

### Points Clés

- ♦ **Gagnés par l'euphorie au début de l'année puis plongés dans un état de torpeur à partir du mois de Mai, les investisseurs auront été animés tout au long de l'année écoulée par une large palette de sentiments. L'indice vedette termine, au final, l'année 2021 sur une note légère d'optimisme, rompant, ainsi, avec deux exercices consécutifs de flop boursier.**
- ♦ **Nous abordons l'année 2022 avec un certain nombre de convictions et quelques interrogations. 2022 sera l'année de l'avancement de la campagne de vaccination contre la Covid-19 et celle de la poursuite de la croissance économique de rattrapage. Les questions résultent davantage de la réponse du *policy-mix* ainsi que de l'évolution de la situation socio-politique.**
- ♦ **Certes, la relative stabilité des taux (quoique élevés), le niveau plancher des valorisations et la perspective de la poursuite de la normalisation de l'activité économique rendent les investisseurs confiants. Mais, gare aux mauvaises surprises. Un voile d'incertitude entoure encore les résultats de 2022 en raison d'une possible énième vague de contamination, notamment au nouveau variant du Coronavirus: Omicron. Par ailleurs, les répercussions du choc pandémique qui ont détérioré les conditions macro-économiques sur les deux dernières années seront encore ressentis en 2022. Toujours est-il que dans le contexte actuel, des opportunités d'investissement peuvent se présenter. Le stock picking demeure le mot d'ordre. 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 l'année 2022, notre stratégie d'investissement est axée sur les thématiques suivantes: 1) jouer la défensive, 2) rester aux aguets sur les valeurs exportatrices, 3) profiter du réveil de l'industrie, 4) viser les *Blue Chips* bancaires et 5) profiter de la mise sur le marché d'un leader dans le secteur de la distribution de l'IT en Tunisie.**

### I - Une année en deux temps

- 2021 ressemble à bien des égards à une prolongation de l'année 2020. L'activité boursière y a connu des moments difficiles et une forte volatilité. La poursuite de la crise de la Covid-19 et d'autres aléas sur le plan national ont affecté brusquement la tendance générale du marché.
- A l'image des dernières années, le marché a connu un parcours boursier en deux teintes. Après le marathon du premier semestre, le marché s'est

embarqué dans une vague baissière. La brise 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, 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:** Après un début d'année morose perturbé par les tractations politiques, le marché a été emporté par une vague d'euphorie qui s'est déclenchée à partir du mois de

Mars. Et pour cause, la publication courant ce mois de la note de la BCT\*, levant la suspension de la distribution des dividendes par les banques et les établissements financiers.

▪ Dans une place dominée par les investisseurs particuliers, les annonces de dividendes revêtent un intérêt capital et la reprise de la distribution des dividendes par les banques, en 2021, au titre des exercices 2019 et 2020 a créé un effet d'entraînement sur l'ensemble du marché.

\* Publication de la note de la BCT n°2021-08 du 19 Mars 2021.

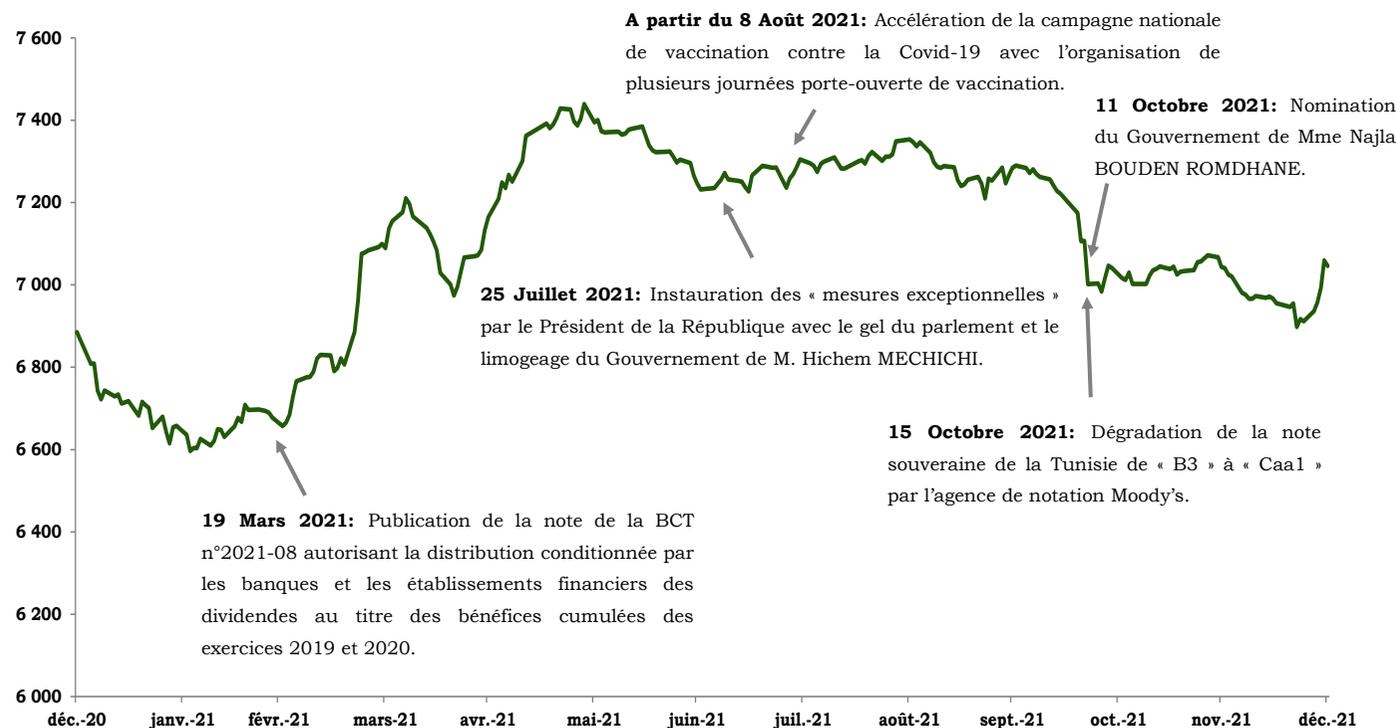
▪ Cette phase de reprise, qui s'est poursuivie jusqu'au mois de Mai, est certes le reflet de la bonne orientation des valeurs bancaires. Cependant, elle traduit aussi un rebond quasi-généralisé de l'activité pour la majorité des sociétés cotées, après une année 2020 éprouvante sur fond de confinement général. Au 28 Mai 2021, l'indice de référence affiche une performance annuelle de 8,1%.

**2) Un deuxième semestre mouvementé:** Si le marché a montré une résistance appréciable face à la morosité ambiante, jusqu'au mois de Mai, l'exacerbation du flou politique généré par les décisions du Président de la République du 25 Juillet et la dégradation de la note souveraine par l'agence de notation Moody's en Octobre ont porté un coup dur au marché, affaiblissant de nouveau la confiance des investisseurs et enfonçant le Tunindex dans un mouvement baissier. A partir du mois de Mai et jusqu'à la fin de l'année, le marché a effacé une bonne partie du gain engrangé (une correction de -5,3%).

▪ Au final, alors que la Tunisie continue à être sous la coupe de la pandémie Covid-19 et que la campagne de vaccination contre la Covid-19 presse le pas, le marché s'est bien défendu affichant une performance de 2,3% et rompant, ainsi, avec deux années baissières de suite.

▪ Dans un climat globalement morose, les nouveaux émetteurs se sont faits timides sur le marché. Une seule introduction en bourse a été constatée en fin d'année. **SMART Tunisie**, le leader incontestable dans le secteur de la distribution de l'IT en Tunisie a intégré la cote via une opération mixte de cession de titres (46MDt) et d'augmentation de capital (10MDt). La levée de

### Evolution du Tunindex et principaux faits marquants en 2021



Sources: BVMT et Tunisie Valeurs

fonds permettra au Groupe de renforcer son assise financière et de financer un programme d'investissement, portant sur une enveloppe de 17MDt.

▪ La mise sur le marché de **SMART Tunisie** a rencontré un succès mitigé (l'OPF étant sursouscrite 1,25x), reflétant l'ambiance tendue sur le marché et dans le pays en général.

▪ Malgré l'introduction en bourse de **SMART Tunisie** (une capitalisation boursière *post-money* de 184,4MDt), la capitalisation de notre marché actions n'a que peu augmenté sur l'année. En effet, elle a enregistré une légère hausse de 0,7%

à 23,3 milliards de dinars. A noter que ce montant tient compte de la radiation, courant le mois de Janvier 2021, des actions de la société **STEQ** dont la capitalisation boursière à la veille de sa radiation s'est élevée à 9,1MDt. Ainsi, le nombre de valeurs admises à la cote de la bourse a été ramené à 80, à la fin de l'année 2021.

*« La mise sur le marché de SMART Tunisie a rencontré un succès mitigé (l'OPF étant sursouscrite 1,25x), reflétant l'ambiance tendue sur le marché et dans le pays en général »*

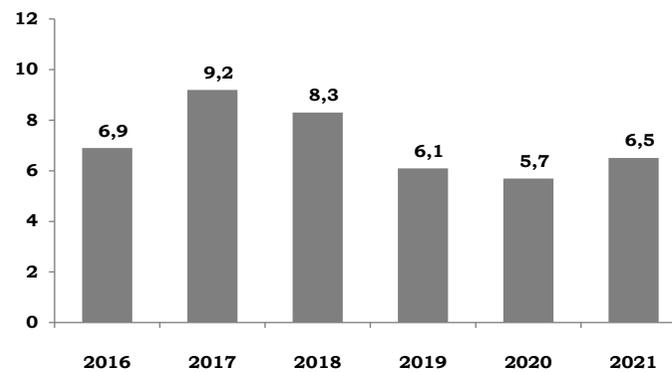
- 2021 a été marquée par une relative accélération du rythme des échanges, comparativement à 2020. Les capitaux transigés se sont accrus de 13,4% à 1,6 milliard de dinars, soit une moyenne quotidienne de 6,5MDt. Le marché des blocs continue à jouer son rôle de tremplin des échanges sur le marché. Ce compartiment du marché a cumulé des capitaux de 563,7MDt, en 2021, contre un flux de 229,9MDt, en 2020.

- L'investissement étranger a aligné une deuxième année consécutive dans le rouge. Au 31 Décembre 2021, les étrangers ont été vendeurs nets de 277,4MDt. Mais ce chiffre est à relativiser, car les ventes des étrangers (une enveloppe de 330,7MDt) intègrent la cession de 39% du capital de l'UBCI, par le Groupe BNP Paribas, au Groupe CARTE. Cette opération s'est matérialisée par deux transactions de bloc portant sur une enveloppe de 183,3MDt, valorisant l'UBCI à 470MDt. En général, cette pression vendeuse est due à la dégradation de la situation économique, à la situation alarmante des finances publiques, au manque de visibilité politique, à la poursuite du glissement du dinar et à l'embellie boursière observée dans les marchés développées et les marchés « *frontier* », autres que le marché tunisien. Tenant compte de ce qui précède, la participation étrangère dans la bourse de Tunis s'est rétractée de 2,2 points de pourcentage, en 2021, à 23,1%.

- En 2021, tous les titres négociés sur le marché alternatif ont été transférés au marché principal. On attend toujours le lancement de la nouvelle version du marché alternatif qui sera réservé aux sociétés qui ont choisi l'accès à ce marché par l'admission à la négociation de leurs titres au

moyen d'une augmentation de capital sans recours à l'appel public à l'épargne au profit d'investisseurs avertis ou dans le cadre d'une cession des participations détenues par les acteurs du capital risque au profit également d'investisseurs avertis.

Evolution du volume moyen des échanges (en MDt)



Sources: BVMT et Tunisie Valeurs

Evolution des flux nets des investisseurs étrangers (MDt)



Source: BVMT.

- Depuis Juillet dernier, la BVMT a mis en place un nouveau compartimentage du marché principal. Désormais, les émetteurs sont affectés aux compartiments du marché principal comme

suit :

**1) Le compartiment « A »** inclut les émetteurs dont la capitalisation boursière est supérieure ou égale à 200MDt.

**2) Le compartiment « B »** inclut les émetteurs dont la capitalisation boursière est inférieure à 200MDt.

**3) Le compartiment « S »** (Sous Surveillance) inclut les émetteurs qui :

i/ ne respectent pas leurs obligations en matière d'information financière.

ii/ sont touchés par des événements susceptibles de perturber durablement leur situation ou compromettre le bon fonctionnement du marché.

- Sur le marché obligataire, les banques, les compagnies de leasing et les institutions de microfinance continuent à manifester un fort appétit pour les émissions obligataires. 17 émissions obligataires, dont 10 émissions sans appel public à l'épargne, ont pu être clôturées depuis le début de l'année (du 1er Janvier au 31 Décembre 2021) pour une enveloppe totale de 581MDt (contre 21 levées pour 816,7MDt en 2020).

*« La pression vendeuse exercée par les investisseurs étrangers est due à la dégradation de la situation économique, à la situation alarmante des finances publiques, au manque de visibilité politique, à la poursuite du glissement du dinar et à l'embellie boursière observée dans les marchés développées et les marchés *frontier*, autres que le marché tunisien »*

▪ Nonobstant la morosité ambiante, l'industrie de la gestion d'actifs confirme sa pleine forme. Malgré la réduction du nombre de véhicules en activité à 115 entités, l'actif net de la gestion collective a relativement repris du poil de la bête (+2,8% à 4,8 milliards de dinars avec une collecte additionnelle nette de 130MDt).

▪ Du côté du Trésor, depuis le début de l'année, il a effectué 15 adjudications en BTA (y compris trois adjudications d'échange), ce qui lui a permis de lever 3498MDt contre un besoin annuel en BTA initialement prévu de 3000MDt. Sur le court terme, le Trésor a levé 6013,5MDt par le biais des BTCT (contre un budget annuel initialement prévu de 450MDt). Ce montant tient compte de 9 émissions exceptionnelles faites exclusivement auprès des banques, et portant sur 5819,1MDt.

▪ Outre les adjudications ordinaire et d'échange, l'Etat a mobilisé des ressources internes courant les mois de Juin, Août et Novembre par le biais d'un emprunt obligataire national émis en trois tranches. La première tranche (dont les souscriptions ont été ouvertes le 21 Juin et clôturées le 28 Juin) a permis au Trésor de lever 715,6MDt sur le marché. La deuxième tranche (dont les souscriptions ont été ouvertes le 18 août et clôturées le 24 Août) a valu au Trésor de lever une enveloppe additionnelle de 467,9MDt. Enfin, la troisième tranche (dont les souscriptions ont démarré le 3 Novembre 2021 et ont été clôturées le 12 Novembre 2021) a permis de reflouer les caisses de l'Etat d'un montant de 622,5MDt. Au total, l'emprunt national a permis de lever des fonds de 1,8 milliards de dinars pour financer le Budget de l'Etat.

Chiffres clés du marché financier	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
<b>Performance du Tunindex</b>	-0,9%	+8,9%	+14,4%	+15,8%	-2,1%	-3,3%	+2,3%
<b>Capitalisation boursière (en milliards de dinars)</b>	17,8	19,3	21,9	24,4	23,7	23,1	23,3
<b>Capitalisation boursière en % PIB</b>	21,1%	21,5%	22,7%	23,2%	20,8%	20,8%	18,5%
<b>Nombre de sociétés cotées</b>	78	79	81	82	81	80	80
<b>Volumes de transaction (en MDt)</b>	2 108	1 730	2 307	2 065	1 522	1 423	1 614
<b>Participation étrangère</b>	25,6%	24,5%	23,3%	24,9%	24,7%	25,3%	23,1%
<b>Nombre d'OPCVM en activité</b>	125	125	123	124	119	119	115
<b>Actifs gérés des OPCVM en MDt</b>	4 368	4 544	4 361	3 956	3 675	4 683	4 813

Sources: BVMT et Tunisie Valeurs

## II - Quelle stratégie d'investissement à adopter en 2022?

▪ Après une année 2021 marquée par le redémarrage de l'économie mondiale à la faveur de larges campagnes de vaccination et des mesures de soutien prises notamment par les gouvernements, le rythme de la croissance pourrait être moins vigoureux l'an prochain et inférieur aux attentes actuelles. Surtout, les trajectoires économiques pourraient continuer de diverger selon les régions en raison, principalement, de l'hétérogénéité des politiques économiques menées à travers le monde.

▪ En Tunisie, nous abordons l'année 2022 avec un certain nombre de convictions et quelques interrogations. 2022 sera l'année de l'avancement de la campagne de vaccination et celle de la poursuite de la croissance économique de rattrapage. Les questions résultent davantage de

la réponse du *policy-mix* ainsi que de l'évolution de la situation socio-économique.

▪ Certes, la relative stabilité des taux (quoique élevés), le niveau plancher des valorisations et la perspective de la poursuite de la normalisation de l'activité économique rendent les investisseurs confiants. Mais, gare aux mauvaises surprises. Un voile d'incertitude entoure encore les résultats de 2022 en raison d'une possible énième vague de contamination, notamment au nouveau variant du Coronavirus: Omicron. Par ailleurs, les répercussions du choc pandémique qui ont détérioré les conditions macro-économiques sur les deux dernières années seront encore ressentis en 2022. Toujours est-il que dans le contexte actuel, des opportunités d'investissement peuvent se présenter. Le stock picking demeure le mot d'ordre. 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 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**, **Délice Holding**, **SAH Lilas**, **Land'Or**, **UNIMED** et **Céréalis**. Ces six 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.

*« 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 »*

- A l'évidence, ces valeurs subissent les contrecoups du ralentissement de la demande mondiale et des 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 aux Groupes **One Tech**, **Euro-Cycles**, **Telnet** et à la société **New Body Line**. La manne financière des quatre valeurs, leur tournant vers l'innovation (tournant croissant vers la mécatronique pour **One Tech**, montée en puissance du vélo électrique pour **Euro-Cycles**, ciblage de l'activité « *aérospace* » pour **Telnet** et positionnement sur les produits techniques pour **NBL**), la perspective d'un rebond de leur activité dans les prochaines années et leur bonne qualité de management 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 la 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 au 30 Septembre 2021 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 année 2020 éprouvante sur fond de confinement général, 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**, **TPR** et **MPBS**. 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 2021.

#### 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. Outre la normalisation attendue des PNB à partir de 2021 en raison de la récupération du manque à gagner en termes de commissions et malgré l'élargissement attendu de la masse salariale, les banques devraient afficher une amélioration de leur capacité bénéficiaire en raison de la non-récurrence des dons au fonds pour la lutte contre le Coronavirus 1818 déboursés en 2020.

▪ Il convient de souligner que le manque de visibilité entache davantage le coût du risque à accuser en 2021 et en 2022. Ce dernier devra continuer à subir les contrecoups d'une conjoncture post-covid dégradée et d'une situation tendue au niveau de la trésorerie des entreprises. En tout état de cause, les réserves de solvabilité accumulées par les banques sur les deux dernières années, en raison des conditions de distribution de dividendes fixées par la BCT, en 2021, afin de maintenir un matelas de solvabilité, permettront aux banques d'absorber le choc de la crise.

▪ 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

rebondir dès les premiers signes de reprise. C'est en ce sens que nous continuons à choisir la **BIAT** et **Attijari Bank** à l'achat. Les multiples actuels de ces *Blue chips* intègrent la baisse de l'activité en 2020 et sous-estiment nettement la capacité de normalisation des bénéfices de ces deux 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 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 proposée, dans le cadre de l'introduction en bourse, 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 une vision globale grâce à un système d'information performant. Nous intégrons la nouvelle recrue du marché boursier, **SMART Tunisie**, dans notre portefeuille type pour 2022.

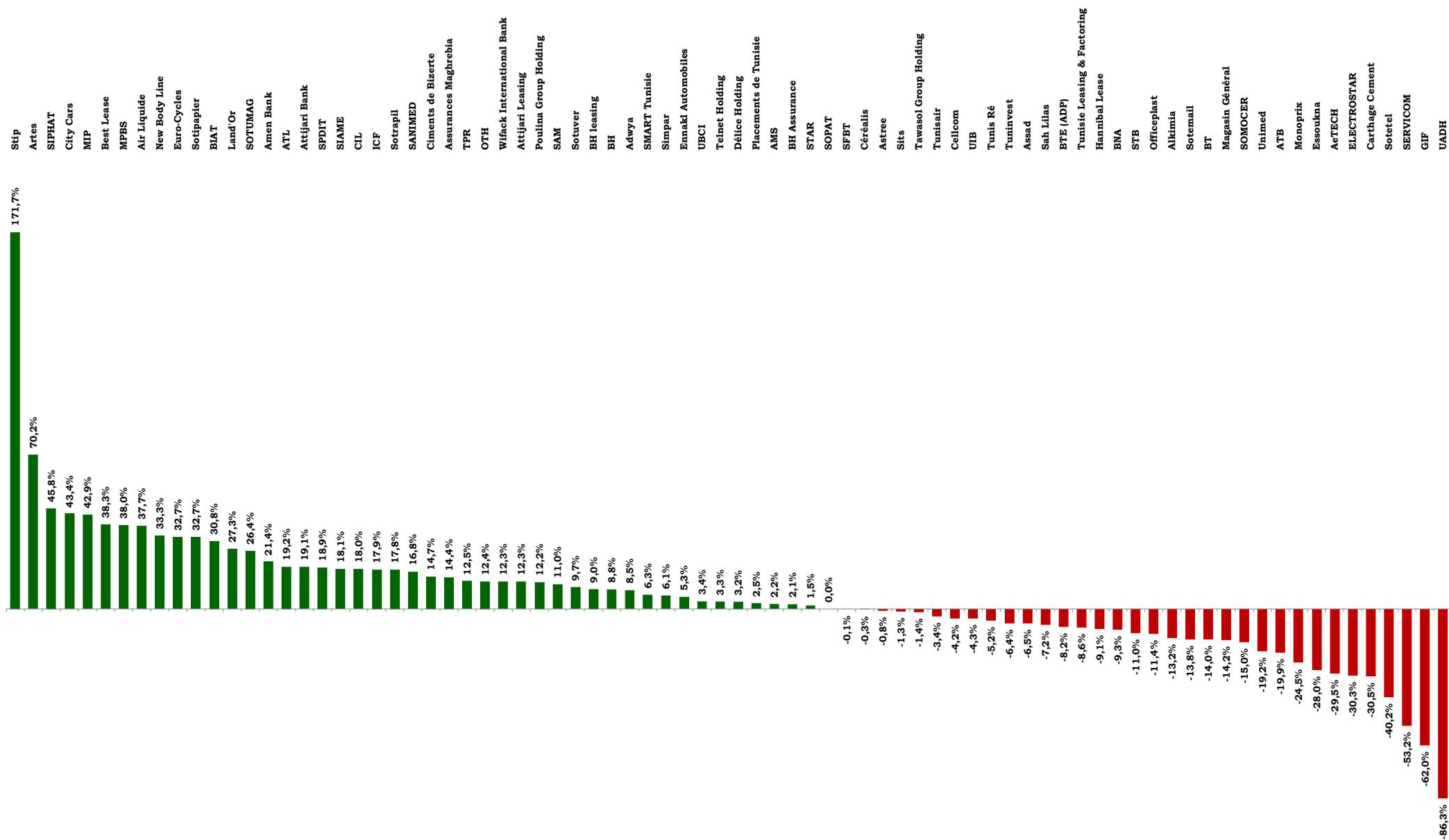
Principaux multiples du marché actions*	2019	2020	2021e
P/E	9,1x	11,1x	10,4x
Dividend yield	1,9%	4,6%	4,5%
P/B	1,4x	1,4x	1,2x

\* Calculés sur la base des cours boursiers au 3 Janvier 2022.

Sources: Estimations et calculs de Tunisie Valeurs.

*« 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 une vision globale grâce à un système d'information performant »*

## Performances annuelles des sociétés cotées au 31 Décembre 2021



Source: BVMT.