

# MAC Info

---

*Rétrospectives 2019 et visions 2020!*



## SOMMAIRE

### **Economie Mondiale**

Un ralentissement synchronisé en 2019 avant une légère reprise en 2020

### **Conjoncture économique nationale**

Encore une année 2019 morose

### **Budget de l'Etat pour 2020**

Dans la continuité !!!!

### **Revue obligataire**

Les émissions publiques et privées

### **Flash Bourse**

Rétrospective boursière en 2019 et vision 2020

# Economie Mondiale

## Un ralentissement synchronisé en 2019 avant une légère reprise en 2020

Après deux années de croissance solide, l'économie mondiale devrait subir en 2019 un retour en arrière à ses niveaux de 2009. Ce ralentissement est affecté par une incertitude politico-économique mondiale persistante, les tensions commerciales sino-américaines et les effets négatifs de politiques monétaires trop accommodantes.

### Le rythme de la croissance mondiale ralentit

- Selon le FMI, la croissance mondiale a de nouveau été révisée à la baisse pour 2019, à 3%, soit son rythme le plus lent depuis la crise financière mondiale. Il s'agit d'un sérieux recul par rapport aux 3,8% de 2017, année où l'économie mondiale connaissait un redressement synchronisé.
- Pour l'OCDE et la Banque Mondiale, les prévisions sont un peu moins optimistes et la croissance mondiale devrait passer, en 2019, sous la barre des 3% pour chuter à 2,9% et 2,6% respectivement, et devrait rester pratiquement stable à 3% en 2020 (2,7% pour l'institution de Breton Wood).
- Dans ce contexte, les investissements à l'échelle internationale sont quelque peu au ralenti, et le commerce mondial manque également de tonus comme le montre le graphique ci-dessous.
- Au cœur de ce ralentissement, les différends entre certains acteurs qui occupent une place prépondérante sur le marché mondial. D'une part, les complications récentes entre les États-Unis et la Chine, sur plusieurs aspects de leurs échanges, touchent de manière importante plusieurs autres pays dont les économies sont intimement imbriquées à celles des deux géants (Canada, Mexique etc...). D'autre part, les tiraillements entre l'Union européenne et le Royaume-Uni sur le dossier du Brexit ne sont pas de nature à rendre plus fluides les transactions dans cette région.
- Ces tensions ont accru les incertitudes entourant l'avenir du système commercial mondial et, plus globalement, de la coopération internationale, avec des répercussions négatives sur la confiance des chefs d'entreprise, les décisions d'investissement et le commerce mondial.

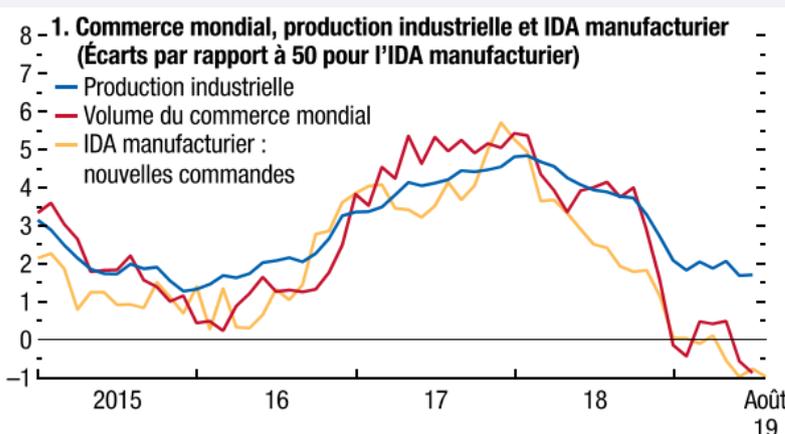
• D'ailleurs, ce contexte tendu a incité les entreprises à limiter ou à reporter leurs achats de biens d'équipement. Cette baisse de la demande en produits intermédiaires, qui représentent la moitié des échanges dans le monde, a pesé sur le commerce mondial, dont la croissance n'a pas dépassé 1% au premier semestre 2019, son rythme le plus faible depuis le premier semestre 2012.

### Baisse de la production industrielle dans les pays avancés

- En 2019, la croissance devrait être nettement inférieure à celle de 2017-18 dans la **zone euro**, en **Amérique du Nord** et dans les petits pays avancés d'Asie. Ce fléchissement de la croissance s'explique dans une large mesure par un ralentissement généralisé de la production industrielle dû à une diminution de la demande extérieure (y compris de la part de la Chine), par l'aggravation des répercussions mondiales des tensions commerciales et des incertitudes sur la confiance et l'investissement, et par un ralentissement marqué de la production automobile mondiale, qui affecte tout particulièrement l'Allemagne. D'ailleurs, le secteur automobile, qui a dû s'adapter à de nouvelles normes d'émission de CO2 en Chine et dans l'Union européenne, a vu ses ventes mondiales baisser de 3% l'année dernière.
- La croissance **américaine** s'est poursuivie grâce au dynamisme de sa demande intérieure et à la vigueur de son marché de l'emploi. Elle devrait atteindre 2,4% en 2019 avant de décélérer à 2,1% l'année suivante.

### LES FORCES EXPLIQUANT LE RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE MONDIALE

- Le retour à un rythme d'expansion plus normal aux États-Unis ;
- l'affaiblissement de la demande extérieure et les perturbations associées à la mise en œuvre de nouvelles normes d'émission pour les automobiles en Europe, en particulier en Allemagne ;
- une dégradation des conditions macroéconomiques imputable en grande partie à des facteurs très spécifiques dans un groupe de pays émergents importants tels que le Brésil, le Mexique et la Russie ;
- un fléchissement de la croissance chinoise en raison de l'indispensable renforcement de la réglementation financière et des conséquences des tensions commerciales avec les États-Unis ;
- un affaiblissement de la demande chinoise et une montée de l'incertitude mondiale en matière de politique commerciale qui pèse sur les pays d'Asie de l'Est ;
- un ralentissement de la demande intérieure en Inde ;
- et le spectre d'un éventuel Brexit sans accord qui assombrit les perspectives au Royaume-Uni et, plus largement, dans l'Union européenne.



Source : FMI, Octobre 2019

« En 2019, la croissance mondiale sera la plus faible depuis la crise financière avec des risques qui continuent de monter ».

### Les pays émergents soutiennent la croissance

- Les pays émergents responsables d'une part de la baisse de la croissance pour 2019 et qui assureront la majorité de la reprise attendue en 2020 sont ceux qui ont été confrontés à de fortes tensions ou dont les résultats ont été moins bons que par le passé. Plus particulièrement, l'Argentine, l'Iran, la Turquie et le Venezuela, ainsi que des petits pays touchés par des conflits, tels que la Libye et le Yémen, ont connu ou continuent de connaître de très grandes difficultés macroéconomiques.
- D'autres grands pays émergents, dont l'Arabie saoudite, le Brésil, le Mexique et la Russie, devraient présenter en 2019 une croissance ne dépassant pas 1%, bien en deçà de leur moyenne historique. En Inde, la croissance s'est tassée en 2019 en raison d'incertitudes en matière de réglementation des entreprises et de l'environnement.

### La Chine est entrée dans une phase de ralentissement structurel

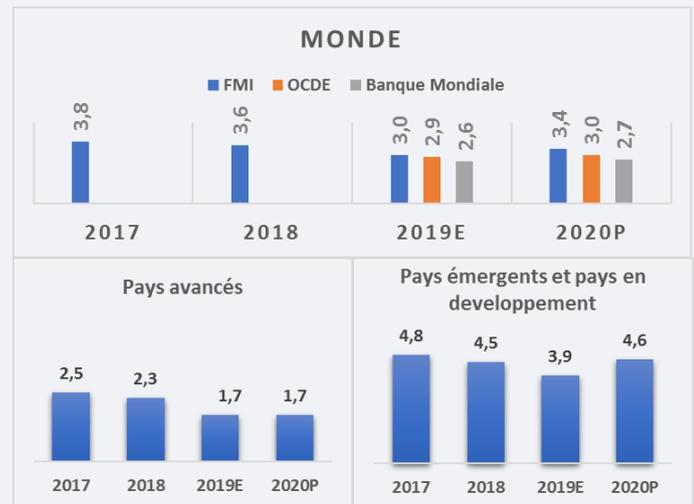
- La croissance s'est également amoindrie en Chine, et le FMI estime que « la Chine est entrée dans une phase de *ralentissement structurel* ». La première économie d'Asie devrait enregistrer une croissance de 6,1 % en 2019 et de 5,8 % l'année prochaine, en dessous des dernières prévisions d'avril, en raison d'une baisse de ses exportations et de l'assainissement de son secteur financier menacé par l'explosion de la dette.
- Si le secteur manufacturier est en perte de vitesse, les services, qui représentent une plus grande part de l'économie, tiennent bon dans l'ensemble. L'activité des services, dont les échanges sont moins soumis aux aléas du commerce mondial, a bien résisté, permettant au marché de l'emploi de conserver son dynamisme et aux salaires d'augmenter dans les économies avancées. Ce cercle vertueux entre production du secteur des services, emploi et confiance des consommateurs a soutenu la demande intérieure dans plusieurs pays avancés.

### Croissance du PIB dans les grandes économies

En %	Prévisions FMI		Prévisions OCDE	
	2019e	2020p	2019e	2020p
France	1,2	1,3	1,3	1,2
Allemagne	0,5	1,2	0,5	0,6
Italie	0,0	0,5	0,0	0,4
Grande Bretagne	1,2	1,4	1,0	0,9
USA	2,4	2,1	2,4	2,0
Chine	6,1	5,8	6,1	5,7
Russie	1,8	2,5	1,2	1,8
Turquie	0,2	3,0	-1,0	3,0
Japon	0,9	0,5	0,8	0,7
Inde	6,1	7,0	7,5	7,5
Brésil	0,9	2,0	1,5	2,5
Mexique	0,4	1,3	1,7	2,0
Arabie Saoudite	0,2	2,2	1,7	3,1
Iran	-9,5	0,0	-4,5	0,9

« Une légère reprise en 2020 qui ne sera pas généralisée et sera précaire avec des risques considérables pesant sur les perspectives »

### Croissance du PIB en % (Source FMI)



« Guerre commerciale sino américaine, ralentissement économique en Europe et en Chine, incertitudes liées au Brexit, fortes tensions dans les pays émergents, ... à l'origine du ralentissement économique mondial »

### Une croissance sans grande vigueur en 2020

- En 2020, la croissance mondiale devrait s'améliorer légèrement pour atteindre 3,4%, ce qui correspond à une révision à la baisse de 0,2% des projections antérieures du FMI (Avril 2019). Pour les autres institutions internationales, les prévisions sont moins optimistes (3% pour l'OCDE et 2.7% pour la banque mondiale). Ceci étant, elles s'accordent toutes sur une légère reprise en 2020 et contrairement au ralentissement synchronisé de 2019, elles prévoient une reprise qui ne sera pas généralisée et sera précaire. La croissance des pays avancés devrait ralentir pour s'établir à 1,7% en 2019 et 2020 (1.5% pour la BM), tandis que celle des pays émergents et des pays en développement devrait s'accélérer, passant de 3,9 % en 2019 à 4,6 % en 2020. Cette dernière s'explique pour moitié par une reprise ou une récession moins forte dans des pays émergents en difficulté, comme la Turquie, l'Argentine et l'Iran, et pour le reste par une reprise dans des pays où la croissance a considérablement ralenti en 2019 par rapport à 2018, comme l'Arabie saoudite, le Brésil, l'Inde, le Mexique et la Russie.
- Dans la zone euro, les perspectives tablent sur un rythme de 1,4 % environ pour la période 2020-21, le ralentissement des échanges et de la demande intérieure pesant sur l'activité malgré la poursuite des mesures de soutien monétaire.
- Les États-Unis, qui connaissent l'un des cycles de croissance les plus longs de leur histoire, devraient se replier à 2.1% en 2020 (2% pour l'OCDE et 1.7% pour la Banque Mondiale).
- Dans l'ensemble, les nuages continuent de s'accumuler pour l'ensemble des principales économies mondiales, notamment pour la zone euro et surtout pour les grands pays émergents qui subissent le ralentissement de la Chine avec une chute de leurs exportations de matières premières.
- Selon le FMI, « les risques pesant sur les perspectives du scénario de référence sont considérables ». Si les difficultés ne s'estompent pas dans un petit nombre de pays émergents et pays en développement qui sont actuellement en sous régime ou soumis à de très fortes tensions, la croissance mondiale en 2020 n'atteindra pas les chiffres du scénario de référence. Une accentuation des tensions commerciales et de l'incertitude qui en découle pourrait aussi fragiliser la croissance par rapport aux projections de référence.

## Les prix de l'énergie et des métaux devraient continuer à baisser en 2020

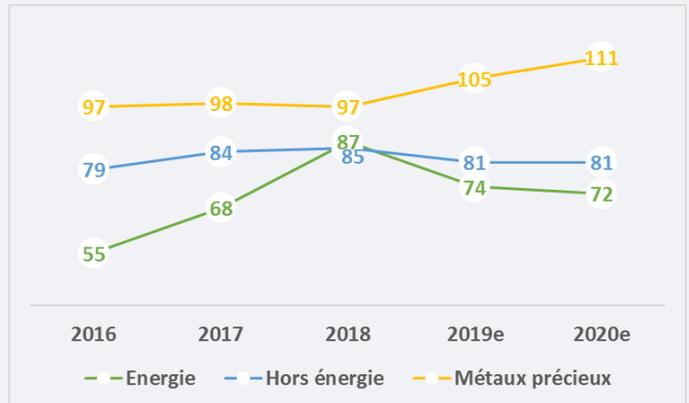
- Dans un contexte de détérioration de la croissance mondiale et le relâchement de la demande en découlant presque tous les principaux indices des prix des produits de base ont chuté au troisième trimestre de 2019, principalement du côté de l'énergie, qui a chuté de plus de 8% (QoQ).
- Les tensions commerciales et la faiblesse du commerce mondial, et de la production industrielle ont pesé sur la demande de matières premières.
- En ligne avec les révisions à la baisse des perspectives de croissance mondiale, la plupart des prévisions de prix des matières premières ont été également révisés à la baisse. Les prix du pétrole brut devraient se situer en moyenne à 60 USD / bl en 2019 et à 58 USD / bl en 2020 soit un niveau inférieur de 6 et 7 dollars respectivement par rapport aux prévisions de la Banque Mondiale du mois d'avril dernier.

**« Pour 2020, la plupart des prévisions de prix des matières premières ont été révisées à la baisse »**

- Alors que la croissance de la production de pétrole a ralenti, la faiblesse de la demande a été plus sévère. Les attentes de croissance de la demande ont été à plusieurs reprises révisées à la baisse et sont maintenant autour de 1%, ou 1 million de barils par jour - le taux de croissance le plus faible depuis 2012.
- Les prix hors énergie devraient aussi chuter en 2019 avant de se stabiliser en 2020, mais les prix des métaux devraient être plus bas l'année prochaine. Selon la Banque mondiale, ceux-ci devraient perdre 5 % en 2019 et continuer de décliner l'année prochaine sous l'effet du ralentissement de la demande mondiale. Par contre, les prix des métaux précieux devraient continuer à progresser en 2020 dans un contexte d'incertitudes grandissantes au niveau mondial et de politiques monétaires accommodantes», a prévenu la Banque mondiale.
- Les prix agricoles devraient se stabiliser en 2020 après la baisse attendue en 2019, suite à la réduction des plantations agricoles. Ceci étant, un assouplissement des tensions commerciales pourrait entraîner à la hausse les prix de certains produits agricoles, comme le soja et le maïs, tandis que la baisse des prix énergétiques pourrait réduire le coût du carburant et des engrais, et pourrait ainsi contribuer à une diminution du prix des cultures fortement consommatrices d'énergie telles que les oléagineux.

### Indice des Prix ( 2010=100)

(Source Banque Mondiale octobre 2019)



### Prix des principales matières premières

(Source Banque Mondiale, Octobre 2019)

Matière Première	Unité	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e
<b>Energie</b>							
Pétrole Brut, moy	\$/baril	50,8	42,8	52,8	68,3	60,0	58,0
Gaz Naturel, Europe	\$/mmbtu	6,8	4,6	5,7	7,7	4,5	4,5
<b>Métaux et minéraux</b>							
Aluminium	\$/mt	1 665	1 604	1 968	2 108	1 790	1 760
Cuivre	\$/mt	5 510	4 868	6 170	6 530	6 010	6 150
Minerai de fer	\$/dmt	55,9	58,4	71,8	69,8	92,2	81,3
<b>Métaux précieux</b>							
Or	\$/toz	1 161	1 249	1 258	1 269	1 390	1 470
Platinum	\$/toz	1 053	987	948	880	860	890
Argent	\$/toz	15,7	17,5	17,1	15,7	16,2	17,0

# Conjoncture économique nationale

*Encore une année morose !!!*

## Une croissance économique atone: +1.1% sur les neuf premiers mois de 2019

- Pour le troisième trimestre de suite, le PIB affiche une faible croissance soit 1% en glissement annuel. Sur l'ensemble des neuf premiers mois de 2019, le PIB connaît une croissance de seulement 1,1% et finirait l'année avec une croissance de 1.4% loin des 2,7% prévus sur l'année pleine.
- L'agriculture qui a favorisé la croissance en 2018 a été en repli au 1T2019 puis s'est redressée de 2,8% et de 3,1% au second et troisième trimestre respectivement suite à la récolte exceptionnelle des céréales de 2,4 millions de tonnes.
- Les industries manufacturières et non manufacturières restent dans le territoire négatif. En effet, et en dépit du retour progressif de la production du phosphate et dérivés, les données disponibles au terme du premier semestre de l'année démontrent la poursuite de la baisse de la production des hydrocarbures (-6.8%) et le retard de l'entrée en exploitation du champ gazier "Nawara" jusqu'au mois d'octobre 2019, en plus des retombées de la faible demande extérieure sur les industries manufacturières destinées à l'exportation (textile habillement, industries mécanique et électriques etc...)

Variation trimestrielle du PIB en glissement annuel ( en %)



Source : INS, Novembre 2019

**« Les industries manufacturières et non manufacturières freinent la croissance en 2019 »**

## Valeur ajoutée par secteur

En glissement annuel en %	2017				2018				2019				
	1T	2T	3T	4T	2017	1T	2T	3T	4T	2018	1T	2T	3T
Agriculture et pêche	2.5	2.5	1.4	1.5	2.0	11.9	9.0	8.7	8.3	9.5	-0.7	2.8	3.1
Industries manufacturières	-1.7	-0.3	2.2	1.1	0.5	2.3	0.5	-0.7	-0.5	0.3	-0.9	-0.8	-1.6
Industries non manufacturières	-0.2	-5.5	-3.4	-3.9	-3.4	-5.1	1.4	3.7	-3.6	-1.2	-0.7	-1.2	-2.4
Services marchands	4.2	4.7	4.5	4.8	4.5	3.3	3.6	3.3	2.9	3.3	2.9	2.1	1.7
Services non marchands	1.3	0.6	0.4	0.6	0.7	0.1	0.2	0.3	0.7	0.3	0.4	0.9	1.0

Source : INS, Novembre 2019

## L'inflation résiste : 6.5% en Octobre

- Après la stabilité courant les deux mois de août et septembre, le taux d'inflation, en Octobre 2019, se replie à 6,5% pour baisser encore à 6,3% au mois de Novembre. Cette baisse est expliquée essentiellement par une décélération du rythme d'augmentation des prix de l'alimentation de 7,3% en Août et Septembre à 6,3% en Novembre.
- Le taux d'inflation sous-jacente (hors produits alimentaires et énergie) s'établit à 6,7% contre 6,8% et 6,9% en Octobre et Septembre, respectivement témoignant du caractère persistant de l'inflation même si la tendance est légèrement à la baisse.
- Selon la Banque Centrale, l'inflation devrait poursuivre, au cours du quatrième trimestre, son trend baissier entamé depuis juin 2018, pour clôturer l'année à 6,4%. En termes de moyenne annuelle, l'inflation est attendue à 6,8% en 2019 après 7,3% en 2018.
- D'ailleurs ce trend devrait se poursuivre en 2020 et 2021 selon les prévisions de la BCT qui ont été revues à la baisse. Elles tablent désormais sur une progression annuelle de l'indice général des prix à la consommation de 6,8% en 2019, 6,1% en 2020 et 5,7% en 2021. Néanmoins, la BCT estime que cette trajectoire désinflationniste pourrait être entravée par la matérialisation de plusieurs facteurs inflationnistes importants, tels que les augmentations des salaires et les pressions sur la balance des paiements.

Taux d'inflation ( Base 2015)



Source : INS, Décembre 2019

**« Bien qu'en décline, l'inflation sous-jacente, reste encore bien élevée témoignant du caractère persistant de l'inflation. »**

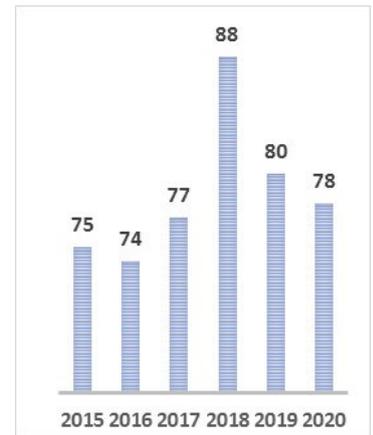
## L'investissement stagne

• Selon les derniers chiffres de l'agence de promotion des investissements, **le flux des investissements étrangers** (IDE) a atteint 2 051,5 millions de dinars, durant les neuf premiers mois de 2019, enregistrant une progression de 12,7% par rapport à la même période en 2018, . Comparés aux trois dernières années, ces investissements ont évolué de 29,1% par rapport à 2017 et de 47,5 %, en comparaison avec 2016. En effet, l'adoption de la nouvelle loi sur l'investissement et la progression pour la deuxième fois consécutive du classement de la Tunisie dans « *Doing Business* ». En effet, dans son dernier rapport « *Doing Business 2020*», le groupe de la Banque Mondiale a classé la Tunisie à la 78<sup>ème</sup> place à

l'échelle mondiale, gagnant deux places par rapport à l'édition précédente dans laquelle elle était classée 80<sup>ème</sup>.

• La progression des IDE en 2019, reste un point positif mais il ne faut pas occulter le fait que **le taux d'investissement** (en % du PIB) dans le pays ne décolle pas. Il s'est établi à 18,5% en 2018. Plusieurs facteurs expliquent cette atonie notamment l'instabilité politique, la conjoncture économique difficile et la politique monétaire restrictive. C'est ce qui a alimenté le comportement d'attente chez les privés. De plus, les dépenses d'équipement de l'Etat n'ont progressé que de 3,7% en 2018 pour s'établir à 5,6% du PIB contre 6,8% en 2010.

## Classement de la Tunisie «Doing Business»



• Par ailleurs, **le taux de l'épargne nationale** (en % du RNDB) se trouve en baisse continue depuis la révolution pour se situer à 9% en 2019. Ainsi, le gap de financement entre l'investissement et l'épargne s'est élargi pour atteindre 9,4% du PIB.

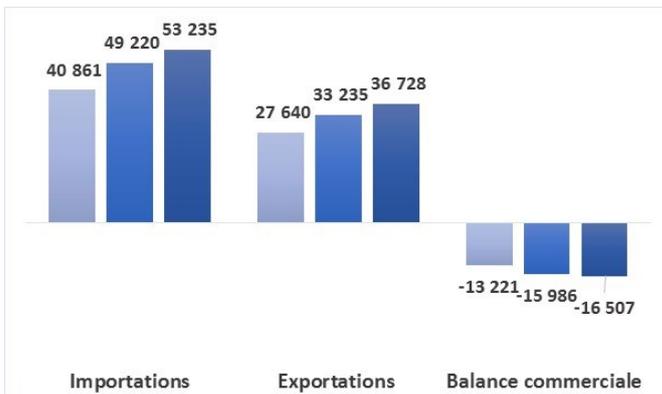
• Cette épargne couvre seulement 44,9% de l'investissement national ce qui explique, en partie le fort recours à l'endettement extérieur pour financer les besoins de l'économie. D'ailleurs, le taux d'endettement extérieur a atteint un niveau record de 72,9% en 2018.

## Le déficit commercial se creuse davantage

• Les échanges commerciaux de la Tunisie avec l'extérieur, aux prix courants, durant les dix premiers mois de l'année 2019 ont atteint 36 728 MD pour les exportations et 53 235 MD pour les importations, enregistrant ainsi une hausse de l'ordre de 10,5% à l'export et de 8,2% à l'import, et ce par rapport à la même période de l'année 2018. Il est aussi à signaler que le rythme des échanges commerciaux a ralenti par rapport à la même période qu'en 2018, où les exportations ont augmenté de 20,2% et les importations de 20,5%.

• Cet écart d'évolution a tout de même permis d'améliorer le taux de couverture de 1,5 points par rapport aux dix premiers mois de l'année 2018 pour s'établir à 69% contre 67,5%.

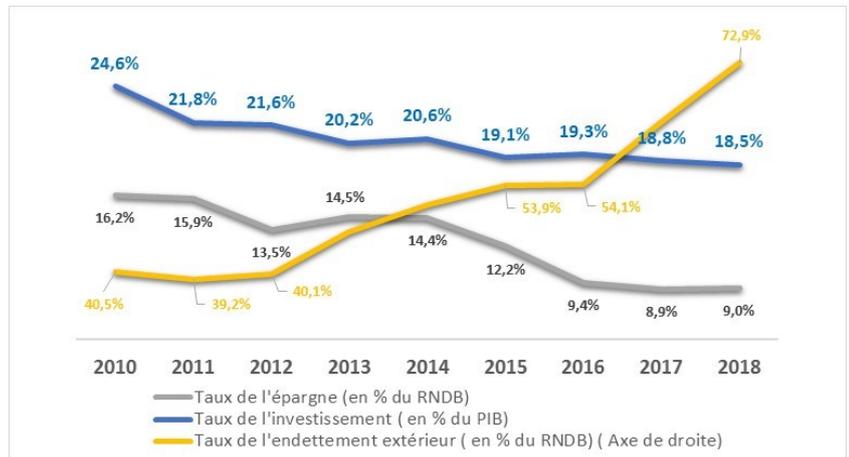
## Commerce Extérieur au prix courants (en Millions de DT)



Source : INS

« La Tunisie gagne 10 places en deux ans, dans le rapport de « *Doing Business* »

## Evolution du taux d'investissement et de l'épargne



Source : BCT

• Ceci étant, **le déficit commercial s'est encore creusé** mais à un rythme nettement plus lent (3,3%) que durant la même période en 2018 et 2017 ( 20,9% et 22,6% respectivement) pour s'établir à 16 506,5 MD contre 15 985,5 MD durant les dix premiers mois de l'année 2018.

• Ce creusement s'explique principalement par **le déficit de la balance énergétique** qui s'est creusé de 23,6%, passant de -5,14 milliards de dinars à -6,35 milliards de dinars. Hors énergie, le déficit commercial s'est légèrement atténué, en s'élevant à 10,16 milliards de dinars contre 10,83 milliards une année auparavant.

• A fin septembre 2019, le déficit des opérations courantes s'est établi à 7.349 MDT (ou 6,4% du PIB) contre 8.423 MDT (ou 8% du PIB) durant la même période de 2018, laissant entrevoir, pour toute l'année 2019, un déficit courant en deçà de 10% du PIB. Cette amélioration découle essentiellement de l'affermissement des recettes touristiques (+43,3% à fin septembre par rapport à une année auparavant) et des revenus du travail (+14,1%) ont permis d'atténuer le déficit courant.

« Le déficit de la balance énergétique pèse lourd dans le déficit commercial »

### Taux de change: Poursuite de l'appréciation du Dinar

- Par référence à sa valeur à fin décembre 2018 et au terme des dix premiers mois de l'année en cours, le dinar a poursuivi son raffermissement amorcé depuis le premier trimestre de l'année en cours. Ainsi, il s'est apprécié de 7.1% vis-à-vis de l'euro, de 4.3% vis-à-vis du dollar américain.
- Selon Mr le gouverneur de la BCT, « le marché des changes a fonctionné dans des conditions relativement apaisées grâce à l'amélioration des conditions de l'offre en devise ». D'une part, il y a eu la bonne performance

des recettes touristiques et d'autre part, une meilleure évolution de la demande en relation avec les restrictions monétaires.

- Le maintien de ce cap reste tributaire de la poursuite de l'offre de devises à l'instar de la continuation de l'évolution positive du secteur touristique et la bonne récolte de dattes et oléicole prometteuse. Par ailleurs, l'allègement de la demande de devises à travers notamment l'entrée en production du champ gazier Nawara, en Décembre 2019, permettra d'atténuer la facture énergétique.

### Liquidité et taux d'intérêt

- La baisse des besoins moyens des banques en liquidité se poursuit de mois en mois. En Septembre, la baisse a été de 1 567 MDT, par rapport au mois précédent pour s'établir à 12 848 MDT.
- Concomitamment à la baisse des besoins des banques, les interventions de la Banque Centrale se sont repliées en moyenne et d'un trimestre à l'autre, pour atteindre 11 581 MDT. Cette évolution s'explique par l'effet induit par le nouveau ratio crédits/dépôts, institué à la fin de 2018, qui s'est conjugué à la poursuite de la

baisse graduelle des opérations de swaps de change menées à des fins de politique monétaire.

- Suite à la décision de la BCT de relever son taux directeur de 100 points de base pour le fixer à 7,75% au terme du mois de février 2019, les TMM des mois d'avril, mai et juin se sont ajustés, si bien qu'en moyenne trimestrielle, le taux du marché ressort à 7,84% au T2-2019 contre 7,47%, au T1-2019 pour se stabiliser à 7,83% au T3-2019. Au mois d'Octobre, le TMM a légèrement diminué pour s'établir à 7,81%, traduisant l'amélioration graduelle de la liquidité bancaire.

### Quelles perspectives et quels défis ?

- L'année 2019, s'achèverait avec une croissance faible de 1,4% contre 2,7% initialement prévue malgré une saison touristique favorable et une bonne saison agricole. Les industries manufacturières et non manufacturières, sont restées à la traîne cette année et pénalisées globalement par la faible croissance en zone Euro.
- L'année a été aussi jalonnée par une mise en œuvre ferme des politiques monétaires et budgétaires permettant de réduire l'inflation à 6,3% ( au Mois de Novembre) contre une inflation au plus haut de 7,7 % en juin 2018. Le déficit budgétaire a été aussi réduit pour la seconde année consécutive et devrait finir l'année à 3,5%.
- A moyen terme, la croissance devrait être au rendez-vous. Pour 2020, le rythme de la croissance devrait s'accélérer pour monter à 2,7%

mais celle-ci reste timide et fragile car dépendante de facteurs endogènes liés à l'avancement des réformes, à la stabilité politique, à la paix sociale... et de facteurs exogènes relatifs aux tensions sur les prix internationaux des matières premières et la reprise au niveau de nos principaux partenaires étrangers.

- Indépendamment des chiffres, la Tunisie fait face à trois défis :

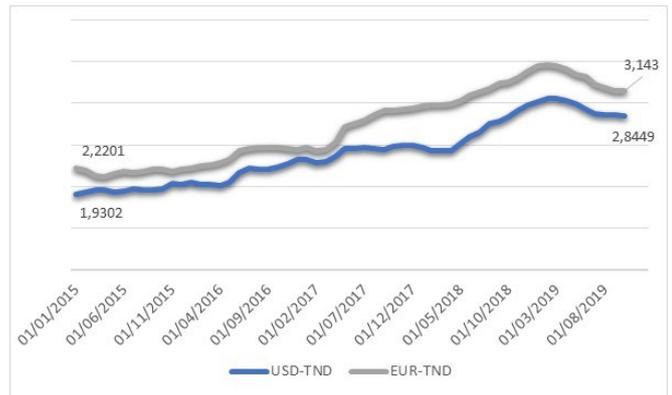
- Une **croissance faible** alimentée par la consommation privée et ne permettant pas de résorber le taux de chômage élevé.
- L'**investissement reste à la traîne** freiné par le resserrement de la politique monétaire et de la réglementation encore contraignante. La levée de ces contraintes est essentielle pour relancer l'investissement et avec lui la productivité, la création d'emploi et le pouvoir d'achat.

- Des finances publiques mal au point** nécessitant un assainissement sur un horizon de moyen-terme avec des réformes structurelles profondes pour conduire à une croissance inclusive.

- Pour relever ces défis, et répondre aux attentes et aspirations des tunisiens « post-révolution », nous pensons qu'il est bien temps de doter le pays d'une vision claire et de renouveler notre modèle économique en axant sur les secteurs créateurs de valeurs et d'emplois.

**« Le rythme de la croissance devrait s'accélérer mais reste fragile car dépendante de facteurs endogènes liés à l'avancement des réformes, à la stabilité politique, à la paix sociale... et de facteurs exogènes »**

### Evolution des taux de change



Source : BCT

**« Le dinar se redresse mais reste sous pression »**

### Evolution des taux d'intérêts ( en %)



Source : BCT

# Budget de l'Etat 2020

## Dans la continuité !!!

Le budget de l'Etat pour l'année 2020 s'élève à 47.227 milliards de dinars, en hausse de 9.5% par rapport à 2019. Ce budget a été établi sur la base d'une croissance du PIB de 2.7% et d'un prix du Baril de 65\$, sans pour autant se prononcer sur les taux de change.

### Les ressources

EN MDT	2017	2018	2019 P	2020 E	Var 19/20
<b>Ressources propres</b>	<b>23 892</b>	<b>27 942</b>	<b>32 909</b>	<b>35 859</b>	<b>8,6%</b>
<b>Fiscales</b>	<b>21 187</b>	<b>24 503</b>	<b>29 082</b>	<b>31 759</b>	<b>9,2%</b>
<i>Impôts Directs</i>	8 560	9 065	12 460	13 662	9,6%
<i>Impôts Indirects</i>	12 626	15 438	16 622	18 097	8,9%
<b>Non Fiscales</b>	<b>2 705</b>	<b>3 439</b>	<b>3 637</b>	<b>3 800</b>	<b>-3,2%</b>
<b>Dons</b>			<b>190</b>	<b>300</b>	
<b>Emprunts</b>	<b>10 285</b>	<b>9 498</b>	<b>10 212</b>	<b>11 368</b>	<b>9,2%</b>
Extérieurs	8 338	7 065	7 802	8 848	13,4%
Intérieurs	1 947	2 433	2 494	2 400	-3,8%
Autres	116	253	-84	120	
<b>Total Ressources</b>	<b>34 292</b>	<b>37 746</b>	<b>43 121</b>	<b>47 227</b>	<b>9,5%</b>

- 76% des ressources de l'Etat proviennent des ressources propres et le reliquat (24%) des emprunts;

- Sur la période 2016-2020, les ressources propres ont progressé annuellement de 14% contre une moyenne de 8% annuelle entre 2010-2015 témoignant d'une accélération de la mobilisation des ressources propres de l'Etat. Une accélération provenant des ressources fiscales, renforçant par conséquent la pression fiscale qui devrait dépasser les 27% (en % du PIB) en 2020. Nonobstant, les ressources d'emprunts et notamment les emprunts extérieurs continuent à croître à un rythme soutenu de 20% en moyenne par an entre 2016-2020 (contre 28,6% sur la période 2010-2015).

- En 2020, les ressources d'emprunts connaîtront une hausse de 9,2% dont 78,7% proviendraient de l'extérieur. Avec le resserrement de la liquidité sur le marché national, le budget prévoit le maintien du même niveau d'endettement intérieur qu'en 2019 (-3,8%).

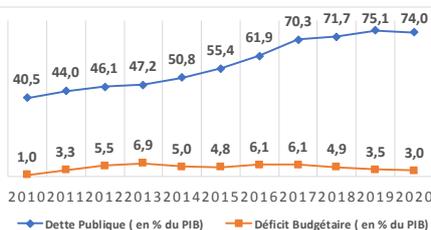
- Selon le budget, la dette publique devrait s'établir à 94 milliards de dinars soit 74% du PIB encore loin de l'objectif de limiter ce taux à 70%. Ce niveau reste assez élevé puisque 75% de cette dette provient de l'extérieur et qui est libellée à hauteur de 52,5% en Euro et 20,6% en US\$.

- Ainsi en 2020, le déficit budgétaire devrait baisser de 7,1% à 3,78 milliards de dinars (3% du PIB) loin du pic de 2013 sous l'effet de la baisse du poids de la compensation. Le gouvernement semble vouloir atteindre impérativement l'objectif d'un déficit budgétaire de 3% du PIB alors que la question reste est de savoir à quoi bon avoir un tel ratio alors que la dette publique et la pression fiscale sont en hausse.

### Les emplois

EN MDT	2017	2018	2019 P	2020 E	Var 19/20
<b>Dépenses de Gestion</b>	<b>21 432</b>	<b>23 680</b>	<b>26 897</b>	<b>28 263</b>	<b>5,1%</b>
Salaires	14 352	14 776	17 165	19 030	10,9%
Compensation	3 492		4788	4 180	-12,7%
Autres	3 588		4944	5053	2,2%
<b>Dépenses d'investissement</b>	<b>5 730</b>	<b>5 943</b>	<b>6 250</b>	<b>7 166</b>	<b>14,65%</b>
<b>Service de la dette</b>	<b>7 005</b>	<b>7 925</b>	<b>9 874</b>	<b>11 678</b>	<b>18,3%</b>
<i>Principal</i>	4 745	5 127	6 621	7 916	19,6%
<i>Intérêts</i>	2 260	2 798	3 253	3 762	15,6%
Autres	125	198	100	120	
<b>Total Emplois</b>	<b>34 292</b>	<b>37 746</b>	<b>43 121</b>	<b>47 227</b>	<b>9,5%</b>

### Evolution du déficit budgétaire et de la dette publique (en % du PIB)



#### LES CHIFFRES CLÉS DU BUDGET DE L'ETAT 2020

**Budget de l'Etat : 47,23 Milliards DT**  
+ 9.5% par rapport à 2019

**Croissance du PIB : +2.7%**  
Contre 1.4% en 2019

**Prix du Baril: 65US\$**

**Dette Publique : 94 Milliards DT**  
74% du PIB

**Service de la dette : 11.7 Milliards DT**  
> 60% des dépenses d'investissement

**Ressources propres : 76% du Budget**  
+8.6% par rapport à 2019

**Masse Salariale : 19 Milliards DT**  
53.5% du budget hors service de la dette

- Le budget de 2019 prévoit une hausse de 5.1% des dépenses de gestion par rapport à 2019. une hausse qui provient en majeure partie de la croissance de 10.9% des salaires alors que la compensation devrait baisser de 12,7%, réduisant son poids dans le budget de 17,8% en 2019 à 14,8% en 2020. A rappeler que ce budget de 2019 a été bâti sur l'hypothèse d'un prix du baril de 65\$ alors que le prix actuel est aux alentours de 63\$.

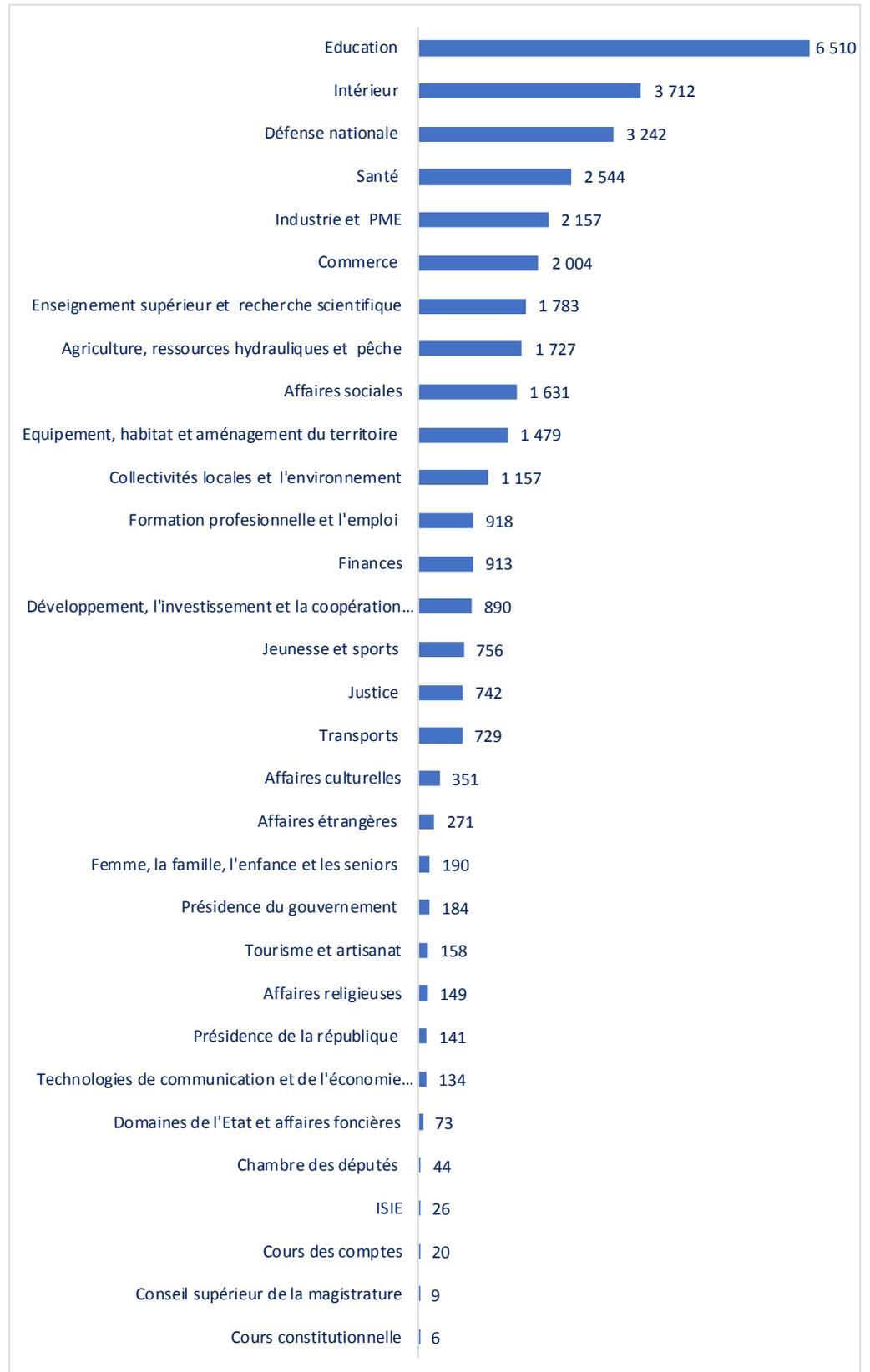
- Le poste « Salaires » reste le plus lourd représentant 54.1% du budget de l'Etat hors service de la dette et 79% des dépenses de gestion hors compensation. Dans ce budget, l'Etat prévoit de limiter les recrutements à 7 720 postes dont 4 694 postes au sein du ministère de l'éducation.

- Les dépenses d'investissement seraient en hausse de 15% à 6 900 Millions de dinars (hors les dépenses d'urgence) , soit le taux de croissance le plus élevé depuis 2010. Visiblement, le gouvernement (sortant) a privilégié pour 2020 le moteur de l'investissement après des années où c'était la consommation le moteur de la croissance un modèle qui a bien montré ses limites.

- Le service de la dette continue son ascension fulgurante pour s'établir à 11 678 Millions de Dinars en hausse de 18,3% en 2020, dépassant de plus de 60% l'enveloppe dédiée à l'investissement !!

**« Augmentation de la pression fiscale sans pour autant réduire l'endettement publique »**

## Budget par Ministère ( en Millions de dinars)



# Revue Obligataire en 2019

## Les émissions publiques en 2019

- Depuis le début de l'année et jusqu'au 13 Décembre 2019, le trésor public a collecté un montant de 1 014 MDT à travers ses émissions de BTA, ce qui représente une baisse de 34,3% par rapport à 2018.
- Pour les BTC, le trésor a émis un total de 433 MDT soit moins du tiers du montant levé en 2018.
- Au total, le trésor a levé en 2019 sur le marché intérieur 1 448 MDT soit un peu moins des deux tiers ( 62%) du besoin initial annoncé dans la LF 2019 et contre 3 060 MDT en 2018, soit une baisse de 53%.

en MDT	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Montant initial</b>	<b>2 700</b>	<b>2 000</b>	<b>2 460</b>	<b>1 947</b>	<b>2 350</b>
<b>Bons de trésor</b>	<b>2 344</b>	<b>3 885</b>	<b>2 079</b>	<b>3 060</b>	<b>1 448</b>
BTA	2 189	3 808	1 985	1 543	1 014
BTC	155	77	94	1 516	433
<i>En % du budget initial</i>	<i>86,8%</i>	<i>194,2%</i>	<i>84,5%</i>	<i>157,2%</i>	<i>61,6%</i>

Source : CMF et Ministère des finances

## Evolution de la courbe des taux



Source : Tunisie Clearing

- L'année 2019 a été aussi marquée par une importante hausse des taux survenues sur l'ensemble des maturités dénotant de la tension budgétaire.

• Un autre fait à signaler, c'est que le **différentiel de rendement** entre maturités à 10 ans et à 2 ans a été nettement réduit par rapport à 2018. En effet le spread est passé de 117 points à 43 points. Cet aplatissement de la courbe est essentiellement imputable à une hausse des rendements à court terme. Cela prouve que le marché anticipe davantage un relèvement des taux de la part la BCT.

• Une des raisons de cette situation tient du fait que le resserrement en cours de la politique monétaire donne lieu à un resserrement des conditions d'octroi de crédit et au passage à un aplatissement de la courbe des taux car les taux longs n'augmentent pas proportionnellement. Or un resserrement des conditions d'octroi de crédit pourrait venir freiner les investissements des entreprises ainsi que la consommation des ménages tunisiens dont on sait qu'elle est principalement soutenue par le crédit à la consommation.

• En 2020, le besoin de financement du trésor est estimé à plus de 11 Milliards de dinars dont 2 400 MDT seront levés sur le marché intérieur sous forme de Bons du Trésor.

## Les émissions privées en 2019

• En 2019, le marché obligataire privé a réalisé 15 émissions totalisant 277 MDT alors que ces emprunts sollicitaient 295 MDT. Trois autres emprunts sont encore en cours d'émission pour un montant d'au moins 130 MDT.

• Toutefois, et contrairement à l'année dernière, la majorité des investisseurs, anticipant une stabilité du taux du marché monétaire, ont choisi de souscrire selon le taux fixe. En effet, la part souscrite selon les taux indexés sur le TMM a été de 29% du volume des émissions réalisées contre 71% pour les taux fixes.

• Un autre fait marquant pour cette année, c'est le fort intérêt des sociétés de microcrédit pour les émissions obligataires puisqu'on en dénombre 7 émissions sur les 18 émissions contre 4 pour les sociétés de leasing et 7 pour les banques.

Emetteur	Emprunt	Durée	Taux facial	Montant levé (MDT)	Montant sollicité (MDT)
BH	BH-Subordonné 2019-1	5ans 5ans in fine 7 ans	10% et/ou TMM+2,10% 10,20% et/ou TMM+2,30% 10,30% et/ou TMM+2,60%	40	35 à 50
Attijari Leasing	ATTIJARI LEASING 2019-1	5 ans	11% et/ou TMM+2,75%	20	30
ISDARAT Best Lease	Best lease 2009-1	7 ans	9,50%	10	10
Taysir Microfinance	Taysir Microfinance 2019-1	5 ans 7ans	11,5% et/ou TMM+ 2,8% 11,8% et/ou TMM+3%	5	5 à 10
BTK	BTK subordonné 2019-1	5ans	11,0% et/ou TMM+3%	7	5 à 15
Tunisie Leasing et Factoring	TLF 2019-1	5 ans 7 ans	11,40% et/ou TMM+2,70% 11,70% et/ou TMM+3,00%	25	30
ADVANS	ADVANS 2019-1	5 ans 7 ans dont 2 ans de grâce	13% et/ou TMM+3,5% 13,50%	15	10 à 15
Wifak International Bank	WIB 2019-1	5ans ( trimestriel) 7ans 7ans ( semestriel)	10,50% 10,75% 11% 11,25%	15,24	20
ENDA Tamweel	ENDA Tamweel 2019-1	5 ans 7 ans dont 2 ans de grâce	12,75% et/ou TMM+3,2% 13% et/ou TMM+3,4%	20	20
Microcred	Microcred 2019-1	5 ans 7 ans dont 2 ans de grâce	13% et/ou TMM+3,5% 13,5%	15,5	10 à 20
Taysir Microfinance	Taysir Microfinance 2019-2	5ans	11,50%	5	5
ATL	ATL 2019-1	5 ans	11,60% et/ou TMM+2,50%	20	15 à 20
ADVANS	ADVANS 2019-2	5 ans 7 ans dont 2 ans de grâce	13,25% et/ou TMM+3,75% 13,75%	15	10 à 15
ENDA Tamweel	ENDA Tamweel 2019-2	5ans	12,50%	15	15
BTE	BTE 2019-1	5 ans 7 ans dont 2 ans de grâce 5 ans	11% et/ou TMM + 2,75% 11,50% et/ou TMM + 3,25% 10,5% et/ou TMM+2,3%	en cours	30 à 50
STB	STB subordonné 2019-1	5ans in fine 5ans coupon unique 7 ans dont 2 ans de grâce 7 ans in fine	10,7% et/ou TMM+2,5% 11,50% 11% et/ou TMM +2,8% 11,50%	50	35 à 50
BNA	BNA 2019-1	5 ans 7 ans dont 2 ans de grâce	10,5% et/ou TMM+2,3% 11% et/ou TMM +2,8%	en cours	50
BIAT	BIAT Subordonné 2019-1	5 ans 7ans	TMM+3% TMM+3,5%	en cours	45

Source : CMF

# Flash Bourse

## Rétrospective boursière 2019 et vision 2020

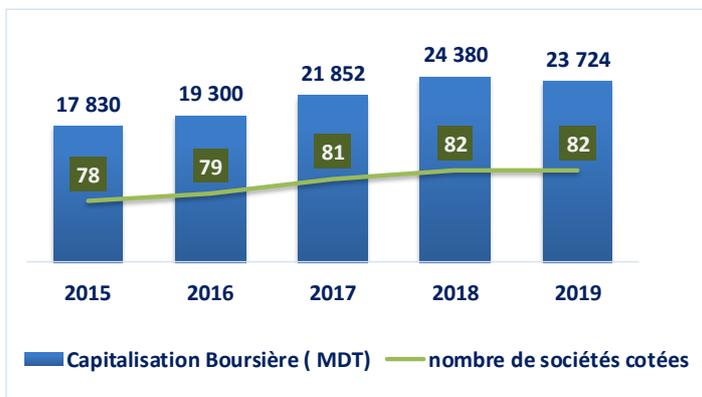
### 2019 : une année boursière décevante !!!

Après trois années consécutives dans le vert, l'année 2019 marque la rupture du cycle haussier. Sur fond de ralentissement économique, une inflation persistante, une politique monétaire contraignante et de mutation politique, la Bourse de Tunis s'est essouffée et n'a pas tenu le coup. D'ailleurs, la tendance baissière a été perceptible dès le début de l'année et malgré des tentatives de hausses les deux indices phares de la cote, le **Tunindex** et le **Tunindex 20** ont respectivement décroché de 2,06% et de 3,7% sur l'année 2019. Quasiment tous les indices sectoriels (secteurs et sous secteurs) ont été en berne sauf l'indice des matériaux de base (+1,39%), des banques (+0,23%), de l'assurance (+7,88%) et l'indice des produits ménagers (+5,19%).

Cette baisse a été alimentée principalement par le ralentissement des catalyseurs « Classiques » de la

Après cinq années consécutives de hausse, la **capitalisation du marché** s'est rétractée, en 2019, de 2,7% à 23,7 milliards de dinars, plombée par le secteur bancaire. Rappelons aussi qu'aucune nouvelle introduction en bourse n'a eu lieu en 2019. Cette absence de l'offre de nouveaux papiers réduit le choix des investisseurs qui restent cantonnés dans le même spectre de valeurs. Six opérations d'augmentation de capital ont été réalisées sur l'année à savoir: Tunisie Leasing et Factoring (20.2 MDT), SAH ( 50 MDT), Land'Or ( 37.6 MDT et 15 MDT), BNA ( 338 MDT) et ATL ( 15.75 MDT). Plusieurs de ces levées ont eu du mal à être clôturées témoignant du manque de liquidité dont souffre le marché boursier.

### Evolution de la capitalisation boursière ( en MDT)

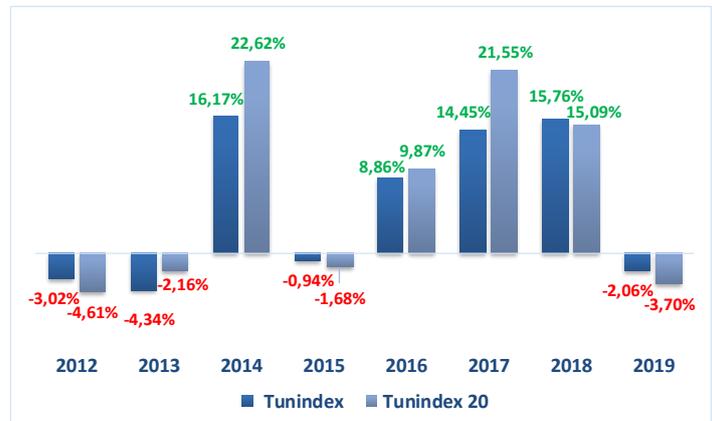


D'ailleurs l'année 2019, a été fortement marquée par la **baisse de la liquidité** sur le marché et notamment sur le compartiment actions conséquence directe de la hausse continue des taux à savoir les taux offerts par le trésor public en besoin grandissant de financement, les taux offerts par les banques sur des produits de placement à court et moyen long terme et les taux offerts sur le marché obligataire par les différents émetteurs.

bourse de Tunis à savoir le secteur bancaire qui a été malmené malgré la croissance de ses revenus (à peine +0,23% pour l'indice des banques) et les bigs Cap qui ont enregistré des performances mitigées SFBT (+0,04%), BIAT (-0,42%), BT (+0,75%) PGH (+7,48%), OTH (-13,32%), SAH (+3,16%), DH (-20,5%).

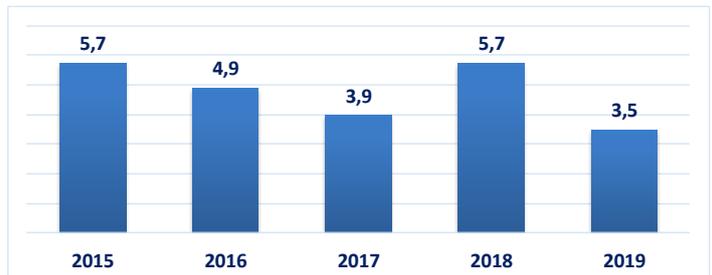
Fondamentalement, cette baisse nous semble exagérée puisque la majorité des sociétés cotées ont montré encore une fois une bonne résilience face à une conjoncture économique peu favorable et une politique monétaire contraignante (une croissance de l'ensemble des revenus au 30/09/2019 de 8.9% en ne tenant pas compte des sociétés financières). Avec la correction de la valorisation opérée cette année, la bourse de Tunis affiche un multiple des bénéficiés 2019e de 12x et un rendement moyen de 3,6%.

### Performance du Tunindex et Tunindex 20



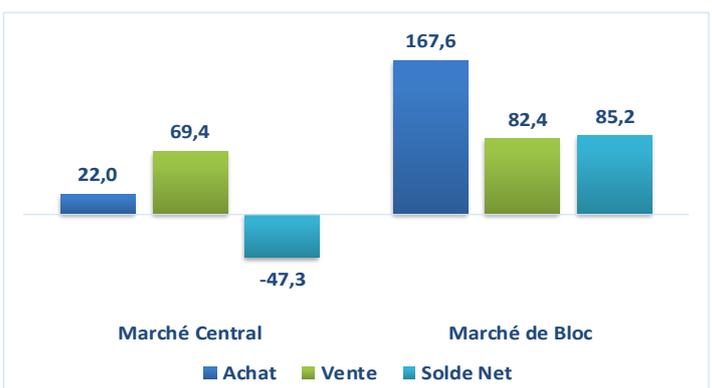
Au regard de la surenchère sur les placements monétaires, les OPCVM ont connu une décollecte limitant encore plus les marges de manœuvre des gestionnaires. Ces fonds sortants ont été principalement transférés vers le secteur bancaire qui offre des taux de placements plus attractifs. Cette tendance de permutation des placements boursiers par des placements monétaires a commencé en 2017 et s'est accentuée ces deux dernières années.

### Evolution des volumes moyens par séance ( en MDT et Hors blocs)



Pour les investisseurs étrangers, le marché boursier tunisien a perdu beaucoup de son attrait vu la dépréciation du dinar et le manque de visibilité sur la conjoncture politique et la dégradation des fondamentaux économiques et pour des considérations de mouvements de rachats dans les fonds africains et marchés frontières. Encore cette année, les investisseurs étrangers ont été des vendeurs nets, aussi bien sur le marché central que sur le marché des blocs hors mouvements du groupe CASTEL sur SFBT estimés à plus de 110 MDT.

### Mouvements des étrangers ( en MDT)



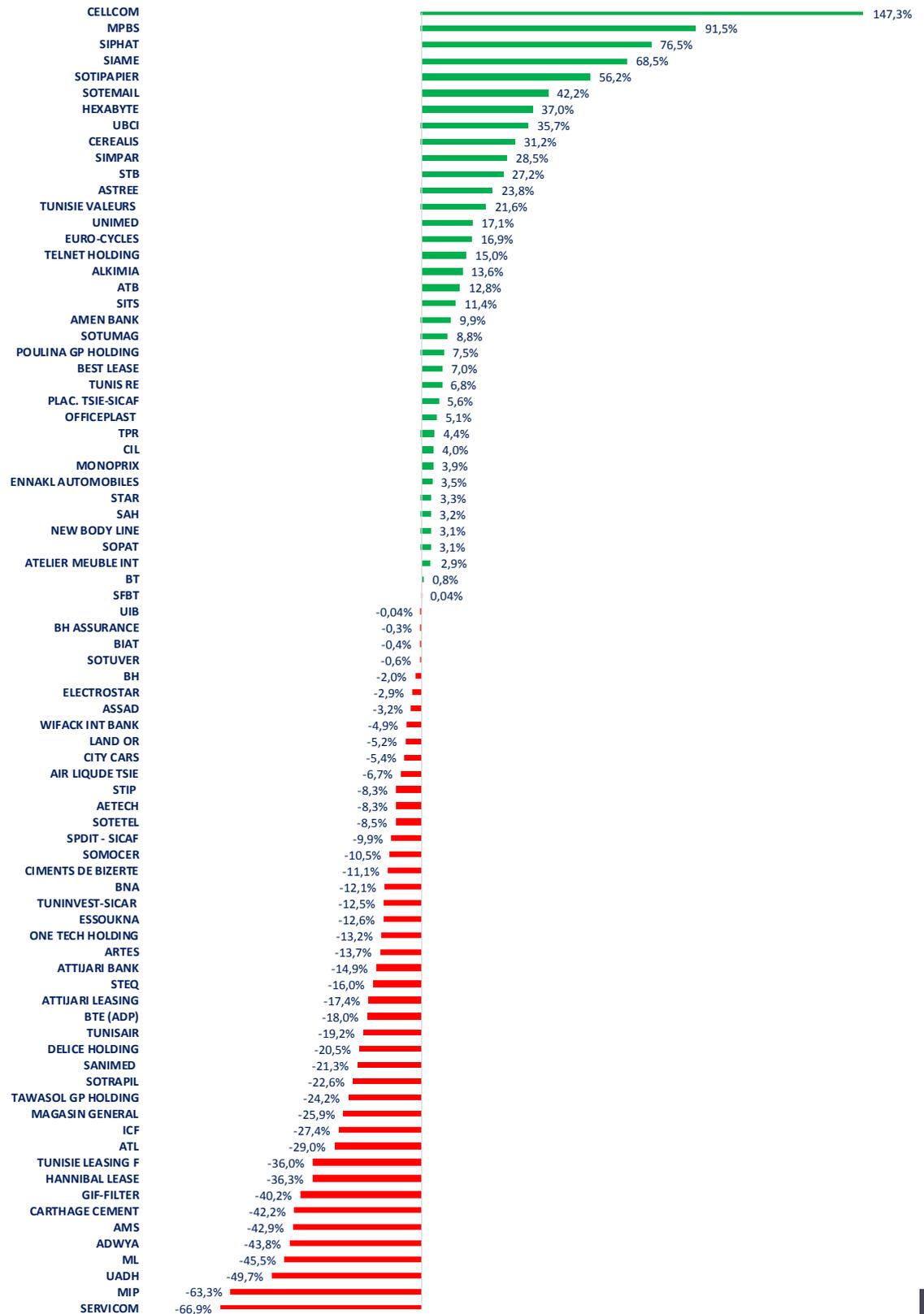
• Il ne faut pas aussi omettre le fait que les **investisseurs privés locaux** ont aussi déserté la bourse à cause de la forte aversion au risque mais aussi de la baisse de l'épargne privée dans une économie où le coût du capital, le coût de production, le taux de pression fiscale sont à des niveaux élevés et où le pouvoir d'achat est en érosion. D'ailleurs, leurs interventions sur le marché actions a été quasiment divisée par 2 comparé à 2018 et leur position est nettement à la vente comme en témoigne le tableau ci-contre.

• Plusieurs titres ont réalisé de fortes progressions cette années parfois sous le poids de la spéculation car les fondamentaux n'y sont pas forcément ou ne justifient pas l'importante hausse du cours. Par contre, les grandes capitalisations dont certaines à profil exportateur ou les valeurs bancaires qui consolident leurs fondamentaux d'année en année, ont été mal appréciées en 2019.

### Mouvement des investisseurs tunisiens en gestion libre

en MDT	2018	2019	Var 19/18
Achat	912,9	522,6	-42,8%
Vente	897,7	535,2	-40,4%
<b>Position nette</b>	<b>15,2</b>	<b>-12,6</b>	<b>-248,7%</b>

### Palmarès de la cote en 2019



## A quoi s'attendre en 2020?

- La performance décevante de 2019 vient à la suite de trois années successives de hausse. Nous savons bien que quand on investit en actions il n'est pas toujours évident de réaliser une performance systématiquement positive. Un investisseur en actions doit être prêt à subir une certaine amplitude de variation des cours et des performances ponctuellement négatives. Et c'était le cas en 2019.
- Si, en 2019, la bourse de Tunis est sortie d'une configuration « idéale » qui justifie la prudence à court et moyen terme, les fondamentaux de la place tunisienne n'ont pas pour autant disparu. En effet, un certain nombre de raisons à l'origine de la correction en 2019 semblent évoluer dans un sens plus positif :
  - ⇒ L'inflation commence à se replier et le TMM à se détendre ( 10 pb de moins qu'au mois de Mars 2019). Certes les niveaux restent encore élevés mais la tendance commence à s'inverser.
  - ⇒ Le dinar a freiné sa chute face aux principales devises étrangères
  - ⇒ La croissance économique devrait être meilleure en 2020 appuyée par une légère reprise dans la zone Euro;
  - ⇒ Le prix du pétrole et des matières premières seront aussi, selon les prévisions mondiales, en baisse en 2020.
  - ⇒ Enfin, l'aversion au risque et le recul de la majorité des cours des valeurs Blue chips, en 2019, a permis aux valorisations de s'améliorer sensiblement avec un multiple des bénéfices moyen de 12x.
- Ceci est du côté fondamental, mais il ne faut pas se leurrer aussi que la tension sur la liquidité du marché est persistante et la concurrence des taux obligataires et monétaires est très serrée. En effet, le manque de liquidité sur le marché monétaire et la situation difficile des finances publiques continuera à exercer une pression à la hausse sur les taux obligataires.
- Au final, nous savons que le marché actions sera encore mis à l'épreuve en 2020 dans un environnement économique toujours difficile malgré des prémices de redressement et un contexte politique non encore bien éclairci.
- Sur la bourse de Tunis, il y a aura des opportunités à saisir et nous préférons à cet effet, nous focaliser davantage sur les valeurs offrant de bons potentiels de croissance plutôt que de débattre sur les niveaux de valorisation à court terme.
- Face à cette situation, et au contexte boursier actuel, nous restons favorables aux titres de qualité qui offrent un couple Croissance-Rendement attractif. Le stock picking reste de mise et pour notre sélection de valeurs, nous mettons l'accent sur des critères tangibles tels que : (1) la croissance des bénéfices, (2) la qualité du bilan et (3) la distribution des dividendes.

### Notre portefeuille de conviction pour 2020

Valeur	Secteur	Cours *	Capitalisation (MD)	P/E 2019e	Div Yield 2019e	TCAM des bénéfices 2016-2019e	Performance en 2019
SFBT	Industrie Agroalimentaire	18,48	3 659	20,1	3,5%	10,1%	-3,0%
BIAT	Bancaire	112,15	1 907	6,7	4,8%	14,5%	-2,1%
ATTIJARI BANK	Bancaire	31,72	1 292	8,2	7,3%	13,6%	-17,7%
SAH	Biens de consommation	11,65	761	19,3	1,3%	5,9%	2,4%
UIB	Bancaire	22,50	733	5,7	3,3%	19,2%	-1,5%
OTH	Industrie câblerie et mécatronique	13,40	718	13,9	2,5%	24,3%	-14,2%
UNIMED	Industrie Pharmaceutique	9,27	297	14,6	3,7%	22,6%	15,5%
SOTUVER	Industrie emballage	8,50	232	12,1	3,5%	45,7%	0,8%
ICF	Chimie	122,00	256	8,5	7,4%	321,3%	-28,6%
TPR	Industrie matériaux de construction	4,50	225	10,5	5,3%	31,9%	-0,9%
EUROCYCLES	Industrie biens de consommation	18,74	167	10,4	8,2%	-3,7%	18,9%
ASSAD	Industrie biens de consommation	7,20	86	7,6	4,9%	59,7%	-3,0%

\* les cours en date du 13/12/2019

**SFBT : Un Mastodonte de l'économie nationale**

Secteur : Agroalimentaire

Actionnaire de Référence : Groupe Castel ( 58 %)

Capitalisation boursière : 3 659 Millions de dinars

Indicateurs marché	2017	2018	2019e
BPA	0,9	0,9	0,9
DPA	0,4	0,5	0,7
P/E (x)	21,3	20,6	20,1
P/B (x)	4,3	4,0	3,7
VE/EBE (x)	12,1	11,5	11,1
DY	3,5%	2,8%	3,5%
Cours	12,4	19,0	18,5

En date du 13 Décembre 2019

**Argumentaire d'investissement**

- ⇒ Le groupe SFBT est la valeur « Bluechip » par excellence du marché boursier tunisien et reste la **plus forte capitalisation** avec plus de 3 663 MDT .
- ⇒ Malgré les nombreuses secousses subies lors des dernières années (augmentation du prix du sucre, baisse des exportations vers la Libye, réduction de la taxe sur les vins et spiritueux, etc...), SFBT a montré **sa forte résilience** et a confirmé son statut de valeur sûre.
- ⇒ SFBT a une position de **leader confortable** sur ses principaux segments d'activité ( boissons gazeuse, bière, et eau minérale) avec une variété de produits bénéficiant d'une excellente réputation et d'un énorme réseau de vente au détail. Elle se distingue également par ses fondamentaux solides et sa capacité de génération de cash permettant une politique généreuse et récurrente de distribution de dividendes.
- ⇒ En dehors des chiffres, nous pensons que SFBT a plus d'une corde à son arc pour pouvoir **maintenir sa capacité bénéficiaire** et sa rentabilité historiquement élevée dans un secteur d'activité bien maîtrisé.
- ⇒ SFBT reste une **valeur défensive** du secteur de la grande consommation justifiant le niveau de valorisation un peu cher P/E 2019e de 20x et un P/BV 2018 de 4x.

Evolution de l'action SFBT depuis 2016  
(les cours sont ajustés)**BIAT : Le leader bancaire indétrônable**

Secteur : Bancaire

Actionnaire de Référence : Groupe Mabrouk ( 39,58%)

Capitalisation boursière : 1 907 Millions de dinars

Indicateurs marché	2017	2018	2019e
BPA	12,6	15,0	16,8
DPA	4,0	5,0	5,4
P/E (x)	8,9	7,5	6,7
P/B (x)	1,8	1,6	1,3
Capi/PNB (x)	2,8	2,3	2,1
DY	3,5%	4,4%	4,8%
Cours *	113,55	114,52	112,15

Evolution de l'action BIAT depuis 2016  
(les cours sont ajustés)

Performance	2017	2018	2019
Variation	41,60%	0,85%	-2,07%
+haut	114,11	170,58	120,00
+bas	87,06	117,00	101,68

En date du 13 Décembre 2019

Indicateurs MDT	2017	2018	2019e
Chiffre d'affaires	996,9	1 131,4	1 221,9
Croissance	9,1%	13,5%	8,0%
EBE	288,2	304,5	315,6
Marge d'EBE	28,9%	26,9%	25,8%
RNPG	172,1	177,3	182,5
Croissance	25,7%	3,0%	2,9%
Endettement Net	-153,9	-159,6	-180,0
Gearing	-18,3%	-17,3%	-18,3%
ROE	20,4%	19,3%	18,6%

**Argumentaire d'investissement**

- ⇒ Avec un total bilan de plus de 16 milliards de dinars, la BIAT est incontestablement le **leader bancaire** de la place et aussi la banque la plus rentable après avoir dépassé ses concurrentes en termes de PNB, dépôts et de bénéfices.
- ⇒ Leader dans les métiers de la banque classique, la BIAT se lance vers de nouvelles activités plus rentables et plus innovantes : développement de la banque d'affaires, de la banque privée ou encore des métiers de la gestion de patrimoine. La réussite de tels chantiers pourraient lui faire accéder à une nouvelle dimension plus régionale et donner un nouvel élan à l'ensemble du secteur bancaire.
- ⇒ En Bourse, le titre, et à l'instar de l'ensemble du secteur bancaire, a été baissier en 2019 perdant 2.1% malgré la croissance à deux chiffres attendue en 2019 au niveau du bottom line.
- ⇒ La baisse du cours a réduit les niveaux de valorisation du titre qui s'échange à 1.6x son actif net comptable 2018, un niveau de valorisation certes supérieur à la moyenne sectorielle (1.2x), mais qui se justifie largement au vu de ses fondamentaux solides, la qualité de son portefeuille, ses faibles coûts des ressources et de sa place incontournable dans le paysage bancaire.

Indicateurs MDT	2017	2018	2019e
PNB	701,3	834,5	943,0
Croissance	18,1%	19,0%	13,0%
EBIT	296,7	353,3	418,6
RAIP	345,3	427,1	503,6
Résultat Net	214,0	254,8	304,0
Crédits à la clientèle	9 393,7	10 676,7	11 210,5
Dépôts de la clientèle	10 585,2	11 512,7	12 433,7
Fonds propres	1 040,2	1 223,1	1 527,0
ROE	20,6%	20,8%	19,9%

**Argumentaire d'investissement**

Ratios	2016	2017	2018
Taux de CDL	5,8%	5,3%	5,5%
Taux de Couv. CDL	66,2%	63,8%	57,2%
Ratio de solvabilité	10,4%	10,8%	10,2%
Coef d'exploitation	50,0%	47,4%	46,0%
Com./char per.	76,5%	76,4%	83,0%
Nombre d'agence	200	201	204
Effectif	2396	2178	2037

## Attijari Bank : Un challenger qui consolide sa position

Secteur : Bancaire

Actionnaire de Référence : ANDALUCARTHAGE Holding ( 58.98%)

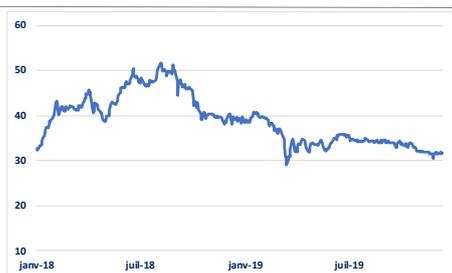
Capitalisation boursière : 1 292 Millions de dinars

Indicateurs marché	2017	2018	2019e
BPA	3,2	3,6	3,9
DPA	1,2	2,2	2,3
P/E (x)	10,0	8,9	8,2
P/B (x)	2,4	2,0	1,8
Capi/PNB (x)	3,6	3,0	2,6
DY	3,7%	5,7%	7,3%
Cours (DT)	32,48	38,54	31,72

Indicateurs MDT	2017	2018	2019
PNB	361,9	436,4	488,8
Croissance	14,2%	20,6%	12,0%
EBIT	183,9	204,6	234,5
RAIP	185,7	228,1	260,8
Résultat Net	129,8	144,9	157,1
Crédits à la clientèle	5 227,9	5 440,2	5 657,8
Dépôts de la clientèle	6 001,7	6 760,8	7 166,4
Fonds propres	538,1	635,5	711,8
ROE	24,1%	22,8%	22,1%

Ratios	2016	2017	2018
Taux de CDL	6,9%	5,9%	6,6%
Taux de Couv. CDL	91,0%	94,4%	89,0%
Ratio de solvabilité	10,7%	11,7%	12,2%
Coef d'exploitation	50,0%	47,5%	46,9%
Com./char per.	85,8%	83,1%	81,3%
Nombre d'agence	203	207	207
Effectif	1757	1745	1730

Evolution de l'action ATTIJARI BANK depuis 2016 (les cours sont ajustés)



Performance	2017	2018	2019
Variation	41,59%	18,65%	-17,70%
+haut	34,616	51,891	41,174
+bas	22,631	31,947	27,713

Argumentaire d'investissement

- ⇒ La banque continuera de tirer profit d'un réseau commercial étendu et efficace, d'un portefeuille crédit sain et d'un soutien de la banque mère ATTIJARIWafa Bank.
- ⇒ Attijari Bank est classée aujourd'hui la 2ème banque privée du pays derrière la BIAT en termes de crédits, de dépôts, de PNB et de bénéfices.
- ⇒ Attijari Bank constitue une bonne opportunité de placement : une valeur de croissance adossée à un portefeuille parmi les plus sains du secteur.
- ⇒ En Bourse, le titre a été pénalisée en 2019 en perdant plus de 17% à 31.72 DT (en date du 13/12/2019) après avoir atteint un plus haut historique de près de 52 DT en Août 2018. Avec une capitalisation boursière de 1 283 MDT, la banque traite à 2x son actif net comptable 2018 et 8.2x son bénéfice attendu en 2019, un niveau de valorisation certes supérieur à la moyenne sectorielle, mais qui se justifie largement au vu de ses fondamentaux solides, mais reste tout de même au-dessous de la moyenne du marché. La banque a toujours eu une rémunération généreuse de son capital et à ce niveau de cours, Attijari Bank affiche un rendement dividende 2019e de 7.3%.

## SAH : Le leader tunisien à dimension régionale

Secteur : Santé

Actionnaire de Référence : JM HOLDING ( 67.02%)

Capitalisation boursière : 761 Millions de dinars

Indicateurs marché	2017	2018	2019e
BPA	0,38	0,35	0,60
DPA	-	-	0,15
P/E (x)	30,9	33,4	19,3
P/B (x)	4,0	3,5	1,9
VE/EBE (x)	11,5	13,4	8,3
DY	-	-	1,3%
Cours	14,08	11,38	11,69

Indicateurs MDT	2017	2018	2019e
Chiffre d'affaires	373,4	440,4	628,2
Croissance	10,1%	17,9%	42,7%
EBE	72,1	62,1	100,2
Marge d'EBE	19,3%	14,1%	15,9%
RNPG	24,6	22,8	39,5
Croissance	-25,9%	-7,5%	73,4%
Endettement Net	64,4	67,9	184,3
Gearing	33,8%	31,0%	45,9%
ROE	12,9%	10,4%	9,8%

Evolution de l'action SAH depuis 2016 (les cours sont ajustés)



Performance	2017	2018	2019
Variation	43,11%	-19,18%	2,39%
+haut	14,11	15,271	12,35
+bas	9,224	10,60	9,74

Argumentaire d'investissement

- ⇒ Le spécialiste des articles hygiéniques après avoir assuré la position de leader sur son marché national, il s'est sensiblement développé sur les marchés limitrophes notamment la Libye et l'Algérie où il a réussi aussi à s'accaparer une position de leader. Aujourd'hui le groupe continue son **expansion géographique** et met le cap sur l'Afrique subsaharienne, où une première unité industrielle a été installée en Côte d'Ivoire dans le but de créer une plateforme régionale pour exporter vers les autres pays membres de l'UEMOA. Pour mieux desservir la région une deuxième unité au Sénégal a été créée. Le groupe SAH s'intéresse également à l'Afrique de l'Est avec l'intention de s'implanter au Kenya pour desservir le marché local et voisins (Tanzanie et Uganda). L'objectif central de cette internationalisation étant de devenir le **leader africain** puisqu'aucune multinationale ne domine ce continent, hormis en Afrique du Sud.
- ⇒ Le groupe SAH opère dans un marché concurrentiel où la réduction des coûts et l'amélioration de l'efficacité opérationnelle sont les sources de génération de cash-flows et de création de valeur. **L'intégration en amont** à travers la filiale AZUR Papier sera le moteur de l'amélioration des marges pour l'ensemble du groupe. C'est dans cette logique que le groupe a procédé à un doublement de la capacité de production, en juillet 2019, ( un investissement de 75 MDT) avec une 2ème ligne afin de réduire les coûts de production et améliorer les marges du groupe tout en augmentant les exportations de ouate de cellulose excédentaire.
- ⇒ Au second semestre de 2019, le groupe SAH s'est lancé dans le segment **des détergents ménagers** à travers une nouvelle filiale "Azur Détergent" spécialisée dans la production de détergents sous la marque "Lilas" pour le marché local. Une nouvelle activité qui profitera du réseau commercial bien étendu et d'un nom de marque bien ancré. Un segment porteur puisque l'essentiel de la consommation nationale en détergents est importée.
- ⇒ En bourse, le caractère défensif de la valeur justifie le niveau de valorisation élevé ( P/E 2019e 19,3x et un P/BV 2018 de 3,5) et nous considérons que les retombées **du large programme d'investissement** réalisé ( 250 Mdt) vont se faire sentir à partir de 2020.

**UIB : Relèvement de la trajectoire de croissance**

Secteur : Bancaire

Actionnaire de Référence : Société Générale ( 52.34%)

Capitalisation boursière : 733 Millions de dinars

Indicateurs marché	2017	2018	2019e
BPA	2,8	3,4	3,9
DPA	0,65	0,70	0,75
P/E (x)	8,1	6,6	5,7
P/B (x)	1,7	1,4	1,2
Capi/PNB (x)	2,5	2,0	1,7
DY	3,0%	3,1%	3,3%
Cours *	21,36	22,84	22,5

\*: les cours sont ajustés

**Evolution de l'action UIB depuis 2016**

(les cours sont ajustés)



Performance	2017	2018	2019
Variation	<b>26,28%</b>	<b>6,96%</b>	<b>-1,50%</b>
+haut	23,30	34,641	23,40
+bas	16,359	20,69	19,46

En date du 13 Décembre 2019

Indicateurs MDT	2017	2018	2019e
PNB	290,1	362,7	429,5
Croissance	17,1%	25,0%	18,4%
EBIT	138,6	169,5	200,6
RAIP	145,4	184,2	231,0
Résultat Net	90,1	111,8	128,4
Crédits à la clientèle	4 938,4	5 333,8	5 638,0
Dépôts de la clientèle	4 123,2	4 688,8	5 136,0
Fonds propres	441,0	530,5	621,2
ROE	20,4%	21,1%	20,7%

Ratios	2016	2017	2018
Taux de CDL	9,40%	8,10%	7,70%
Taux de Couv. CDL	77,00%	71,00%	78,00%
Ratio de solvabilité	11,00%	11,10%	11,30%
Coef d'exploitation	48,50%	46,61%	46,54%
Com./char per.	92,42%	93,75%	90,79%
Nombre d'agence	135	142	144
Effectif	1344	1406	1445

**Argumentaire d'investissement**

⇒ L'UIB est adossée au groupe français Société Générale qui a une ambition régionale sur le continent africain. Cet adossement et **partenariat capitalistique** a permis un transfert de savoir-faire indéniable notamment en termes commercial, système d'information, managérial, etc...

⇒ Après les fortes zones de turbulence par lesquelles l'UIB est passée, la banque a bien su se redresser et partir vers l'avant grâce aux opérations de recapitalisations opérées. Les chiffres le prouvent : d'un déficit de 180 MDT en 2007 à un bénéfice de plus de 110 MDT en 2018. D'un portefeuille créances chaotique, elle est passée à un **portefeuille sain** parmi les meilleurs de la place ( Taux CDL de 7.7% et taux de couverture de 78%). La banque devrait clôturer l'année 2019 sur un bénéfice aux environs de 130 MDT permettant à l'UIB de rejoindre le peloton des banques tunisiennes les plus rentables.

⇒ Cette **transformation de la banque** a été reconnue par le marché puisque la capitalisation boursière de l'UIB a été multipliée par 6.5 en 11 ans !!!! Un autre point positif, c'est que la banque a toujours réalisé ses objectifs, un fort signal de confiance pour les investisseurs.

⇒ L'UIB a un **fort positionnement sur le segment des particuliers** (15% de PDM) mais compte désormais sur une stratégie de conquête sur les marchés de l'Entreprise et de la clientèle Haut de Gamme.

⇒ En 2019, a été une des valeurs bancaires les moins pénalisées perdant 1.5% depuis le début de l'année. A ce niveau de cours, le titre reste très attractif vu le potentiel de croissance et s'échange à un niveau de P/E 2019e de 5.7x plaçant l'UIB aux côtés **des banques privées les moins chères du secteur**.

**OTH : Une fierté pour le secteur technologique**

Secteur : Technologie

Actionnaire de Référence : La famille SELLAMI ( 44.02%)

Capitalisation boursière : 718,2 Millions de dinars

Indicateurs marché	2017	2018	2019e
BPA	0,8	1,1	1,0
DPA	0,3	0,3	0,3
P/E (x)	16,3	14,6	13,9
P/B (x)	2,3	2,5	1,9
VE/EBE (x)	10,9	8,5	8,3
DY	2,3%	2,1%	2,5%
Cours	12,82	15,61	13,40

Indicateurs en MDT	2017	2018	2019e
Chiffre d'affaires	698,7	838,6	939,3
Croissance	21,4%	20,0%	12,0%
EBE	71,4	91,0	93,9
Marge d'EBE	10,2%	10,9%	10,0%
RNPNG	42,0	57,3	51,6
Croissance	56,3%	36,4%	-10,0%
Endettement Net	40,1	56,4	59,2
Gearing	13,7%	16,7%	16,0%
ROE	16,7%	20,5%	16,2%

**Evolution de l'action OTH depuis 2016**

(les cours sont ajustés)



Performance	2017	2018	2019
Variation	<b>61,1%</b>	<b>21,8%</b>	<b>-14,2%</b>
+haut	12,83	18,40	16,15
+bas	8,05	12,69	13,35

**Argumentaire d'investissement**

⇒ Le groupe One Tech Holding est un **fleuron national de l'industrie électromécanique**. Il jouit d'une grande notoriété lui conférant la position du deuxième plus important exportateur privé du pays et la position de monopole en Afrique dans la fabrication de circuits imprimés. Aujourd'hui, OTH réalise 80% de son chiffre d'affaires à l'export.

⇒ Opérant historiquement sur la câblerie, le groupe a intégré de nouveaux métiers à savoir la mécatronique ( assemblage électronique et mécanique) et les télécoms. Cette diversification répond à deux objectifs stratégiques: le développement de synergies entre les sociétés du groupe afin d'offrir au client une solution complète « one stop shop » et la recherche d'opportunités d'investissement rentables. Un des points forts du groupe, ce sont ses partenariats avec de grands groupes internationaux avec qui il a tissé des relations stratégiques et stables et qui lui ont permis d'accéder à une clientèle de renommée locale (STEG, Tunisie Télécom, etc..) et surtout internationale( Leoni, Yazaki, Renault trucks, Bosch, Siemens, etc...).

⇒ **OTH dispose d'un vivier de rentabilité latente sur les projets récemment lancés et n'ayant pas encore atteint leur rythme de croisière** et d'autres qui sont à des stades de négociations avancés.

⇒ En bourse, le titre traite aujourd'hui à 13,9x ses bénéfices estimés de 2019 et 14,6x son bénéfice de 2018, des niveaux appréciables compte tenu du potentiel de croissance latent.

### UNIMED : Un fleuron de l'industrie pharmaceutique

Secteur : Santé

Actionnaire de Référence : Ridha CHARFEDDINE ( 63%)

Capitalisation boursière : 296,7 Millions de dinars

Indicateurs marché	2017	2018	2019e	Indicateurs en MDT	2017	2018	2019e
BPA	0,4	0,6	0,6	Chiffre d'affaires	70,3	87,1	101,7
DPA	0,2	0,3	0,3	Croissance	8,5%	23,8%	16,7%
P/E (x)	18,9	14,0	14,6	EBE	22,0	31,2	36,6
P/B (x)	2,9	2,7	2,9	Marge d'EBE	31,3%	35,8%	36,0%
VE/EBE (x)	13,9	9,8	8,3	RN	12,5	18,4	20,4
DY	3,2%	4,3%	3,7%	Croissance	13,5%	46,5%	10,9%
Cours	7,39	8,03	9,27	Endettement Net	-5,5	8,2	8,6
				Gearing	-6,6%	8,7%	8,3%
				ROE	17,9%	24,5%	24,7%

#### Argumentaire d'investissement

⇒ Opérant dans l'industrie pharmaceutique, un des secteurs les plus défensifs, UNIMED est forte de 30 ans d'expertise et détient 350 AMM en Tunisie et à l'étranger (64 en Asie et 82 en Afrique).

Elle produit les médicaments à usage humain sous forme de génériques sous sa propre marque UNIMED et de médicaments façonnés au profit de laboratoires tiers. La société est aussi leader sur le marché des produits stériles avec une part de marché de 27%.

⇒ La société est **partenaire de plusieurs laboratoires pharmaceutiques internationaux** avec lesquels elle a tissé de forts liens stratégiques ce qui lui a permis un transfert de savoir-faire indéniable.

⇒ Ses marchés à l'**export** sont en croissance continue et ses ventes au-delà des frontières représentent, à fin Septembre 2019, **43% de son chiffre global**. Cette orientation s'inscrit dans le cadre d'une stratégie globale visant à réduire sa dépendance du marché local qui reste soumis à certaines contraintes.

⇒ **La société dispose d'une structure financière très peu endettée**, génère des revenus en croissance continue, dégage des cash-flows lui permettant de financer ses investissements et affiche une rentabilité appréciable. Ses perspectives de croissance sont prometteuses notamment avec le développement du portefeuille de produits génériques et la consolidation des ventes à l'export notamment en Afrique.

⇒ Le titre s'échange à un niveau de P/E 2019e de 14,6x et un P/BV 2019e de 2,9x. Unimed est par excellence une valeur défensive et un bon choix de placement dans un marché difficile.

Evolution de l'action UNIMED depuis 2016 (les cours sont ajustés)



Performance	2017	2018	2019
Variation	-11,9%	8,6%	15,5%
+haut	8,73	9,50	11,02
+bas	6,95	7,28	7,46

### SOTUVER : Une société au diapason du rythme de transformation du secteur

Secteur : Biens et services industriels

Actionnaire de Référence : Compagnie Financière d'Investissement- Groupe BAYAHI ( 75%)

Capitalisation boursière : 231,7 Millions de dinars

Indicateurs marché	2017	2018	2019e	Indicateurs en MDT	2017	2018	2019
BPA	0,4	0,6	0,71	Chiffre d'affaires	67,2	95,4	104,9
DPA	0,3	0,3	0,30	Croissance	22,3%	41,8%	10,0%
P/E (x)	12,8	13,2	12,1	EBE	23,7	30,4	33,6
P/B (x)	2,4	3,6	3,1	Marge d'EBE	35,2%	31,9%	32,0%
VE/EBE (x)	11,0	8,6	7,8	RNPG	10,4	17,4	19,2
DY	5,3%	3,6%	3,5%	Croissance	66,7%	68,1%	10,4%
Cours	4,87	8,43	8,50	Endettement Net	36,4	27,9	29,3
				Gearing	65,6%	43,2%	38,7%
				ROE	23,0%	36,9%	34,0%

#### Argumentaire d'investissement

⇒ La SOTUVER confirme son **statut d'entreprise majoritairement exportatrice** avec une part de 54% du chiffre d'affaires réalisée à l'export. Le marché algérien reste la principale destination à l'international et accapare à lui seul 50% des exportations de la société.

⇒ La société a réalisé d'importants investissements ces dernières années pour augmenter sa capacité de production. La nouvelle phase d'investissement sera focalisée sur l'amélioration de la productivité ainsi que la maîtrise des charges notamment la facture énergétique (Installation de broyage et de combustion au pet coke et la production d'électricité photovoltaïque). Pour la stratégie commerciale, la société devrait consolider et renforcer ses relations avec son partenaire stratégique sur le marché local à savoir le groupe SFBT et bien évidemment avec les autres partenaires.

⇒ SOTUVER poursuivra également ses efforts pour **renforcer ses marchés en Afrique subsaharienne** où elle a exporté ces dernières années des commandes vers le Ghana, la Guinée, le Libéria et la Gambie et ce à travers la centrale d'achat de la marque Coca-Cola. D'autres marchés africains sont en cours de prospection.

⇒ En bourse, le titre s'est maintenu quasiment inchangé en 2019 et traite à 12,1x ses bénéfices estimés de 2019 et 13,2x son résultat net de 2018. Nous restons très favorable sur le titre dont le potentiel de hausse est assez important.

Evolution de l'action SOTUVER depuis 2016 (les cours sont ajustés)



Performance	2017	2018	2019
Variation	58,1%	73,1%	0,8%
+haut	5,07	8,68	10,47
+bas	3,04	4,21	8,12

**ICF : Un opérateur mondial de taille**

Secteur : Chimie

Actionnaire de Référence : Groupe MARHABA (36.12%) , ARMICO ( 26.67%)

Capitalisation boursière : 256 Millions de dinars

Indicateurs marché	2017	2018	2019e
BPA	7,1	18,4	14,3
DPA	4,0	9,0	9,0
P/E (x)	17,2	6,6	8,5
P/B (x)	3,2	2,3	2,1
VE/REX (x)	19,0	6,6	7,9
DY	16,0%	5,3%	7,4%
Cours	24,94	170,95	122,00

Indicateurs MDT	2017	2018	2019e
Chiffre d'affaires	118,1	158,0	184,1
Croissance	42,8%	33,9%	16,5%
Rex	12,6	36,0	30,2
Marge d'EBE	10,7%	22,8%	16,4%
RN	14,9	38,6	30,0
Croissance	3621,8%	158,3%	-22,2%
Endettement Net	-11,5	-16,5	-20,2
Gearing	-14,4%	-15,0%	-16,7%
ROE	18,7%	35,1%	24,8%

Evolution de l'action ICF depuis 2016  
(les cours sont ajustés)**Argumentaire d'investissement**

- ⇒ Industries Chimiques du Fluor est un **des principaux producteurs mondiaux** du fluorure d'aluminium (ALF3), un matériau qui a récemment gagné un immense intérêt sur le marché mondial grâce à son large éventail d'applications et à ses propriétés bénéfiques. L'ALF3 est principalement utilisé comme additif dans la production d'aluminium primaire. Son principal atout est qu'il permet de réduire la consommation de l'énergie électrique. ICF reste, avec les italiens et l'émirati Gulf Fluor, le principal fournisseur de la région Europe, Afrique et Moyen Orient.
- ⇒ Sur le plan mondial, la configuration du marché est en pleine mouvance et la Chine qui est le principal producteur mondial de ALF3 n'est plus aussi présent sur le plan international que précédemment pour des considérations environnementales et préférant pourvoir sa demande interne.
- ⇒ En tant que société totalement exportatrice, ICF propose ses produits à plusieurs fonderies d'aluminium qui apprécient fortement **la qualité de ses produits certifiés ISO** ce qui constitue **une base de clientèle solide** lui permettant une stabilité dans son carnet de commande. D'ailleurs, la société fonctionne à pleine capacité et son carnet de commande pour 2020 est déjà clôturé.
- ⇒ Ceci étant, ICF opère dans **un secteur cyclique** où les prix des matières premières fluctuent en fonction des conditions du marché. Ceci est valable aussi bien pour son output l'ALF 3 que pour ses inputs importés notamment, le spath fluor et l'alumine.
- ⇒ ICF présente **une structure financière solide** avec une trésorerie nette excédentaire, un portefeuille de participations conséquent ( 21 MDT) qui recèle une plus-value latente de plus de 42 MDT provenant essentiellement de sa participation à ATTIJARI Bank, une capacité de génération de cash-flow lui permettant de financer ses investissements et de rémunérer généreusement son capital ( un payout moyen de plus de 50% courant les deux derniers exercices). En 2019, ce taux de rémunération pourrait être révisé à la hausse puisque le projet d'investissement prévu pour un montant de 40 MDT n'est plus d'actualité !!!!
- ⇒ En bourse, et après le rallye de l'année dernière et qui s'est poursuivi jusqu'à Octobre 2019, la tendance s'est renversée et le titre est entré dans un couloir baissier. Cette correction est due, à notre avis, aux changements des conditions du marché à savoir la baisse du prix mondial de l'ALF 3 suite à l'intervention spot du concurrent chinois, la hausse des prix des matières premières puisque la Chine qui était un vendeur de spath fluor est venue s'approvisionner sur le marché mondial et aussi à l'appréciation du dinar face au dollar et à l'Euro. Ainsi, les prévisions antérieures au niveau du bottom line ont été révisées à la baisse et nous nous attendons à un résultat net 2019 aux alentours de 30 MDT. Malgré ça, nous pensons que **la valeur affiche encore des multiples intéressants** aussi bien pour le marché tunisien que par rapport à ses comparables internationaux (un P/E 2019e de 8.5x et VE/EBIT 2019e de 7.9x et un rendement dividende de 7.4% ).

**TPR : Un leader local aux ambitions internationales**

Secteur : Matières premières

Actionnaire de Référence : Groupe BAYAHI ( 75%)

Capitalisation boursière : 225 Millions de dinars

Indicateurs marché	2017	2018	2019e
BPA	0,3	0,4	0,4
DPA	0,2	0,2	0,2
P/E (x)	11,2	11,5	10,5
P/B (x)	1,7	2,1	1,9
VE/EBE (x)	9,3	8,7	8,1
DY	6,8%	5,3%	5,3%
Cours	3,37	4,54	4,50

Indicateurs en MDT	2017	2018	2019e
Chiffre d'affaires	154,4	188,7	204,1
Croissance	20,6%	22,2%	8,1%
EBE	27,0	28,6	30,9
Marge d'EBE	17,5%	15,1%	15,5%
RNPG	15,0	19,8	21,4
Croissance	61,3%	31,8%	8,0%
Endettement Net	10,5	23,6	24,8
Gearing	10,5%	21,5%	20,8%
ROE	17,6%	22,0%	21,9%

Evolution de l'action TPR depuis 2016  
(les cours sont ajustés)**Argumentaire d'investissement**

- ⇒ **Leader sur le marché**, TPR est devenu en quelques années un groupe intégré en amont et en aval dans l'industrie des profilés aluminium. Une physionomie fruit d'une stratégie de croissance externe dynamique dont le but est d'ancre le positionnement de la marque sur le marché local et de se distinguer davantage sur les marchés étrangers.
- ⇒ **L'année 2019 a été marquée par de bonnes réalisations** malgré la persistance des difficultés du secteur bâtiment organisé, la chute du marché libyen et l'augmentation démesurée des produits importés en provenance de la Chine et la Turquie. TPR a ainsi réussi à reprendre des parts de marché perdues **grâce à une nouvelle stratégie agressive et à une forte dynamique commerciale**. A l'international, TPR est en train de consolider son positionnement et notamment sur le marché européen qui accapare à lui seul 65% de son chiffre d'affaires à l'export.
- ⇒ La filiale algérienne PROFAL, entrée en activité en 2015, recèle d'importantes opportunités de croissance: un marché de 35 000 tonnes de profilés dont 14 000 tonnes sont importées.
- ⇒ Après deux années de hausse, le titre a été quasiment stable en 2019 réduisant la valorisation du titre à 10,5x ses bénéfices estimés 2019, un niveau qui reste fort attrayant par rapport au marché mais aussi compte tenu du potentiel de croissance latent sur le marché algérien.

## Eurocycles : 2019 année de la reprise

Secteur : Automobiles et Equipementiers

Actionnaire de Référence : M. Essayeh Habib (33.58%), M. Rekik Mohamed (10.46%)

Capitalisation boursière : 232 Millions de dinars

Indicateurs marché	2017	2018	2019e	Indicateurs MDT	2017	2018	2019e
BPA	1,7	1,0	1,8	Chiffre d'affaires	83,8	67,7	84,6
DPA	1,4	1,1	1,5	Croissance	4,3%	-19,2%	25,0%
P/E (x)	10,7	19,7	10,4	EBE	16,9	10,2	18,6
P/B (x)	3,9	4,2	3,2	Marge d'EBE	20,1%	15,0%	22,0%
VE/EBE (x)	10,1	16,7	9,1	RNPG	15,5	8,5	16,0
DY	6,2%	6,9%	8,2%	Croissance	8,5%	-45,4%	89,0%
Cours	21,91	15,76	18,8	Endettement Net	-4,7	2,5	-12,4
				Gearing	-10,6%	6,0%	-23,7%
				ROE	35,3%	20,8%	30,6%

### Argumentaire d'investissement

- ⇒ La société Eurocycles, spécialisée dans le montage et l'assemblage de vélos, est une société **totale**ment exportatrice qui exporte principalement vers le marché européen. Cette proximité géographique par rapport à ses centres de vente lui procure un avantage concurrentiel.
- ⇒ Après un exercice 2018 transitoire où la société a connu une baisse des ventes et une phase d'investissement pour se préparer au lancement des vélos électriques à plus forte valeur ajoutée, Eurocycles semble bien se redresser en 2019. Les chiffres des neufs premiers mois confirment bien cette reprise avec une hausse de 27% du CA par rapport à la même période en 2018 pour atteindre 69 Mdt soit 1,8 Mdt de plus que le CA 2018 sur une année pleine. Le niveau de la production a connu aussi une croissance pour le troisième trimestre consécutif. Ainsi le niveau de la production a atteint, à fin Septembre 2019, 271 759 vélos soit 10% en plus qu'une année auparavant. Autre point important à signaler, c'est que Eurocycles est revenu presque à son niveau de CA de 2016 et 2017 mais avec un volume de production nettement inférieur ce qui pourrait être expliqué par la montée en gamme dans les vélos commercialisés.
- ⇒ Cette amélioration des marges sera d'autant plus renforcée avec le début de la commercialisation à partir du 4ème trimestre des vélos électriques et qui permettrait de dégager des niveaux de marge bien supérieurs à ceux des vélos classiques mais aussi d'améliorer le CA du dernier trimestre de l'année.
- ⇒ La finalisation des contrats tant attendus par les actionnaires, à savoir avec le groupe français DECATHLON, le groupe américain JB Imports et le groupe danois Salling Group, donneraient un nouvel élan au producteur national de vélos. Ce qui constitue un signal fort de confiance.
- ⇒ Au cours actuel, le titre s'échange à un niveau de P/E 2019e de 10.4x et affiche un bon rendement dividende de 8.2%. Ce niveau de valorisation et les perspectives positives de la société nous confortent dans notre opinion positive sur la valeur qui a baissé drastiquement à cause des retards accusés dans la réalisation des partenariats annoncés et le lancement des vélos électriques considérés comme les vecteurs de croissance future.

### Evolution de l'action Eurocycles depuis 2016



## ASSAD : Une reprise confirmée et des perspectives prometteuses en vue

Secteur : Automobiles et Equipementiers

Actionnaire de Référence : Famille Kallel ( 62%),

Capitalisation boursière : 86,4 Millions de dinars

Indicateurs marché	2017	2018	2019e	Indicateurs en MDT	2017	2018	2019e
BPA	0,8	0,7	0,9	Chiffre d'affaires	120,2	124,5	143,2
DPA	0,4	0,4	0,4	Croissance	23,0%	3,6%	15,0%
P/E (x)	10,6	10,7	7,6	EBE	24,6	15,8	21,5
P/B (x)	1,9	1,6	1,3	Marge d'EBE	20,5%	12,7%	15,0%
VE/EBE (x)	5,3	8,3	6,1	RNPG	9,3	8,3	11,3
DY	4,3%	4,7%	4,9%	Croissance	234,2%	-10,3%	36,0%
Cours	8,19	7,43	7,20	Endettement Net	42,5	42,0	44,2
				Gearing	81,9%	73,3%	68,4%
				ROE	21,8%	17,0%	21,3%

### Argumentaire d'investissement

- ⇒ **Pionnier et leader dans le secteur des batteries électriques**, le groupe ASSAD est spécialisé dans les batteries de démarrage, les batteries industrielles et les plaques en plomb. Avec l'arrivée à maturité du marché tunisien, le groupe s'est orienté vers les marchés export qui accaparent désormais **69%** du CA du groupe.
- ⇒ ASSAD est présent sur le marché algérien avec une unité d'assemblage des batteries à partir des plaques fabriquées par la société mère en Tunisie. ASSAD s'est aussi orienté vers l'Afrique subsaharienne vue la taille et la rentabilité de ce marché tout en révisant sa stratégie commerciale en Europe pour être plus proche des clients. La société a repris des parts de marché sur le marché local, et les marchés à l'exportation sont favorables.
- ⇒ Dans le cadre de sa stratégie de développement, **le groupe ASSAD demeure ouvert à toute alliance stratégique, permettant de hisser les réalisations et les performances du Groupe, notamment à l'international.**
- ⇒ Le premier semestre 2019 s'est soldée par un résultat net individuel en hausse de 91,4% à 7,2 MDT. L'année 2019 sera l'année de la confirmation du retour aux niveaux de résultat normatifs.
- ⇒ Autre fait saillant, la société a signé une convention de remboursement anticipé des Obligations Convertibles en Actions, souscrites par Léo Holding Ltd filiale de Abraaj Capital et totalisant un montant de 25 millions de dinars.
- ⇒ Le titre traite à 7,6 x ses bénéfices estimés 2019 et 10,7x ses bénéfices de 2018. Fondamentalement, nous pensons qu'il est opportun de se positionner sur le titre dont les perspectives de développement à l'international sont prometteuses.

### Evolution de l'action ASSAD depuis 2016 (les cours sont ajustés)



#### DISCLAIMER

**Risque :** L'investissement en valeurs mobilières est une opération à risques. Ce document s'adresse à des investisseurs avertis. La valeur et le rendement d'un investissement peuvent être influencées par plusieurs aléas notamment l'évolution des taux d'intérêt, de l'offre et la demande sur les marchés. Les performances antérieures n'assurent pas une garantie pour les réalisations postérieures. Aussi, les estimations des réalisations futures pourraient être basées sur des hypothèses qui pourraient ne pas se concrétiser.

**Limites de responsabilité:** L'investisseur admet que ces opinions constituent un élément d'aide à la décision. Il endosse la totale responsabilité de ses choix d'investissement. MAC SA ne peut en aucun moment être considéré comme étant à l'origine de ses choix d'investissement. Ce document ne peut en aucune circonstance être considéré comme une confirmation officielle d'une transaction adressée à une personne ou une entité et aucune garantie ne peut être donnée sur le fait que cette transaction sera conclue sur la base des termes et conditions qui figurent dans ce document ou sur la base d'autres conditions. Le Département Analyses & Recherches n'a ni vérifié ni conduit une analyse indépendante des informations figurant dans ce document. Par conséquent, le Département Analyse et Recherche ne fait aucune déclaration ou garantie ni ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit (expresse ou implicite) au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. En tout état de cause, il appartient aux lecteurs de recueillir les avis internes et externes qu'ils estiment nécessaires ou souhaitables, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tous autres spécialistes, pour vérifier notamment l'adéquation de la transaction qui leurs sont présentées avec leurs objectifs et contraintes et pour procéder à une évaluation indépendante. La décision finale est la seule responsabilité de l'investisseur. Le Département Analyse et Recherche ne saurait être tenue pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans la présentation.

**Sources d'information :** Nos publications se basent sur une information publique. Le Département Analyses et Recherche œuvre pour l'exhaustivité et la fiabilité de l'information fournie. Néanmoins, il n'est en mesure de garantir ni sa véracité ni son exhaustivité. Les opinions formulées émanent uniquement des analystes rédacteurs. Ce document et toutes les pièces jointes sont fondés sur des informations publiques et ne peuvent en aucune circonstance être utilisés ou considérés comme un engagement du Département Analyses et Recherches.

**Changement d'opinion :** Les recommandations formulées reflètent une opinion constituée d'éléments disponibles et publiques pendant la période de préparation du dit document. Les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés à tout moment sans préavis.

**Adéquation des objectifs:** Le Département Analyses et Recherches ne produit pas des notes de recherches à la demande. Ses publications ont été préparées abstraction faite des circonstances financières individuelles et des objectifs des personnes qui les reçoivent. Les instruments et les stratégies traitées pourraient ne pas convenir à l'ensemble des investisseurs. Pour cette raison, reposer une décision d'investissement uniquement sur ces opinions pourrait ne pas mener vers les résultats escomptés.

**Propriété et diffusion:** Ce document est la propriété du Département Analyses et Recherche de MAC SA. Ce support ne peut être dupliqué, copié en partie ou en globalité sans l'accord écrit du Département. Ce document ne peut être distribué que par MAC SA. Toute personne acceptant la réception de ce document est liée par les termes ci-dessus.