

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 un faible 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. 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.**
- ♦ **La conjoncture actuelle a incontestablement de quoi désorienter plus d'un épargnant. Entre la hausse des taux d'intérêt, le retour d'une forte inflation et une volatilité imprévisible sur les placements boursiers. L'équation est en effet complexe car la rémunération réelle des placements sans risque traditionnels reste faible alors que l'inflation atteint désormais -et de façon semble-t-il durable- des sommets. Pour ne pas subir l'érosion monétaire de son capital, la prise de risque devient donc nécessaire, la question étant : quel type de risque? La solidité des fondamentaux, la qualité du management et le faible profil de risque restent notre ligne de conduite pour faire face aux vicissitudes de l'environnement et à la grisaille ambiante.**
- ♦ **Dans un climat qui offre peu de visibilité, l'année 2023 s'annonce mitigée. Alors que les incertitudes économiques et politiques nous incitent à la prudence, trois facteurs accèdent la thèse d'une poursuite du rebond boursier: la croissance des bénéficiaires, la poursuite des introductions en bourse et le plan de relance économique annoncé par le Gouvernement dans le cadre du programme de financement préliminaire conclu avec le FMI.**

I - Un parcours boursier en deux teintes

▪ 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 en 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 et sur le premier semestre 2022, 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 36,8% pour l'indice bancaire en 2022).

▪ 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.

▪ A y regarder de plus près et, dans la continuité des dernières années, le marché a connu, en 2022, un parcours boursier en deux temps. Le vent d'optimisme qui a soufflé sur le marché, au début de l'année, sur fond d'une reprise quasi généralisée de l'activité pour la majorité des sociétés cotées et, tout particulièrement pour les banques, a cédé sa place aux craintes des investisseurs relatives à la dégradation de la situation des finances publiques et au manque de visibilité politique.

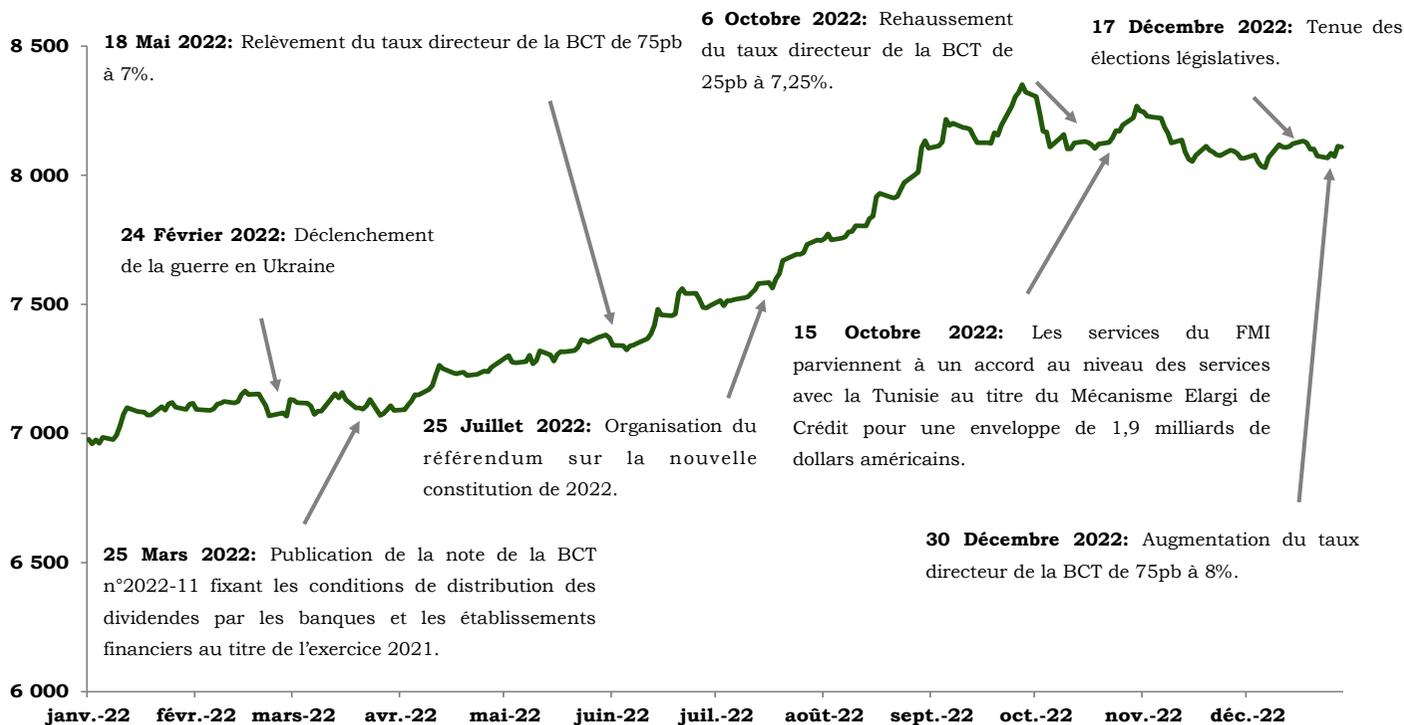
1) Un démarrage en beauté: L'année a débuté dans l'euphorie portée par les anticipations de résultats records pour le secteur bancaire. L'enthousiasme pour la première force du marché a été soutenu par le relèvement du taux directeur de la BCT de 75pb à 7% au mois de Mai 2022 et par la publication des résultats et des indicateurs d'activité des banques traduisant un secteur bien portant. Cet épisode de liesse a perduré jusqu'au 29 Septembre 2022, date à laquelle l'indice de référence cumulait une performance annuelle de 18,5%.

2) Un fin d'année mouvementée: Si le marché a montré une résistance appréciable face à la morosité ambiante, jusqu'au mois de Septembre, l'exacerbation des tensions politiques à l'approche du rendez-vous électoral du 17 Décembre 2022 et la dégradation de la situation des finances publiques ont affaibli la confiance des investisseurs, les embarquant dans un mouvement de prise de bénéfices. Les pressions vendeuses ont enfoncé l'indice vedette dans un mouvement baissier. Depuis le 30 Septembre jusqu'à la fin de l'année, le marché a enregistré une correction de -2,9%.

- Durant 2022, la cote de la bourse s'est enrichie de deux nouvelles sociétés. Il s'agit de **STA** et de **Assurances Maghreb Vie** faisant leur entrée sur le marché en Mars et en Décembre respectivement.

- **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

Evolution du Tunindex et principaux faits marquants en 2022



actions, soit 30% du capital social avec un cours d'introduction de 17 dinars par action (correspondant à une capitalisation boursière de 34MDt).

- La société « **Assurances Maghreb Vie** » s'est introduite sur le marché principal de la cote de la bourse via une cession de 2 500 000 actions et une émission de 5 000 000 nouvelles actions, portant sur 30% du capital post IPO. La mise sur le marché de la filiale du Groupe Assurances Maghreb Vie s'est faite à un prix de 6,080Dt l'action, soit une capitalisation post-money de 152MDt. Assurances Maghreb Vie s'impose en tant qu'acteur de référence en matière

d'assurance Vie en Tunisie, s'adjugeant la deuxième position en termes de primes émises, derrière Attijari Assurance.

- Suite à l'introduction en bourse de **STA** et de **Assurances Maghreb Vie**, le nombre de sociétés admises à la cote de la bourse a été porté à 82 à la fin de l'année 2022.

- En 2022, la capitalisation boursière de la cote s'est légèrement accrue de 3,3% à 24 milliards de dinars, soit 16,7% du PIB de la Tunisie.

« Dans la continuité des dernières années, le marché a connu, en 2022, un parcours boursier en deux temps »

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

- Le marché a connu, en effet, un faible rythme des échanges, dans la continuité de 2021. Malgré un nombre record de jours de bourse (257 jours en 2021 contre 248 jours), les volumes transigés sur le compartiment actions de la bourse de Tunis ont atteint 1,6 milliard de dinars, soit une moyenne quotidienne de 6,3MDt contre une moyenne quotidienne de 6,5MDt en 2021.

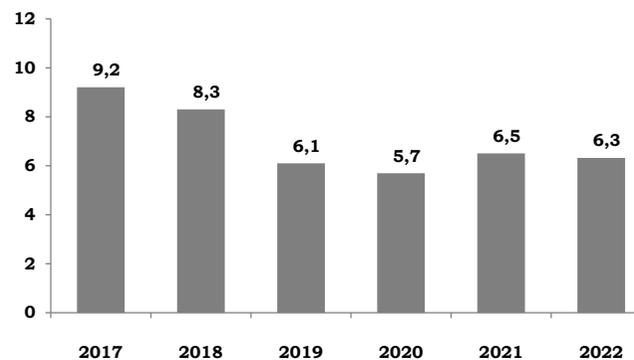
- Le marché des blocs qui jouait un rôle de tremplin pour les échanges du marché a, également, souffert de l'assèchement de la liquidité. 53 transactions de bloc, seulement, ont eu lieu en 2022, cumulant 325,5MDt contre 89 transactions de bloc en 2021, cumulant 563,7MDt.

- Il sied de noter que les capitaux échangés en 2022 tiennent compte des opérations suivantes :

- 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. Le nouveau noyau dur de Adwya (détendant plus de 99% des droits

de vote) affiche clairement la volonté de retirer la société de la cote. Une Offre Publique de Retrait a été lancée (au prix de 5,950 dinars l'action) à partir du 30 Novembre 2022 jusqu'au 30 Décembre 2022. Le titre Adwya sera radié de la cote de la bourse à partir du 5 Janvier 2023.

Evolution du volume moyen des échanges (en MDt)



- La cession par la **STB** d'une part de sa participation dans **Wifack International Bank**, soit 7,7% à 6,600 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.

- L'année 2022 a été caractérisée par la multiplicité des mouvements capitalistiques. Outre l'OPA Obligatoire de Adwya susmentionnée, l'année a été marquée par l'OPA sur les actions de **Monoprix** et de **Céréalis**.

- Les actionnaires de référence de la société **Monoprix**: Tunisia Retail Group Holding TRG SA, agissant de concert avec les sociétés MONOGROS, IFICO et EXIS ont initié une Offre Publique d'Achat Simplifiée sur les actions de Monoprix au prix de 5,500 dinars l'action. Valable du 23 Septembre 2022 au 24 Octobre

2022 inclus, l'OPA Simplifiée a permis aux actionnaires de référence d'acquérir 598 259 actions Monoprix, soit 3% du capital de la société.

- Dans le cadre de l'opération d'Offre Publique d'Achat Obligatoire sur les actions de la société Céréalis au prix unitaire de 13,300 dinars, ouverte le 17 Novembre 2022 et clôturée le 7 Décembre 2022, La société « Power Brands » agissant de concert avec l'initiateur « Cardinal Brands Limited » a déclaré avoir acquis en bourse, durant la période de l'Offre 20,98% du capital de Céréalis. Ainsi, la société « Cardinal Brands Limited », agissant de concert avec la société « Power Brands » détient 4 647 673 actions, représentant 95,07% du capital de la société Céréalis. Le CMF a été saisi d'une demande de lancement d'une Offre Publique de Retrait visant les actions de la société Céréalis. Par cette demande, la société « Cardinal Brands Limited », détenant de concert avec la société «Power Brands», 4 654 447 actions, représentant 95,20% des droits de vote de la société Céréalis, entend lancer une OPR visant l'acquisition par la société «Power Brands» des actions que cette dernière ne détient pas dans le capital de ladite société et ce, dans le cadre des dispositions de l'article 173 du Règlement Général de la Bourse. L'OPR a été lancée le 28 Décembre 2022 et se poursuivra jusqu'au 7 Février 2023 inclus.

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

- L'investissement étranger a aligné une troisième année consécutive dans le rouge. La part de la capitalisation boursière détenue par les étrangers, qui demeure essentiellement stratégique est passée à 5 022MDt représentant 20,9% de la capitalisation globale du marché contre 5 374MDt et une part de 23,1% en 2021, soit une baisse de 2,2% correspondant à 351MDt.
- Nonobstant la morosité ambiante, l'industrie de la gestion d'actifs confirme sa pleine forme. Le nombre de véhicules en activité a augmenté à 118 entités en 2022 contre 115 véhicules à fin 2021. Par ailleurs, l'actif net de la gestion collective a bien repris du poil de la bête (+8% à 5,2 milliards de dinars avec une collecte additionnelle nette de 383,4MDt).
- Sur le marché obligataire, les banques, les compagnies de leasing et les institutions de microfinance continuent à manifester un appétit pour les émissions obligataires. 20 émissions obligataires, dont 14 émissions sans appel public à l'épargne, ont pu être clôturées depuis le début de l'année (du 1er Janvier au 31 Décembre 2022) pour une enveloppe totale de 900,5MDt.
- Depuis le début de l'année 2022, le Trésor a effectué 25 adjudications de BTA (y compris trois adjudications d'échange) ce qui lui a permis de lever 2411,9MDt contre un besoin annuel en BTA initialement prévu de 3650MDt.
- Sur le court terme, le Trésor a levé 14010MDt par le biais des BTCT (contre un budget annuel initialement prévu de 800MDt). Ce montant tient compte de 24 émissions exceptionnelles faites quasi-exclusivement auprès des banques, et portant sur 13971,2MDt.

▪ En 2022, le Trésor a lancé l'emprunt obligataire national de 2022 qui a été émis en quatre tranches (en Mars, Juin, Septembre et Novembre). Cet emprunt a permis à l'Etat de mobiliser 2974,8MDt, contre un montant budgétisé dans la Loi de Finances de 2022 de 1,4 milliard de dinars.

▪ Dans le cadre du financement du Budget de l'État, le Gouvernement a, également, 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 comptait contracter des prêts syndiqués en devises auprès des banques de la place, en 2022, pour un montant de 1481MDt.

▪ Notons, enfin, que selon la Loi de Finances Rectificative de 2022, l'Etat devrait terminer l'année sur une levée nette d'emprunts de 19,7 milliards de dinars (dont 9,3 milliards de dinars d'emprunts nets mobilisés sur le marché intérieur et 11,9 milliards de dinars de financements nets extérieurs).

II - Quelle stratégie d'investissement à adopter en 2023?

▪ En 2023, l'économie mondiale devrait continuer à être confrontée à des défis de taille, subissant les effets de l'invasion de l'Ukraine par la Russie, d'une crise du coût de la vie provoquée par des pressions inflationnistes qui devraient se prolonger et s'étendre, et d'un ralentissement en Chine. Selon le FMI, la croissance mondiale devrait s'élever à 2,7% en 2023, soit 0,2 point de

pourcentage de moins par rapport aux dernières prévisions de Juillet 2022, après 3,2 % en 2022. Ce serait la plus faible performance de ces deux dernières décennies, à l'exception de la crise financière mondiale de 2008 et de la pandémie de 2020. Un tiers de l'économie internationale pourrait, ainsi, connaître une contraction en 2022 ou 2023. Ces prévisions restent toutefois très hypothétiques, en raison des incertitudes liées à la guerre en Ukraine ou à l'apparition de nouveaux variants de la Covid-19.

▪ A l'instar de l'économie mondiale, l'économie tunisienne devrait continuer à pâtir des conséquences de la guerre russo-ukrainienne, témoignant d'une croissance en perte de vitesse (une croissance du PIB de 1,6% en 2023 contre 2,2% en 2022 selon le FMI), d'une inflation galopante, de déficits jumeaux toujours dans une situation préoccupante et d'un endettement public de plus en plus insoutenable. Cependant, la Tunisie devrait pousser un soupir de soulagement après l'obtention du staff-level agreement du FMI pour un financement de 1,9 milliard de dollars étalé sur quatre ans. Loin d'être une solution miracle pour l'économie du pays, cet accord avec le FMI- toujours en attente de validation par le Conseil d'Administration de l'institution de Bretton Woods- représente un appel d'air et une bouffée d'oxygène pour une économie et des finances publiques en souffrance. Il permet de desserrer la bourse des crédits bilatéraux et multilatéraux pour alimenter nos réserves en devises, financer le budget (salaires, dépenses de compensation et paiement du service de la dette, etc..) et envisager l'avenir proche avec moins de craintes et d'appréhensions.

Alors qu'elle a été peu saluée en bourse, l'annonce de cet accord a constitué un point d'inflexion dans le spread du risque des obligations tunisiennes libellées en dollar. De plus, grâce au deal conclu avec l'équipe du FMI, l'agence de notation américaine Fitch Ratings a relevé, vers la fin de 2022, la note de défaut émetteur à long terme en devises de la Tunisie de « CCC » à « CCC+ ». La Tunisie a, de ce fait, été retirée de la catégorie « Under Criteria Observation » (UCO). L'accord avec le FMI n'est pas seulement un moyen de financement. C'est surtout une condition sine qua non pour mobiliser les ressources extérieures et un catalyseur pour la mise en place des réformes qui s'imposent à notre économie avec un agenda d'exécution précis et un garant pour assurer au mieux l'opération.

- Dans un climat qui offre peu de visibilité, l'année 2023 s'annonce mitigée. Alors que les incertitudes économiques et politiques nous incitent à la prudence, trois facteurs accèdent à 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 (+29,3%). En tenant compte de cette reprise, notre marché affiche des multiples incontestablement acheteurs (un multiple de PER estimé de 8,3x pour l'année 2022) et un rendement en dividende alléchant (un dividend yield 2022 estimé de 5,9%). 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) La poursuite des introductions en bourse : 2023 devrait connaître une poursuite du rythme des introductions en bourse. Après l'IPO réussie de STA au début de cette année (une capitalisation boursière de 34MDt) et l'entrée sur le marché de Maghreb Vie réalisée à la fin de l'année (une capitalisation boursière de 152MDt), pas moins de deux nouvelles sociétés devront faire leur entrée en bourse en 2023. 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) et améliorer l'offre de papier.

3) Le plan de relance économique annoncé par le Gouvernement dans le cadre du programme de financement conclu avec le FMI : Sous la houlette du FMI, le Gouvernement a annoncé un ambitieux programme de relance économique qui s'articule autour de quatre grands axes prioritaires : i) soutenir la trésorerie et l'accès au financement des entreprises, ii) redynamiser l'investissement, iii) faciliter la réglementation des affaires et iv) 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 le FMI, l'inflation devrait se monter à 8,5%, en 2023, se ressentant de la flambée des prix de l'énergie et des produits de première nécessité comme le blé, contre un TMM de 7,26% (celui du mois de Décembre 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 conjoncture actuelle a incontestablement de quoi désorienter plus d'un épargnant. Entre la hausse des taux d'intérêt, le retour d'une forte inflation et une volatilité imprévisible sur les placements boursiers. L'équation est en effet complexe car la rémunération réelle des placements sans risque traditionnels reste faible alors que l'inflation atteint désormais -et de façon semble-t-il durable- des sommets. Pour ne pas subir l'érosion monétaire de son capital, la prise de risque devient donc nécessaire, la question étant : quel type de risque? La solidité des fondamentaux, la qualité du management et le faible profil de risque restent notre ligne de conduite pour faire face aux vicissitudes de l'environnement et à la grisaille ambiante.

- 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 l'année prochaine, 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'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 Telnet, 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 dans le viseur 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 à partir de l'année 2022 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.

- Malgré un top line qui affiche bonne mine, le constat est tout autre au niveau de la rentabilité. La majorité des sociétés industrielles ont pâti, en 2022, d'un effritement de leurs marges et de leur rentabilité en raison de la flambée des coûts des intrants aggravée par la hausse des prix de l'énergie, par l'éclatement de la guerre en Ukraine et par la dépréciation du dinar. Les compagnies industrielles ont aussi payé les frais de l'augmentation exponentielle des frais de logistique en raison de la désorganisation sensible du commerce international qui marque la période post-Covid. A cela s'ajoutent l'augmentation des frais financiers à cause du rehaussement du taux directeur par la BCT et la constatation de pertes de change pour les entreprises importatrices surtout en dollar américain ou en euro.

- Pour ce faire, nous ne conseillons pas une exposition à toutes les entreprises industrielles en général. Nous recommandons une exposition aux titres **SOTUVER, SOTIPAPIER, TPR, et MPBS**. Au-delà de la bonne qualité de leurs fondamentaux et de leur position confortable sur le plan commercial, ces quatre groupes jouissent d'une bonne capacité à répercuter la hausse des prix des matières premières sur les prix de vente. Elles affichent, par ailleurs, des réalisations satisfaisantes sur la première moitié de l'année 2022 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 (+175pb à 8% en 2022) et à une bonne « digestion » de la hausse des frais généraux intervenue en 2021, 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 et en 2023. 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 et de 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 (à compter du 1er Janvier 2023) sur les comptes des banques et notamment de l'adoption de la normes IFRS 9.

- 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 des 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 à 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, l'UIB et Attijari Bank** 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) Cibler la STAR, l'étoile des assureurs

- Malgré la poursuite des efforts de désengagement volontaire de la branche Automobile, la **STAR** préserve son positionnement de leader sur le marché local.

L'assureur se distingue par rapport à ses pairs par sa solidité bilantielle. Un critère très important dans ce contexte de changement réglementaire et de passage aux normes IFRS dès le début de 2023. En effet, la compagnie jouit de larges fonds propres, lui permettant d'afficher une marge de solvabilité confortable, s'établissant à 4,4x la marge réglementaire requise. L'assureur jouit, également, du portefeuille d'actifs le plus conséquent. La STAR est prête pour le passage aux normes IFRS qui lui sera bénéfique. Au 30 Juin 2022, en dépit d'un contexte opérationnel difficile pour les assureurs, marqué par une sinistralité qui ne cesse de s'aggraver pour les branches Automobile et Maladie, la compagnie a publié un résultat net en forte ascension de 51,1% à 12,8MDt porté par l'amélioration du résultat technique non-vie et ce, grâce à une activité financière en nette amélioration. Au regard des niveaux attrayants de la valorisation actuelle, nous recommandons le titre à « l'achat », particulièrement approprié pour un horizon de placement moyen- long termes.

« 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 (+175pb à 8% en 2022) et à une bonne « digestion » de la hausse des frais généraux intervenue en 2021, les banques devraient afficher une amélioration de leur capacité bénéficiaire »

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

▪ **SMART Tunisie**, le leader de la distribution dans le secteur de l'IT en Tunisie, s'est introduit, en 2021, sur le marché principal de la cote de la bourse 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 actuelle affichée par le Groupe est alléchante dans l'absolu et comparativement à notre marché actions. SMART affiche, également, un rendement en dividende attrayant (un dividend yield estimé de 2022 de 9,3%). Par ailleurs, le Groupe 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 SMART Tunisie à « l'achat ».

« La valorisation actuelle affichée par le Groupe SMART est alléchante dans l'absolu et comparativement à notre marché actions »

Chiffres clés du marché financier	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	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	24,0
Capitalisation boursière en % PIB	21,1%	21,5%	22,7%	23,2%	20,8%	20,8%	17,9%	16,7%
Nombre de sociétés cotées	78	79	81	82	81	80	80	82
Volumes de transaction (en MDt)	2 108	1 730	2 307	2 065	1 522	1 423	1 614	1 624
Participation étrangère	25,6%	24,5%	23,3%	24,9%	24,7%	25,3%	23,1%	20,9%
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	5 197

Performances annuelles des sociétés cotées au 31 Décembre 2022

