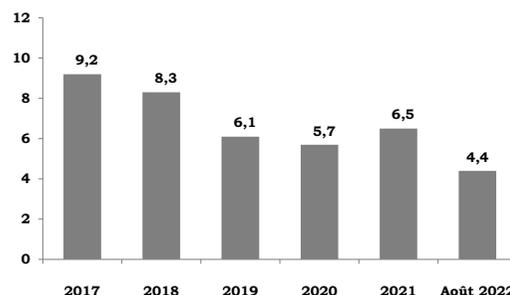
- Si l'indice vedette et la capitalisation boursière ont opposé la meilleure résistance face à la morosité ambiante, le constat est beaucoup moins reluisant sur le front des volumes.

- Le marché a connu, en effet, une décélération notable du rythme des échanges courant les huit premiers mois de 2022. Les volumes transigés sur le compartiment actions de la bourse de Tunis ont décroché de 36,6% à 742,9MDt, soit une moyenne quotidienne de 4,4MDt, contre une moyenne quotidienne de 7,2MDt pour la même période de l'année 2021.

- Le marché des blocs qui jouait un rôle de

tremplin pour les échanges du marché a, également, souffert de l'assèchement de la liquidité. 12 transactions de bloc seulement ont eu lieu depuis le début de l'année en cours, cumulant 97,2MDt contre 62 transactions de bloc pour la même période de 2021, cumulant 432,7MDt.

Evolution du volume moyen des échanges (en MDt)



« Le marché des blocs qui jouait un rôle de tremplin pour les échanges du marché a, également, souffert de l'assèchement de la liquidité »

- Les capitaux échangés sur les huit premiers mois de l'année en cours tiennent compte de deux mouvements capitalistiques :

- 1) L'entrée du Groupe KILANI dans le capital de Adwya : Il s'agit de la cession de la participation de la société Royal Investissements et Participations Holding (détenue par les héritiers du feu Taher EL MATERI) aux Messieurs Rafik KILANI et Lassaad KILANI. L'opération s'est matérialisée par deux transactions de bloc portant sur une enveloppe globale de 51,2MDt et qui valorisent Adwya à 128,1MDt. S'en est suivie une Offre Publique d'Achat Obligatoire au prix unitaire de 5,950 dinars, ouverte dans un premier temps, du 10 Août 2022 au 30 Août 2022 inclus et prorogée par décision du CMF

jusqu'au 5 Septembre 2022.

- 2) La cession par la STB d'une part de sa participation dans Wifack Bank, soit 7,7% à 6,6 dinars l'action. Suite à cette transaction, un franchissement de la part de la STB du seuil de 5% à la baisse dans le capital de Wifack Bank a été enregistré.

- Sur le marché obligataire, les banques, les compagnies de leasing et les institutions de microfinance continuent à manifester un appétit pour les émissions obligataires. 10 émissions obligataires, dont 6 émissions sans appel public à l'épargne, ont pu être clôturées depuis le début de l'année (du 1er Janvier au 31 Août 2022) pour une enveloppe totale de 387MDt.

- Depuis le début de l'année en cours, le Trésor a effectué 18 adjudications de BTA (y compris trois adjudications d'échange) ce qui lui a permis de lever 844,8MDt contre un besoin annuel en BTA initialement prévu de 3650MDt. Sur le court terme, le Trésor a levé 9892MDt par le biais des BTCT (contre un budget annuel initialement prévu de 800MDt). Ce montant tient compte de 15 émissions exceptionnelles faites exclusivement auprès des banques, et portant sur 9710MDt.

- Depuis le début de l'année, le Trésor a lancé deux tranches de l'emprunt obligataire national de 2022 (1ère tranche au mois de Mars et deuxième tranche au mois de Juin) lui permettant de mobiliser respectivement 555MDt et 639MDt (soit un montant total de 1,2 milliard de dinars). Rappelons que selon la Loi de Finances de 2022, l'Etat compte lever en totalité 1,4 milliard de dinars grâce à l'emprunt national.

- Dans le cadre du financement du budget de l'État, le Gouvernement a contracté, le 18 Mai 2022, un prêt syndiqué en devises auprès d'un consortium de 9 banques de la place lui permettant de lever 81,5 millions d'euros et 25 millions de dollars, soit l'équivalent de 341,8MDt. Rappelons que selon la Loi de Finances de 2022, l'Etat compte émettre des prêts syndiqués en devises auprès des banques de la place, en 2022, pour un montant de 1481MDt.

II - Quelle stratégie d'investissement à adopter pour le reste de 2022?

- L'éclatement de la guerre en Ukraine a entraîné une hausse de l'inflation et un resserrement des conditions financières. En venant s'ajouter aux dégâts causés par la pandémie de Covid-19, l'invasion russe de l'Ukraine a accentué le ralentissement de l'économie mondiale, qui entre dans ce qui pourrait devenir une période prolongée de croissance faible et d'inflation élevée, selon les dernières Perspectives économiques mondiales publiées par la Banque mondiale. Il en résulte un risque grandissant de stagflation, ce qui aurait des conséquences délétères tant pour les pays à faible revenu que pour ceux à revenu intermédiaire comme la Tunisie.

- A moins de quatre mois de la fin de l'année, 2022 se révèle déjà riche en événements entre les rendez-vous électoraux et les bons résultats des entreprises tels qu'affichés dans les comptes semestriels mais un marché perturbé par la vigueur persistante de l'inflation et le resserrement monétaire de la BCT.

- Dans un climat qui offre peu de visibilité, la fin de l'année 2022 s'annonce mitigée. Alors que les incertitudes économiques et politiques nous incitent à la prudence et à l'heure où la Tunisie mène des négociations décisives avec l'institution de Bretton Woods, le FMI, pour un nouveau prêt qui lui permettrait de financer son budget pour le reste de l'année en cours (salaires, dépenses de compensation et paiement du service de la dette, etc..) et envisager l'avenir avec moins de craintes et d'appréhensions, trois facteurs accréditent la thèse d'une poursuite du rebond boursier.

1) La croissance des bénéficiaires : soutenue par le secteur bancaire et par son autre poids lourd, la SFBT, nous pensons que la cote devrait enregistrer une croissance notable de sa masse bénéficiaire (+34,6%). En tenant compte de cette reprise, notre marché affiche des multiples incontestablement acheteurs (un multiple de PER estimé de 8,6x pour l'année 2022) et un rendement en dividende alléchant (un dividend yield 2022 estimé de 6%). En tout état de cause, les indicateurs d'activité trimestriels seront très suivis pour avoir un aperçu sur la tendance des résultats et ajuster le consensus du marché.

2) Le retour des introductions en bourse : 2022 devrait connaître une accélération du rythme des introductions en bourse. Après l'IPO réussie de STA en ce début d'année (une capitalisation boursière de 34MDt), pas moins de deux nouvelles sociétés devront faire leur entrée en bourse en 2022. La réussite de ces opérations dépendra des niveaux de valorisation proposés qui ont tout intérêt à être attrayants pour attirer de nouveaux investisseurs (locaux ou étrangers), soulager la tension sur la liquidité et améliorer l'offre de papier.

3) Le programme de relance économique annoncé par le Gouvernement : le Gouvernement a annoncé un ambitieux programme de relance économique qui s'articule autour de quatre grands axes prioritaires : 1) soutenir la trésorerie et l'accès au financement des entreprises, 2) redynamiser l'investissement, 3) faciliter la réglementation des affaires et 4) simplifier les procédures et promouvoir les exportations. Nous pensons que ce programme est faisable malgré l'ambiance politique délétère. Bien que ce programme de relance contienne plusieurs signaux positifs pour l'investissement en bourse, la réaction du marché face à ces mesures d'urgence a été limitée, jusqu'à présent. Les investisseurs attendent le passage à l'acte avant de faire leur retour !

- La question qui se pose maintenant: l'économie étant encore à la peine et l'épargne au plus bas, le placement en bourse garde-t-il un effet d'appel? Le placement boursier pourrait constituer un rempart contre l'érosion de la valeur de la monnaie étant donné l'hypothèse de résistance des marges des entreprises sélectionnées à la hausse des prix.

- A noter que selon plusieurs experts, l'inflation devrait franchir cette année le cap record de 10%, se ressentant de la flambée des prix de l'énergie et des produits de première nécessité comme le blé, contre des estimations initiales de 6,8% pour la BCT et un TMM de 7,03% (celui du mois d'Août 2022). Ce constat est de nature à favoriser l'arbitrage des investisseurs pour les actifs risqués de qualité.

La deuxième raison qui explique la résistance de l'investissement en bourse dans ce contexte morne est la résilience des grands comptes (les Family Offices). Ces derniers génèrent avec les OPCVM mixtes et les FCP mixtes CEA le plus clair des volumes en bourse. Les investisseurs restent intéressés par les opportunités de placement surtout dans les valeurs à fort rendement en dividendes.

- La solidité des fondamentaux, la qualité du management et le faible profil de risque restent notre ligne de conduite dans ce climat incertain. L'horizon de placement est, également, un facteur non négligeable dans notre stratégie de placement. Pour déjouer la morosité actuelle du marché et profiter d'un bon retour sur investissement, nous recommandons un horizon de placement relativement à moyen terme, d'au moins deux ans.

- Pour le reste de l'année, notre stratégie d'investissement est axée sur les thématiques suivantes:

1) Jouer la défensive

- Quand la morosité ambiante gagne la bourse, les valeurs défensives retrouvent leur attrait auprès des investisseurs fébriles. Nous recommandons un positionnement sur **SFBT**, **SAH Lilas**, **Délice Holding** et **UNIMED**. Ces quatre valeurs présentent des vertus recherchées dans les périodes de crise : un positionnement solide sur le marché, un dynamisme qui défie la conjoncture et une bonne santé financière. Ces sociétés affichent également une visibilité appréciable, un management de qualité et une bonne capacité à attirer les investisseurs institutionnels en quête d'actifs refuges.

2) Rester aux aguets sur les valeurs exportatrices

- Depuis le choc de la Révolution de 2011, les valeurs exportatrices ont fait le bonheur des investisseurs. Ces actions ont pleinement rempli leur rôle de bouclier face à l'étroitesse du marché local, à une demande intérieure bridée et à la dépréciation du dinar.

- A l'évidence, ces valeurs subissent les contrecoups de la flambée des prix des matières premières, l'asthénie de l'euro, l'onde de choc de la crise russo-ukrainienne sur les prix de l'énergie et les effets de second tour des perturbations des chaînes de valeur survenues partout dans le monde. A cet effet, nous ne recommandons pas une exposition à toutes les sociétés exportatrices, dans leur ensemble. Nous nous montrons encore plus sélectifs dans le choix des sociétés exportatrices et nous nous limitons au **Groupe Telnet**. La manne financière de cette valeur, son tournant vers l'innovation (ciblage de l'activité « Aérospace ») et la perspective d'un rebond de son activité dans les prochaines années nous semblent opportuns.

- D'une manière générale, nous conseillons de continuer à surveiller de très près les valeurs exportatrices car elles offrent un « remède » implicite contre le risque de change. Toute dépréciation éventuelle du dinar, dans les prochaines années, devrait nécessairement rehausser les perspectives de rentabilité des sociétés exportatrices et les remettre sous la loupe des investisseurs.

- Sur le long terme, nous restons optimistes pour les valeurs exportatrices. Ces dernières pourront profiter d'une potentielle reconfiguration des

chaînes d'approvisionnement à l'échelle planétaire. Les multinationales et les grands groupes industriels devraient, dès la sortie de la crise, songer à diversifier leurs risques et repenser leur manière de s'approvisionner et de sous-traiter surtout dans des secteurs essentiels comme la santé, l'alimentation, l'informatique et les technologies numériques. En promouvant leurs avantages en matière de proximité géographique de l'Europe, de qualification du capital humain et en capitalisant sur leur intégration réussie dans les chaînes de production mondiales, les sociétés exportatrices tunisiennes pourront investir dans la compétitivité, accroître leur capacité de production et fortifier leur positionnement dans les chaînes de valeur mondiales.

3) Profiter du réveil de l'industrie

- Les indicateurs d'activité et les états financiers au 30 Juin 2022 le montrent : un rebond technique de l'activité industrielle pour l'année en cours se profile pour la majorité des sociétés industrielles. Les prémices de normalisation de l'activité, après une période 2020-2021 difficile, se traduisent par une croissance à deux chiffres au niveau du chiffre d'affaires pour la majorité des compagnies industrielles.

- Nous recommandons une exposition aux titres **SOTUVER**, **SOTIPAPIER**, **MPBS** et **TPR**. Au-delà de la bonne qualité de leurs fondamentaux et de leur position confortable sur le plan commercial, ces groupes affichent des réalisations satisfaisantes depuis le début de l'année en cours qui laissent entrevoir un excellent cru 2022.

4) Viser les Blue Chips bancaires

▪ Contrairement aux sociétés industrielles et de services, l'onde de choc de la crise de la Covid-19 et la dégradation subséquente de la conjoncture économique devraient se répercuter avec un certain décalage sur le secteur bancaire. Grâce à la normalisation attendue des PNB à partir de 2021 en raison de la récupération du manque à gagner en termes de commissions et du rehaussement du taux directeur (+75pb, depuis Mai 2022, à 7%) et malgré l'élargissement attendu de la masse salariale, les banques devraient afficher une amélioration de leur capacité bénéficiaire.

▪ Il convient de souligner que le manque de visibilité entache le coût du risque à accuser en 2022. Ce dernier devra continuer à subir les contrecoups d'une conjoncture post-Covid dégradée, d'une situation tendue au niveau de la trésorerie des entreprises et des ménages telle qu'illustrée par la résurgence de tensions sur la liquidité bancaire et par la levée du moratoire d'échéances au profit des entreprises depuis Septembre 2021 (circulaire BCT n°2020-2021) qui devrait révéler la qualité du portefeuille réelle de chaque banque. Le manque de visibilité concerne, également, l'impact chiffré de la migration vers les normes IFRS sur les comptes consolidés des banques et notamment de l'adoption de la normes IFRS 9. Cette nouvelle norme de comptabilisation des instruments financiers modifie en profondeur les règles actuelles de classement et d'évaluation des actifs financiers, ainsi que le modèle de dépréciation des actifs financiers.

▪ En tout état de cause, les réserves de solvabilité

accumulées par les banques sur les trois dernières années grâce à la solide croissance bénéficiaire, aux levées de dette subordonnée réalisées, aux exigences supplémentaires de provisionnement au titre des provisions collectives et aux conditions de distribution de dividendes fixées par la BCT afin de maintenir un matelas de solvabilité, permettront aux banques d'absorber le choc de la crise et de réduire l'impact de la transition par la norme IFRS 9.

▪ Il va sans dire que les effets des tendances sus-décrites ne seront pas les mêmes chez toutes les banques. Celles qui affichent une diversification saine du portefeuille de crédits, un matelas confortable de ressources faiblement rémunérées, des spread appréciables, une forte capacité génératrice de commissions et une bonne culture de gestion des risques seront les mieux disposées à résister à la crise actuelle et à profiter nettement du réveil boursier actuel du secteur bancaire. C'est en ce sens que nous choisissons la **BIAT**, **Attijari Bank** et l'**UIB** à l'achat. Les multiples actuels de ces Blue chips sous-estiment nettement la capacité de rebond commercial et financier de ces trois banques.

5) Profiter de la mise sur le marché d'un leader dans le secteur de la distribution de l'IT en Tunisie

▪ **SMART Tunisie**, le leader de la distribution dans le secteur de l'IT en Tunisie, s'est introduit sur le marché principal de la cote de la bourse (fin 2021) via une opération mixte de cession de titres (46MDt) et d'augmentation de capital (10MDt). La levée de fonds permettra au Groupe de renforcer son assise financière et de financer un programme d'investissement, portant sur une

enveloppe de 17MDt.

▪ La valorisation affichée par le Groupe est alléchante dans l'absolu et comparativement à notre marché actions. Par ailleurs, SMART Tunisie présente des atouts qui justifient un positionnement à moyen et long terme sur le titre : une position de leadership sur un marché en pleine croissance, un business model innovant et résilient et une vision globale grâce à un système d'information performant. Nous continuons à recommander un positionnement sur le titre **SMART Tunisie**.

Chiffres clés du marché financier	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Août 2022
Performance du Tunindex	-0,9%	+8,9%	+14,4%	+15,8%	-2,1%	-3,3%	+2,3%	+15,1%
Capitalisation boursière (en milliards de dinars)	17,8	19,3	21,9	24,4	23,7	23,1	23,3	24,4
Capitalisation boursière en % PIB	21,1%	21,5%	22,7%	23,2%	20,8%	20,8%	17,9%	17,2%
Nombre de sociétés cotées	78	79	81	82	81	80	80	81
Volumes de transaction (en MDt)	2 108	1 730	2 307	2 065	1 522	1 423	1 614	742,9
Participation étrangère	25,6%	24,5%	23,3%	24,9%	24,7%	25,3%	23,1%	-
Nombre d'OPCVM en activité	125	125	123	124	119	119	115	118
Actifs gérés des OPCVM en MDt	4 368	4 544	4 361	3 956	3 675	4 683	4 813	5 511

Performances annuelles des sociétés cotées au 31 Août 2022

