

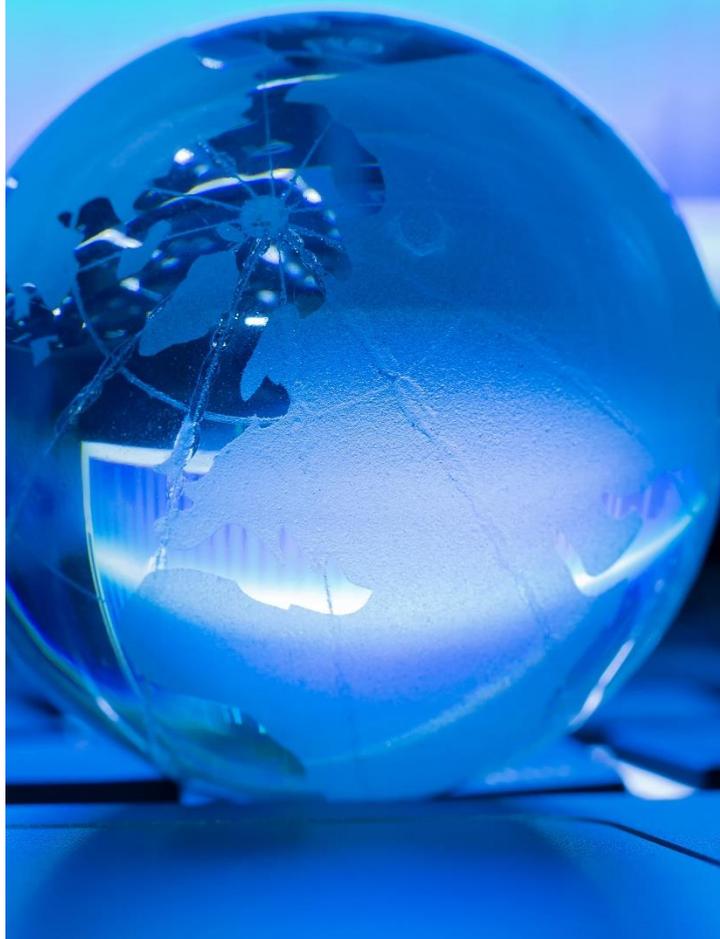
# Perspectives mondiales incertaines et contexte national tendu

---

*Stratégie portefeuille*  
**MAC**

---

**Avril 2023**



## L'EDITO

### Les perspectives économiques mondiales sont incertaines, dans un contexte caractérisé par les perturbations du secteur financier

Dans son dernier rapport sur les perspectives économiques mondiales, publié en Avril 2023, le FMI estime, qu'en surface, l'économie mondiale semble partie pour se remettre progressivement à flot après avoir subi les violentes tourmentes de la pandémie et de la guerre Russie-Ukraine. La Chine enregistre un rebond vigoureux dans le sillage de la réouverture de son économie. Les chaînes d'approvisionnement retrouvent un fonctionnement normal et les débâcles essuyés par les marchés de l'énergie et des produits alimentaires perdent progressivement en intensité.

Dans le même temps, le resserrement massif et simultané des politiques monétaires des banques centrales commence à porter ses fruits, à l'image de l'inflation, qui se réoriente vers ses niveaux cibles. D'après les nouvelles prévisions du FMI, **la croissance mondiale touchera son niveau le plus bas à 2,8 % cette année**, avant de se redresser légèrement à 3,0 % en 2024.

**L'inflation mondiale va diminuer, mais plus lentement qu'attendu initialement, passant de 8,7 % en 2022 à 7,0 % cette année puis à 4,9 % en 2024.** Cette diminution de l'inflation globale mondiale sera induite par la baisse des prix des produits de base, mais l'inflation sous-jacente (hors alimentation et énergie) diminue plus lentement. Dans la plupart des pays, l'inflation ne devrait pas revenir à son niveau cible avant 2025.

Il est à noter que l'économie regagne déjà en vigueur dans de nombreux pays émergents et pays en développement, comme en témoignent des taux de croissance bondissant de 2,8 % au quatrième trimestre 2022 à 4,5 % au quatrième semestre 2023. Le ralentissement se concentre au sein des pays avancés, en particulier la zone euro et le Royaume-Uni, où l'activité économique devrait respectivement se contracter à 0,7 % et -0,4 % au quatrième trimestre de cette année, avant de se redresser à 1,8 % et 2,0 % au quatrième trimestre de 2024.

En dépit des vents porteurs liés à la baisse des prix des denrées alimentaires et de l'énergie, et à l'amélioration du fonctionnement des chaînes d'approvisionnement, **les risques de dégradation des perspectives restent élevés en raison de l'incertitude accrue provoquée par la récente tourmente qui touche le secteur financier.**

### Projections de croissance de l'économie mondiale

Source : FMI, Avril 2023

PIB réel, variation en %	Projections		
	2022	2023	2024
<b>Production mondiale</b>	<b>3.4</b>	<b>2.8</b>	<b>3.0</b>
Pays avancés	2.7	1.3	1.4
Etats Unis	2.1	1.6	1.1
Zone Euro	3.5	0.8	1.4
Japon	1.1	1.3	1.0
Royaume Uni	4.0	-0.3	1.0
Canada	3.4	1.5	1.5
Autres pays avancés	2.6	1.8	2.2
<b>Pays émergents et en développement</b>	<b>4.0</b>	<b>3.9</b>	<b>4.2</b>
Chine	3.0	5.2	4.5
Inde	6.8	5.9	6.3
Russie	-2.1	0.7	1.3
Brésil	2.9	0.9	1.5
Arabie saoudite	8.7	3.1	3.1
Afrique subsaharienne	3.9	3.6	4.2

### Ralentissement de la croissance économique nationale en 2022 et persistance de l'inflation

Les chiffres publiés par l'Institut National des statistiques – INS- au quatrième trimestre 2022 font ressortir **un ralentissement de la croissance de l'économie nationale à + 1.6%** au lieu de +2.9% durant la même période une année auparavant, et +2.6% le trimestre précédent. Ceci étant, la croissance économique pour toute l'année 2022 s'est établie à 2.4% légèrement supérieure aux prévisions initiales portée essentiellement par les bonnes performances au niveau des services marchands et par la contribution positive des industries manufacturières.

En effet cette évolution s'explique, en partie, par l'amélioration de l'activité **des industries manufacturières destinées à l'exportation**, notamment, la branche du textile, de l'habillement et du cuir (+14%) et les industries mécaniques et électriques (+8%) et ce, en dépit de l'impact de la crise russo-ukrainienne sur l'activité de la Zone Euro, outre les problèmes persistants au niveau des chaînes d'approvisionnement à l'échelle mondiale. Également, la valeur ajoutée de l'hôtellerie, de cafés et de restauration a marqué un fort accroissement de 21.4%.

Pour sa part, le secteur de l'agriculture et de la pêche a enregistré, au cours de 2022 une reprise qui s'est traduite par une hausse de sa valeur ajoutée de 2% contre une contraction de 2.5% un an plus tôt, en relation, principalement, avec l'accroissement de la production de l'huile d'olive. En revanche, la production des industries extractives a été marquée par une forte contraction qui a touché, essentiellement, les secteurs des mines (-0.5%) et de l'extraction du pétrole et du gaz naturel (-10.5%), alors que la valeur ajoutée du secteur de la construction a baissé de 9.9%.

La conjoncture actuelle **marquée par la persistance de la flambée des prix** aurait ainsi négativement impacté la demande intérieure. En effet, l'inflation fait preuve d'une redoutable ténacité comme en atteste les derniers chiffres de Mars qui révèlent un IPC en hausse de +10,3%. Cette orientation est d'autant plus inquiétante qu'elle concerne les biens et services de bases à savoir l'alimentation (+15.7%) et les transports (+11.4%), affectant ainsi considérablement le pouvoir d'achat des ménages tunisiens. Tout en demeurant entourées de fortes incertitudes, **la BCT estime que les perspectives de l'inflation laissent entrevoir une certaine détente à partir du deuxième semestre 2023**, mais demeureraient à des niveaux historiquement élevés.

Dans ce sillage et sur la base des données disponibles en date du 22 mars 2023, la BCT note que les perspectives de l'activité pour 2023 demeurent tributaires du redressement de la demande extérieure ainsi que d'un ensemble de facteurs internes, ayant trait, particulièrement, à la situation des finances publiques, à l'accélération de l'inflation et à la persistance du stress hydrique.

Au registre du commerce extérieur, le premier trimestre 2023, a été marqué par une augmentation de 10.9% des exportations (vs 26.2% au 1T2022) et une hausse de 5.5% des importations par rapport au dernier trimestre de 2022 (vs 29.6% au 1T2022). En conséquence, **le déficit commercial s'est allégé** pour s'établir à un niveau de -3 846,2 MD contre -4 369,8 MD durant le premier trimestre de l'année 2023. Le taux de couverture a gagné 3,9 points par rapport à la même période de l'année 2022 pour s'établir à 80,2%.

## Overview de l'économie nationale

### Ralentissement du profil de croissance

Evolution et projection de la croissance du PIB



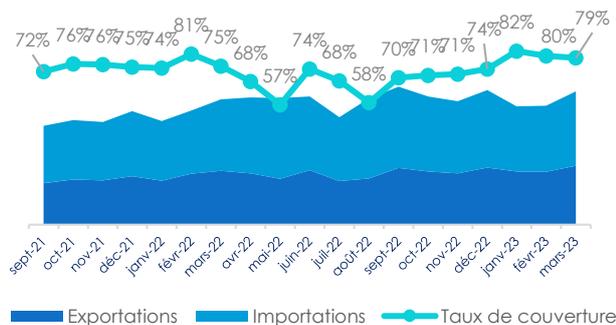
### Accélération du PIB en séquentiel en 2022

Evolution trimestrielle du PIB



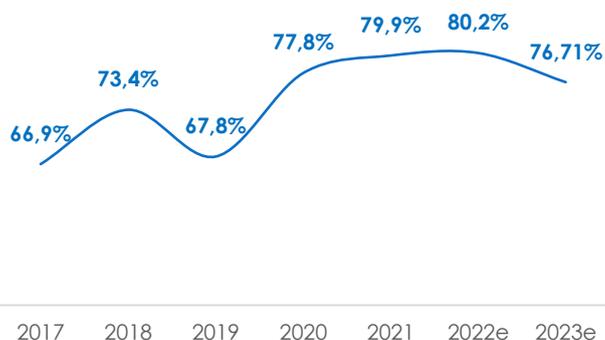
### Creusement du déficit des échanges extérieurs

Evolution mensuelle de la balance commerciale



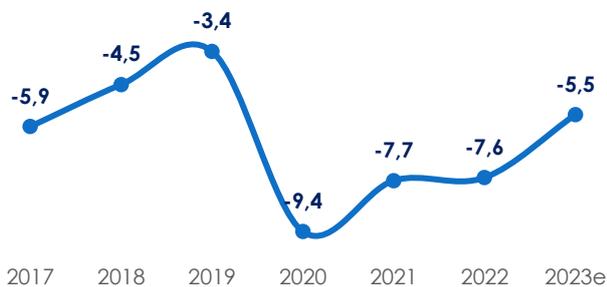
### Hausse du ratio dette/PIB

Evolution du taux d'endettement



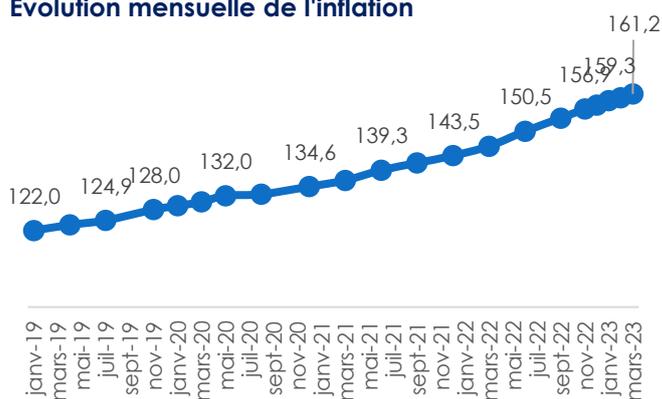
### Atténuation du déficit budgétaire en 2023

Evolution et projection du déficit budgétaire



### Accélération de l'inflation

Evolution mensuelle de l'inflation



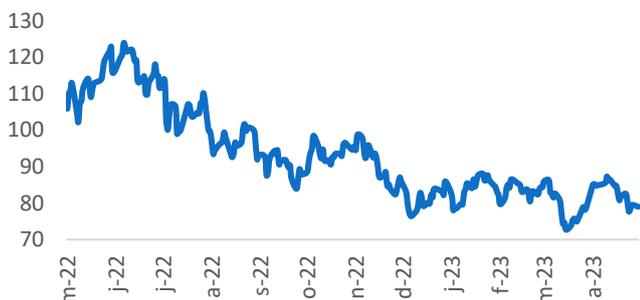
### Baisse des réserves de change

Agrégats	En millions de DT	Var
Réserves de change	22 086	-9%
En jours d'importation	96j	-35J
Recettes du tourisme	1180.6	+60%
Recette des transferts des TRE	2339.6	+7%
Service de la dette Extérieure	2651.4	-11%

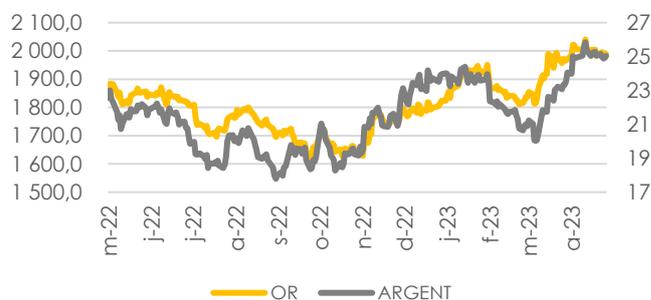
Source : BCT en date du 26/04/2023, Var sur une année

## Change et matières premières

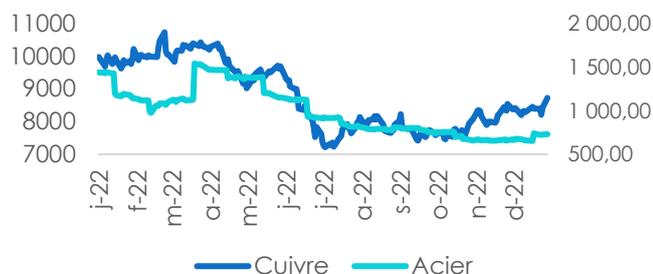
**Evolution du cours du pétrole Brent (USD/Baril)**



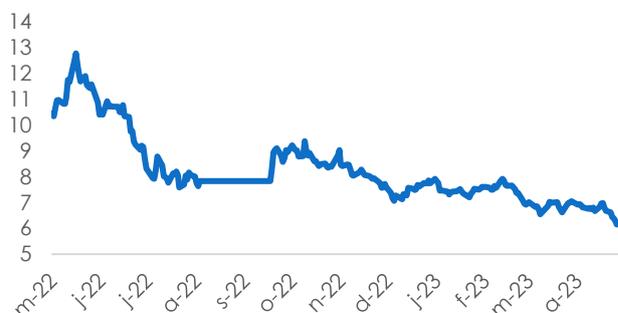
**Evolution du cours des métaux précieux (once/US\$)**



**Evolution de cours des métaux de base (US\$)**



**Evolution du cours du Blé ( en US\$)**



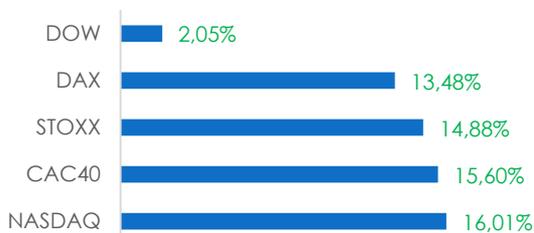
**Evolution du prix des commodities en 2023**

	Cours au 28/04/2023	YTD
Pétrole Brent (USD/baril)	79,51	-7.95%
Or (Once en USD)	1 989,1	+8.89%
Argent (Once en USD)	25,03	+3.21%
Cuivre (USD/Tonne)	8 569,85	+2.09%
Blé (EU/Tonne)	6,19	-22.00%

**Evolution des paires de devises en 2023**

	Cours au 02/05/2023	YTD
EUR/USD	1,095	+2.45%
EUR/GBP	0,879	-0.66%
EUR/YEN	150,638	7.27%
TND/USD	3,0412	-2.2%
TND/EUR	3 ,3548	1.3%
TND/YEN	22,6843	-2.7%

**Performance des principaux indices mondiaux (2023)**



**Principaux taux directeurs et inflation**

Pays	Taux directeur	Taux d'inflation
Egypte	18.25%	32.7%
Brésil	13.75%	4.65%
Mexique	11.25%	6.85%
Turquie	8.50%	50.51%
Tunisie	8.00%	10.3%
Russie	7.50%	3.5%
Afrique du Sud	7.75%	7.1%
Inde	6.50%	5.66%
Arabie Saoudite	5.50%	2.7%
USA	4.75%	5.0%
Chine	3.65%	0.7%
GB	4.25%	10.1%
Zone Euro	3.5%	6.9%
Maroc	3.0%	8.2%

**Performance des principaux indices arabes (2023)**

en date du 27/04/2023



Avril 2023, [countryeconomy.com](http://countryeconomy.com)

## La bourse de Tunis

### Performance de la bourse de Tunis (en date du 28/04/2023)

Indices	Tunindex	Tunindex 20
Sur 1 mois	2,26%	2,57%
Sur 3 mois	-0,86%	-1,96%
Sur 6 mois	1,03%	0,11%
Sur 1 an	17,09%	19,54%
YTD	2,08%	1,73%

### TOP 5 des indices sectoriels

Indices sectoriels	Points	Perf. YTD
Indice des Services Financiers	8 177,05	18,93%
Indice Matériaux de Base	4 319,58	8,29%
Indice des Sociétés Financières	6 098,57	5,47%
Indice des Banques	5 691,26	5,21%
Indice des Assurances	13 304,16	-0,14%

### Principaux volumes depuis le début de l'année

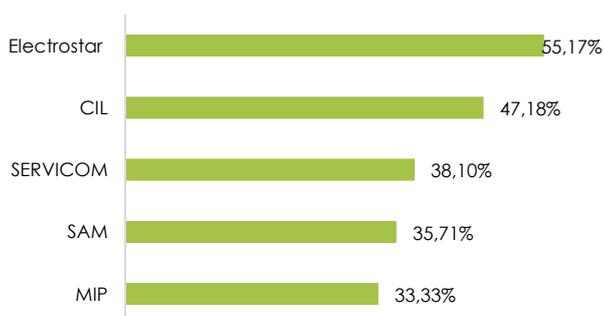
Valeur	Capitaux traités en MDT	Central	Bloc
Sotipapier	190,4	41,5	148,9
BIAT	97,8	94,3	3,5
Amen Bank	33,8	33,8	
SFBT	29,4	11,8	17,6
SMART Tunisie	26,2	26,2	
Attijari Bank	25,2	25,2	
SAH	22,1	22,1	
Maghreb Vie	14,7	6,6	8,1

En date du 28/04/2023

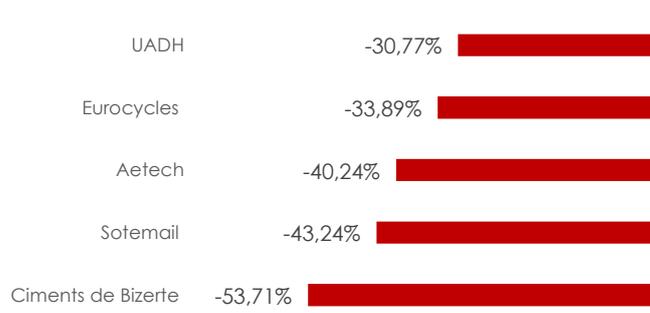
### Statistiques Volumétriques

en Mdt	avr.-23	avr.-22	Var.
Volume global	596,0	383,3	55,5%
Volume global/j	7,2	4,6	57,4%
Marché central	353,4	378,9	-6,7%
Marché des blocs	242,6	4,4	5405,2%

### Palmarès des hausses en 2023



### Palmarès des plus fortes baisses en 2023



## MAC SA, portefeuille de conviction

Perf. Y-T-D PTF MAC : **+4.9%**

PER 2022E : 12.9x

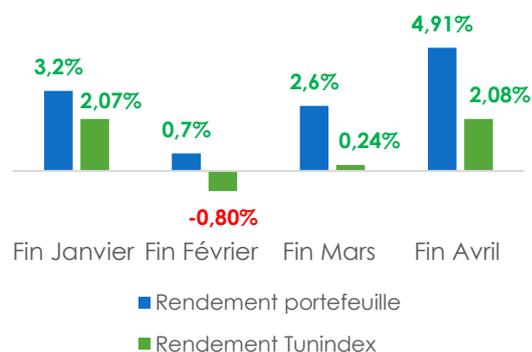
D/Y 2022E : 5.5%

### Un portefeuille résilient

Dans la tendance haussière, le portefeuille de MAC SA a surperformé le marché avec un rendement YTD de 4.9%, faisant ainsi preuve d'une meilleure résilience que son benchmark le Tunindex (+2.1%) et le Tunindex 20 (+1.73%). En termes de valorisation, le portefeuille MAC traite à 12.9x (vs. 10,4x pour le Tunindex) ses bénéfices prévisionnels en 2022E et affiche un D/Y de 5.5. (vs. 5.2% pour le Tunindex).

Perf. Y-T-D TUNINDEX : **+2.1%**

### Performance mensuelle cumulée du portefeuille vs Tunindex

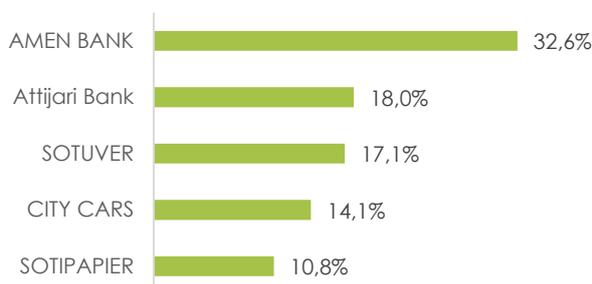


Pondération	Valeur	Cours au 28/04/2023	Capitalisation (MDT)	P/E 2022e	P/BV 2022e	Div Yield 2022e	Perf. YTD
12%	AMEN BANK	34,75	920,2	6,0	0,7	5,9%	32,6%
10%	SAH	9,88	807,0	18,8	2,6	2,1%	8,6%
10%	SFBT	12,99	3 215,0	12,5	2,8	5,7%	-3,7%
8%	Attijari Bank	39,60	1 613,4	8,2	1,6	10,1%	18,0%
5%	UIB	22,80	742,4	5,6	0,8	3,5%	-5,0%
5%	BIAT	94,00	3 355,8	10,7	1,7	6,2%	6,8%
5%	One Tech Holding	7,48	601,4	43,6	1,7	3,1%	6,1%
5%	PGH	7,48	1 346,4	20,5	1,4	4,0%	-14,8%
5%	DELICE HOLDING	12,10	664,4	9,1	1,9	3,1%	-6,1%
5%	Euro-cycles	16,99	166,5	8,8	2,6	5,9%	-33,9%
5%	SOTUVER	10,19	400,0	15,6	4,2	3,9%	17,1%
5%	SOTIPAPIER	7,40	208,6	8,1	2,4	6,4%	10,8%
5%	Carthage Cement	1,76	604,8	15,1	2,9	0,0%	-7,4%
5%	T.P.R	4,59	229,5	10,0	1,6	7,2%	10,3%
4%	CITY CARS	12,21	219,8	6,9	2,5	10,2%	14,1%
3%	TUNISIE LEASING	10,34	111,7	5,4	0,5	8,2%	10,0%
3%	Maghreb Vie	6,42	160,5	9,9	1,4	4,5%	3,6%
<b>Portefeuille</b>			<b>15 367</b>	<b>12,9</b>	<b>2,0</b>	<b>5,5%</b>	<b>4,9%</b>
<b>Tunindex</b>			<b>24 067</b>	<b>10,4</b>	<b>1,4</b>	<b>5,2%</b>	<b>2,1%</b>

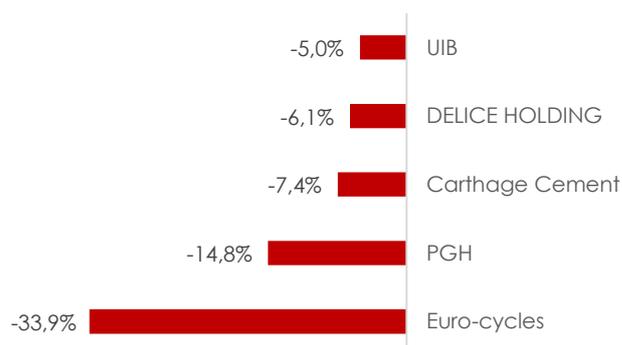
Dans un marché timidement haussier, la majorité de notre sélection (11 valeurs) ont affiché une performance positive depuis le début de l'année dont 7 valeurs avec une évolution à deux chiffres depuis le début de l'année.

A contrario, 6 valeurs seulement du portefeuille ont été en baisse et notamment : Euro-cycles (-33.9%) et PGH (-14.8%).

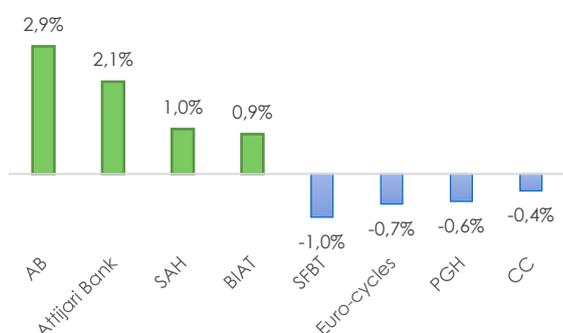
## Les Top performers du portefeuille MAC à fin Avril 2023



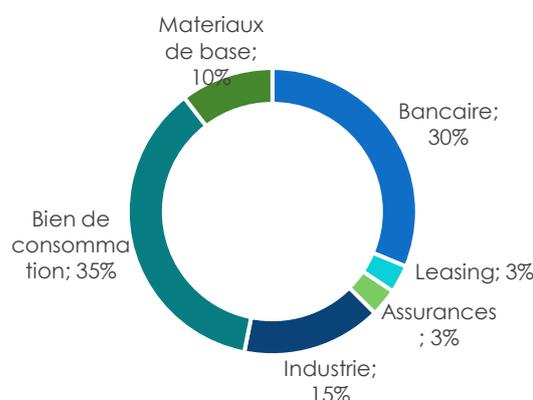
## Les plus importantes baisses à fin Avril 2023



## Principaux contributeurs à la performance du portefeuille à fin Avril 2023



## Répartition sectorielle du portefeuille à fin Avril 2023



## Réalizations fondamentales des valeurs composant le portefeuille

En MDT	Produit Net Bancaire			Résultat net			Produit net bancaire		
	2021	2022	Var	2021	2022	Var	1T2022	1T2023	Var
Amen Bank	454,2	494,9	<b>8,9%</b>	129,7	154,9	<b>19,5%</b>	119,4	133,4	<b>11,7%</b>
Attijari Bank	522,5	575,3	<b>10,1%</b>	160,0	186,1	<b>16,3%</b>	136,7	159,7	<b>16,8%</b>
UIB	442,8	490,9	<b>10,8%</b>	81,4	132,2	<b>62,4%</b>	115,1	125,3	<b>8,9%</b>
BIAT	1015,5	1267,1	<b>24,8%</b>	266,8	299,7	<b>12,3%</b>	295,3	357,3	<b>21,0%</b>
	Produit Net de Leasing			Résultat net			Produit net de leasing		
	2021	2022	Var	2021	2022	Var	1T2022	1T2023	Var
Tunisie Leasing	59,0	67,7	<b>14,7%</b>	8,7	17,4	<b>101,1%</b>	15,4	16,8	<b>9,4%</b>
	Primes émises			Résultat net			Primes émises		
	2021	2022	Var	2021	2022	Var	1T2022	1T2023	Var
Maghreb Vie	91,8	103,3	<b>12,6%</b>	9,2	12,6	<b>37,1%</b>	28,1	30,1	<b>7,4%</b>
	Chiffre d'affaires			Résultat net			Chiffre d'affaires		
	2021	2022	Var	2021	2022	Var	1T2022	1T2023	Var
SAH	670,5	862,9	<b>28,7%</b>				181,7	218,1	<b>20,0%</b>
SFBT	730,5	813,1	<b>11,3%</b>	223,0	232,5	<b>4,2%</b>	153,7	147,2	<b>-4,2%</b>
OTH	905,1	1 046,8	<b>15,7%</b>	30,7	13,8	<b>-55,1%</b>	257,7	300,5	<b>16,6%</b>
PGH	2 882,6	3 164,5	<b>9,8%</b>	93,3	65,8	<b>-29,5%</b>	916,6	976,8	<b>6,6%</b>
Délice Holding	1 186,2	1 284,2	<b>8,3%</b>				302,8	357,3	<b>18,0%</b>
Eurocycles	148,1	161,4	<b>9,0%</b>	21,6	17,0	<b>-21,3%</b>	37,2	23,6	<b>-36,6%</b>
SOTUVER	107,6	160,0	<b>48,7%</b>				36,2	36,9	<b>2,2%</b>
SOTIPAPIER	127,4	159,4	<b>25,1%</b>	18,6	25,9	<b>39,2%</b>	39,3	32,8	<b>-16,5%</b>
Carthage Cement	326,0	367,0	<b>12,6%</b>				83,9	113,0	<b>34,6%</b>
TPR	157,4	212,4	<b>35,0%</b>	19,4	22,9	<b>17,7%</b>	42,7	50,9	<b>19,2%</b>
City Cars	332,3	331,8	<b>-0,1%</b>				46,3	69,7	<b>50,5%</b>

Afin de préserver la surperformance de notre portefeuille, nous procédons à des remaniements afin de tirer profit des nouvelles opportunités de marché notamment :

- Le retrait d'Euro-cycles du portefeuille
- L'introduction de l'ATB à hauteur de 5%
- Le renforcement de valeurs à potentiel Maghreb Vie (de 3 à 8%)
- L'allégement de certaines positions à potentiel consommé City Cars (-1%), Tunisie leasing (-1%) et Attijari Bank (-3%).

Valeurs	Drivers	Warning
<p><b>ATB</b></p> <p>le creux de la vague dépassé</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La banque bénéficie toujours du soutien de son actionnaire de référence l'Arab Bank financièrement et techniquement.</li> <li>• La banque a renoué en 2022 avec les bénéfices après une année 2021 déficitaire, une première dans l'histoire de la banque</li> <li>• En termes de ratios prudentiel, la banque affiche des taux légèrement supérieurs aux seuils réglementaires (Un ratio de liquidité de 105.52% vs un minimum de 100%, un ratio tier one de 7.85% (vs 7% requis) et un ratio de solvabilité de 11,84% vs un taux réglementaire de 10%).</li> <li>• La mise en place d'une nouvelle stratégie 2022-2026, orientée vers l'amélioration de la qualité des services, le lancement de nouveaux produits, le renforcement des fondamentaux financiers organisationnels et le développement du système d'information.</li> <li>• Un niveau de multiple capitaux propres de 0,5x très attractif comparé aux autres banques privées dont le niveau est proche ou dépasse le niveau de 1x.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Un effort de consolidation des fonds propres reste nécessaire pour améliorer les ratios réglementaires</li> <li>• Une qualité des actifs encore problématique avec un taux de CDL élevé de 13,54% en 2022.</li> </ul>
<p><b>Euro-cycles</b></p> <p>Une situation tendue qui devrait se poursuivre jusqu'en 2024</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Malgré une performance commerciale ralentie et une capacité bénéficiaire atténuée, Euro-cycles affiche des fonds propres en progression (59.4 Mdt en 2022 vs 57.3 Mdt en 2021), un fonds de roulement positif, un niveau de rentabilité élevée avec un taux de marge nette de plus de 10.6% en 2022, une politique de distribution de dividende récurrente et généreuse avec un payout attendu en 2022 de 57.34% (soit 1Dt par action).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• La situation difficile d'Euro cycles enregistrée à partir du second semestre de 2022 se poursuit en 2023 qui sera encore une année difficile pour euro-cycles avec un repli de 38.5% du CA, 38.1% du volume des ventes et 41.2% du résultat net à 10 Mdt.</li> <li>• Selon les estimations du management, dans les conditions actuelles du marché, la société devrait retrouver sa vitesse de croisière à partir de 2025.</li> </ul>