

N°	Société	Performance 2020	Commentaire	P/E 2020e	P/E 2021e	P/B 2020e	Yield 2020e	Opinion
1	Servicom	+230%	Le titre a réalisé un rallye inattendu en 2020 après la débâcle de 2019. Le groupe passe par une phase de changement stratégique depuis sa décision de se retirer définitivement du métier du BTP, peu rentable et fortement consommateur en BFR. Une situation financière critique et des problèmes récurrents de trésorerie ont amené la société à différer le paiement de quatre échéances de son emprunt obligataire émis en 2016. L'issue de la demande d'arbitrage à l'encontre du fonds d'investissement GEM (un éventuel dédommagement entre 20 et 33MDt) est incertaine. Malgré la bonne tenue des pôles climatisation et ascenseurs, il reste un long chemin à parcourir par le Groupe pour assainir ses finances. Plusieurs rendez-vous manqués et un déficit historique en 2018 qui décrédibilisent le titre auprès des investisseurs.	n.s	n.s	n.s	0,0%	Alléger
2	UADH	+195%	Mettant un terme à une série de quatre années boursières baissières, UADH a terminé l'année sur une belle performance. Faisant l'objet d'une éventuelle prise de participation, par un partenaire stratégique, à travers l'une ou toutes les filiales du groupe, le titre a, en effet, attiré, en fin d'année, l'intérêt des investisseurs. Fin janvier 2021, le concessionnaire a annoncé l'arrêt de l'opération réservée au partenaire stratégique avec lequel un mandat d'exclusivité a été signé. Les fondamentaux du concessionnaire sont les moins bien positionnés par rapport au secteur particulièrement en termes de levier financier. Valorisation chère, comparativement à ses pairs. Retards récurrents de publication, le groupe UADH n'a pas encore publié ses états financiers au titre de 2018 et 2019.	n.s	n.s	1,8	0,0%	Alléger
3	Tuninvest	+194%	Après la performance décevante de l'année 2019 (-13%), la société de capital-risque a suscité, en fin d'année, l'intérêt des investisseurs, affichant l'une des meilleures performances de la cote en 2020 grâce à la concrétisation d'une plus-value suite à la cession d'un titre de participation. La rentabilité de la Sicar, intimement liée aux opérations de cession d'actifs financiers a également bénéficié de la récurrence des dividendes de ses actifs et de l'amélioration des revenus de participation. Le principal atout du titre réside dans sa politique de rémunération généreuse (distribution de résultats sous forme de dividendes et de restitution de capital). Toutefois, son bémol est incontestablement lié à la taille modeste de la société (une capitalisation de 5MDt), sa faible liquidité boursière (cotation en mode fixing) et son faible flottant, qui entravent l'évolution de son cours boursier.	3,8	28,7	1,6	4,2%	Conserver
4	Tawasol Group Holding	+180%	Un retour en force pour le titre après le parcours calamiteux connu depuis son entrée en bourse. Une envolée surprise réalisée en bonne partie sur les derniers mois de l'année et qui n'a pas permis au groupe de renouer avec ses niveaux de valorisation lors de son IPO. Depuis sa mise sur le marché, la relation de Tawasol avec les investisseurs a été lésée par les décalages notables par rapport aux promesses et les retards fréquents dans la publication des résultats. Jusqu'au T4 2020, dernière publication financière du Groupe, notre visibilité est limitée au top line qui affiche les dégâts importants de la crise de la Covid-19 et de l'arrêt de l'activité pendant deux mois (chute du chiffre d'affaires consolidé de 46%). Cette crise devrait pénaliser les équilibres financiers du groupe, déjà fragilisés par le ralentissement immobilier et du secteur du BTP sur les dernières années. La transaction stratégique que TGH entreprend, l'opération de Spin-out de la filiale Hayatcom, marque une étape majeure dans l'évolution du groupe. Cette opération inédite sur la Bourse de Tunis prévoit que les actionnaires de TGH recevront une quotité proportionnelle d'actions de Hayatcom en fonction du nombre de titres TGH qu'ils possèdent. Suite à l'opération de Spin-out, Hayatcom sera une société faisant appel public à l'épargne. Le management de la société demandera aux autorités du marché la négociabilité de ses titres sur le système de cotation électronique (groupe 13). L'équipe de direction a annoncé, également, qu'un dossier d'admission à la cote principale de la bourse sera déposé après l'opération du Spin-out et d'ici la fin de l'année en cours. Après Hayatcom, le management étudie la possibilité de réaliser une autre opération de Spin-out qui va concerner la filiale Retel, spécialisée dans les travaux d'infrastructure et dans les gazoducs. L'objectif est de permettre à cette filiale de financer sa croissance et de lui offrir la possibilité de nouer des partenariats capitalistiques. La finalité ultime des opérations de Spin-out successives est de scinder les différentes activités du Groupe en des entités séparées qui seront cotées en bourse, transparentes et disposant de leur propre identité et de concentrer les efforts du Holding sur la promotion immobilière. L'absence d'informations financières suffisantes (absence des états financiers consolidés de 2019 pour TGH et des indicateurs financiers clés de Hayatcom) pour étayer notre jugement sur l'opportunité de l'opération de Spin-out altère notre jugement sur la valeur. Peu de visibilité, peu d'intérêt donc.	n.s	n.s	3,0	0,0%	Alléger
5	GIF	+125%	GI, qui vient tout juste de publier ses états financiers de 2019 a enchaîné un sixième exercice déficitaire de suite. Malgré la signature des accords de partenariat commercial avec l'italien UFI FILTERS, SOGEFI et OPEL et l'amélioration des ventes à l'export, la société n'a pas réussi à booster ses ventes locales. La crise sanitaire en 2020 est venue pour enfoncer davantage le clou. A fin 2020, le spécialiste des filtres a vu son chiffre d'affaires accusé une chute de 75% à 2,7MDt. La société présente une modeste capacité de génération de cash et un endettement en hausse. L'engouement pour le titre en bourse est expliqué par l'éventuel intérêt d'un partenaire stratégique au Groupe UADH, auquel la société fait partie. En l'absence d'information, nous recommandons la vente du titre.	n.s	n.s	n.s	0,0%	Alléger

6	<b>AeTECH</b>	+85%	La débâcle boursière, entamée par la société depuis son introduction en bourse en 2013, semble prendre fin. AeTECH affiche enfin une embellie boursière à envier remédiant quelque part à sa capitalisation boursière dissoute. Néanmoins, l'activité et la profitabilité de la société technologique poursuivent leur déclin. Aucun intérêt à se positionner sur le titre.	n.s	n.s	n.s	0,0%	<b>Alléger</b>
7	<b>Adwya</b>	+76%	Le titre a rompu en 2020 avec trois longues années d'hibernation. La fuite vers les valeurs défensives qui a ponctué la crise de la Covid-19 et l'annonce de la relance potentielle du processus de privatisation par Al Karama Holding ont insufflé une nouvelle dynamique au titre sur le marché. La nouvelle équipe managériale qui a pris les rênes de la société en août 2018, promet le changement: rationaliser le portefeuille des produits, mettre le cap sur l'export, accélérer le virage vers les produits génériques et pénétrer le segment des produits ophtalmologiques et respiratoires. Le nouveau business plan publié en marge de la dernière AGO (en juin dernier) nous semble optimiste. Les chiffres dévoilés sous-estiment, à notre avis, les défis auxquels doit faire face la société: une vulnérabilité au risque de change et une concurrence âpre sur le segment des collyres et des injectables tant sur le marché local qu'à l'export. Nonobstant sa valorisation élevée, nous recommandons de conserver le titre pour profiter des effets d'entraînement en bourse que susciterait la mise en vente de la part d'El Karama Holding.	30,9	20,0	2,2	2,4%	<b>Conserver</b>
8	<b>Carthage Cement</b>	+61%	Après la débâcle de l'année dernière, le titre a repris, courant 2020, du poil de la bête, suscitant de nouveau l'intérêt des investisseurs. Après le départ de la société de sous-traitance danoise NLS en 2019, les programmes successifs de licenciement à l'amiable, et la réussite de l'augmentation de capital, qui a été primordiale pour le sauvetage de la cimenterie publique, Carthage Cement fait les premiers pas vers la réalisation des objectifs de son business plan. Le cimentier affiche, une exploitation en nette amélioration malgré le contexte sanitaire délicat. Pour 2020, le cimentier annonce des revenus en légère hausse de 1,3% à 253MDt et un résultat net en nette amélioration passant d'un déficit de -51,3MDt en 2019 à un bénéfice de 19,3MDt. Le processus de privatisation du cimentier est en cours. L'éventuelle cession du cimentier pourrait constituer un fort catalyseur pour le titre en bourse. La valorisation actuelle du cimentier est chère. Carthage Cement reste un titre à profil de risque élevé. Valeur à suivre de près.	46,9	13,8	n.s	0,0%	<b>Conserver</b>
9	<b>Céréalis</b>	+54%	Malgré la conjoncture actuelle marquée par la poursuite de la propagation du virus de la Covid-19 impactant directement le secteur touristique et le pouvoir d'achat des ménages, le spécialiste des snacks salés a su tirer son épingle du jeu en 2020. Le bon positionnement de Céréalis sur le marché local (leader avec une part de marché de 65%) et ses marques bien établies lui ont permis d'afficher une résilience appréciable et des revenus en amélioration quoiqu'en nette décélération. Les bons fondamentaux du Groupe et surtout sa valorisation bon marché appuient notre avis favorable. Toutefois, la taille relativement réduite de Céréalis (capitalisation de 45MDt) l'évince du radar des investisseurs étrangers.	16,0	15,9	2,5	1,5%	<b>Acheter</b>
10	<b>Astree</b>	+49%	Bien géré et doté de fonds propres solides, l'assureur du groupe BT, représente un sain véhicule pour s'exposer au secteur de l'assurance. Comme à l'accoutumé, le titre se trouve dans le vert. La croissance soutenue des bénéfices depuis 2012 et sa distribution généreuse ne cesse de susciter l'intérêt des investisseurs. L'année prochaine, l'impact de la baisse des taux serait limité pour Astree qui présente une faible exposition aux obligations à revenu fixe. Toutefois, la faible liquidité du titre (152 mille dinars transigés en 2020) constitue un frein à l'investissement.	15,2	16,4	2,0	3,7%	<b>Conserver (+)</b>
11	<b>Délice Holding</b>	+47%	2020 a été l'année du rattrapage boursier par excellence pour le Groupe Délice Holding. Le Groupe a affiché des réalisations financières appréciables en 2020 et une gestion salubre de la crise de la Covid-19 non seulement parce qu'elle a coïncidé avec la période de haute lactation, mais aussi grâce à ses importantes capacités logistiques et de stockage. Fruit de plusieurs années d'investissement dans l'innovation, dans l'élargissement de la gamme des produits, dans l'augmentation des capacités de transformation et dans l'optimisation de l'efficacité opérationnelle, le crû de 2020 devrait inaugurer une nouvelle phase de croissance prometteuse pour le fleuron de l'industrie laitière en Tunisie avec une progression à deux chiffres au niveau des résultats et l'amorce d'un processus de désendettement. Les nouveaux projets entrepris devraient permettre au Groupe, dans les prochaines années, de consolider son positionnement sur le segment des produits laitiers frais, locomotive de rentabilité pour le Groupe et de monter en puissance sur les « boissons » en prenant notamment le virage de l'eau minérale. Le lancement de l'activité de l'eau minérale, à fin 2020, est bénéfique pour le Groupe car cette activité est à forte marge et elle va profiter d'un circuit de distribution bien rodé. La valorisation actuelle de Délice Holding offre un point d'entrée intéressant sur un major de l'industrie laitière et des jus, en pleine phase de consolidation/diversification et aux fondamentaux solides. La libéralisation très attendue (mais sans visibilité) des prix du lait UHT devrait libérer un important potentiel de revalorisation pour l'action.	16,6	15,5	3,7	2,8%	<b>Acheter</b>
12	<b>BH Assurance</b>	+46%	Après une performance boursière négative en 2019, pénalisée par la non-distribution de dividende au titre de l'exercice 2018, le titre BH Assurance a renversé la tendance en 2020. La filiale de la banque publique, rebaptisée en 2019 "BH Assurance" a témoigné d'une résilience appréciable dans ce contexte inédit de la crise sanitaire. Même si en nette décélération, les primes émises de l'assureur se sont inscrites en hausse. Le contexte de taux baissier commencera à peser sur le rendement de placement de l'assureur à partir de 2021. Toutefois, la baisse serait limitée grâce à la faible exposition de l'assureur aux obligations à revenu fixe. L'éventuelle cession de la participation du Groupe CARTE (qui détient plus de 30% du capital de l'assureur) dans le capital de BH Assurance risquerait de mettre de la pression sur le titre. La principale faiblesse de l'assureur réside dans ses faibles fonds propres qui limitent la croissance de son activité (l'assureur détient une faible part de marché d'environ 4,3%). Le titre se négocie à un niveau de valorisation en ligne avec celui de l'univers coté. Néanmoins, la distribution peu généreuse du titre et son flottant minuscule handicapent sa performance boursière.	12,4	13,0	1,8	2,1%	<b>Conserver (+)</b>

13	Sotumag	+41%	Le gestionnaire du marché de gros a enchaîné une septième année boursière dans le vert. Le titre a profité des publications rassurantes en 2020, malgré le contexte pandémique, et de l'engouement du marché pour les placements défensifs. Le profil de risque de la société est, certes, faible mais les perspectives de croissance sont également limitées. La réduction des charges constitue le principal relais de rentabilité pour la compagnie. Un positionnement sur le titre est préconisé, en particulier pour un profil CEA en raison du profil rentier de la compagnie et du bon rendement en dividendes qu'elle offre.	9,2	7,8	1,5	4,4%	Acheter
14	AMS	+41%	Outre les problèmes structurels persistants auxquels la filiale du Groupe Loukil fait face (concurrence du marché informel, surendettement et faible capacité de génération de cash), l'entreprise a été frappée de plein fouet par la crise sanitaire. En effet, depuis la décision du confinement général en Mars 2020, la société n'a pas réussi à reprendre ses activités. La société a, dans un premier temps, annoncé un chômage technique pour une période de six mois afin de mettre en place un plan de restructuration financière et opérationnelle et de lever des fonds. Au bout des six mois, la société a informé le public que la reprise de l'activité, prévue pour le 14 Septembre 2020, ne pourra pas avoir lieu; une reprise conditionnée par le dédouanement des matières premières bloquées au port, suite à la non-obtention des financements nécessaires auprès du secteur bancaire. L'absence continue de soutien financier pour le financement du cycle d'exploitation met en péril l'existence de la société.	n.s	n.s	n.s	0,0%	Alléger
15	Euro-Cycles	+36%	Le producteur des vélos a affiché un bon crû boursier pour la deuxième année de suite. Bien qu'elle ait suscité l'inquiétude des acteurs de l'industrie des cycles dans le monde avec l'arrêt des usines, la fermeture des frontières, la dégradation de la conjoncture économique dans le monde et les perturbations dans les chaînes de valeur, la crise de la Covid-19 constitue une opportunité pour l'industrie du vélo, en général, et pour Euro-Cycles en particulier. Malgré une activité économique mal en point, les rapports sur l'industrie des vélos en Europe sont plutôt encourageants. Ils font état d'une demande soutenue sur toutes les catégories de vélos. Et pour cause, la double perception du vélo en tant que moyen de transport « Covid safe » et écologique. Outre l'intérêt soutenu dans le monde pour le vélo dans la période post-covid, l'activité du Groupe Euro-Cycles devrait profiter de la montée en puissance du vélo électrique, de l'intensification des efforts de prospection et du lancement de nouveaux créneaux (E-Scooter et assemblage des batteries électriques). Le positionnement sur le titre reste d'actualité mais pour un horizon de placement plus lointain, en l'occurrence 2022, pour déjouer la nervosité actuelle du marché actions et « capter » les bienfaits de la stratégie de diversification des produits et des marchés, du virage vers le vélo électrique et de la situation de pénurie du vélo à l'échelle mondiale.	14,9	14,3	6,6	4,0%	Acheter
16	Essoukna	+34%	Après avoir enchaîné deux années boursières successives dans le rouge, le titre du promoteur immobilier a, enfin, affiché une performance positive. Fortement exposé à la cyclicité du secteur, la filiale de la SIMPAR, n'a malheureusement pas retrouvé le niveau des ventes de 2016 et 2017, pâtissant de la crise du secteur immobilier en Tunisie et de la persistance d'un contexte de financement extrêmement difficile. En 2020, en dépit du confinement général, retardant l'obtention du procès-verbal de récolement de certains projets, les revenus en fin d'année ont progressé de 6,5%. Il est à rappeler que le promoteur jouit d'un bon positionnement sur le marché soutenu par une offre diversifiée et une notoriété élevée. Le non-relèvement de la TVA sur les ventes des biens immobiliers à usage d'habitation, qui sera maintenu à 13% jusqu'au 31 Décembre 2023 et la révision à la baisse des taux d'intérêt favoriseront -il une reprise des ventes immobilières ? Foncièrement parlant, la valeur réelle du patrimoine n'est pas reflétée au niveau de la capitalisation boursière du promoteur. Mais le marché boursier ne valorise pas la pierre papier assez bien.	31,9	27,2	0,5	0,0%	Conservier
17	Cellcom	+34%	Le distributeur de la marque EVERTEK poursuit sur sa lancée positive amorcée en 2019. Le revirement stratégique annoncé par le nouveau management, aux commandes depuis mars 2019, continue à susciter l'engouement pour le titre. Cette quête d'un nouveau cap stratégique (réorganisation approfondie du Groupe, diversification du portefeuille de marques, mise en place d'une nouvelle politique de distribution via JUMIA et les opérateurs Télécoms et ciblage des marchés export) pourrait déboucher à terme sur un rapprochement avec la société Chifco, startup tunisienne fondée par le nouveau directeur général et spécialisée dans l'Internet des objets, le machine learning et le big data. Durant la dernière AGO statuant sur les comptes de 2019, le management s'est voulu rassurant sur l'atterrissage de l'année 2020 malgré le choc de la Covid-19, et ce sans fournir d'éléments chiffrés. Une valorisation chère. Nous préférons attendre de voir des réalisations concrètes et un retour aux bénéfices pour réexaminer l'opportunité d'investir dans le titre. <i>Wait and see</i> alors.	n.s	32,2	2,5	0,0%	Conservier
18	STEQ	+30%	La cotation du distributeur des pièces détachées automobiles du Groupe El Arem a été suspendu depuis le 4 décembre 2020. En effet, la société a fait l'objet d'une Offre publique de retrait. Cette OPR qui vise l'acquisition de 44 669 actions de la société STEQ, a été initiée par la société Challenge Holding détenant, de concert avec le Groupe AREM, 95,44% du capital de la société STEQ et 96,76% de ses droits de vote. Le 06 janvier 2021, les actions de la société STEQ ont été radiées du Marché Principal des Titres de Capital de la Cote de la Bourse.	8,3	8,1	0,5	0,0%	Alléger
19	SFBT	+23%	Malgré la morosité ambiante, la SFBT affiche des réalisations solides alliant croissance et rentabilité. Le Groupe, n°1 des boissons en Tunisie, consolide ainsi sa position de force tranquille et contredit une fois de plus les idées reçues sur la maturité du secteur. L'exercice 2020 sera sous le signe de la consolidation. Malgré une saison touristique ratée qui devrait affecter la croissance des ventes, le Groupe devrait être en mesure d'afficher une rentabilité soutenue. Le choc de la Covid-19 n'a pas entamé l'élan de la SFBT en bourse. La brasserie figure parmi les rares sociétés cotées à résister aux pressions vendeuses voire à en profiter. L'éclatement de la crise sanitaire a déclenché un mouvement de « <i>Flight to Quality</i> » et orienté la demande vers les valeurs défensives. Du haut de sa capitalisation de plus de 4,7 milliards de dinars (à fin 2020), la SFBT est sans doute la fierté du marché actions tunisien. Le Groupe sollicite l'attention des investisseurs fébriles dans une conjoncture post-covid dégradée où l'incertitude règne en maître. La position de dominance de la SFBT, son business model défensif, sa solidité financière et sa bonne qualité du management en font l'investissement incontournable pour des investisseurs en quête d'actifs refuges. Et justifient une valorisation supérieure à la moyenne du marché. La qualité se paie !	21,5	19,3	4,7	3,8%	Acheter

20	Tunisie Leasing & Factoring	+23%	Le leader du secteur du leasing en Tunisie a retrouvé des couleurs après une année 2019 éprouvante sur le plan boursier. Le parcours du titre a été favorisé par la cession de la participation de la société mère du Groupe dans Tunisie Valeurs dans le cadre de l'OPA de l'intermédiaire en bourse menée au début de l'année. L'opération devrait générer une plus value totale de 9,3MDt, bonifiant ainsi les résultats du Groupe. Hormis cet élément exceptionnel, le coeur de métier fait grise mine en corrélation avec le resserrement continu des liquidités, le tassement de l'activité économique, la dégradation du risque en Tunisie et les difficultés conjoncturelles de la branche africaine Alios au Gabon et en Afrique de l'Est. Le leadership de Tunisie Leasing & Factoring, son positionnement multi-produit et multi-marché et sa bonne capacité à attirer les lignes des crédits extérieurs (davantage renforcée par l'augmentation de capital de 2019) restent les qualités distinctives de la compagnie. Le leaseur traite à la moitié de ses fonds propres mais le cycle boursier est, en ce moment peu propice au secteur du leasing.	8,0	7,0	0,5	6,8%	Conserver (+)
21	Sotemail	+22%	La société affiche un bon bilan boursier qui va à l'encontre de ses réalisations financières décevantes et des difficultés grandissantes de son environnement opérationnel. 2020 est une année à oublier pour le spécialiste des carreaux céramiques en raison de la suspension de l'activité pendant plus de deux mois et du fléchissement de la demande des secteurs immobilier et de la rénovation hôtelière; deux secteurs durement impactés par la crise de la Covid-19. Après avoir apuré les engagements de Sotemail envers sa société mère (conversion des dettes fournisseurs en capital) et unifié les structures fonctionnelles dans les deux sociétés, le management ambitionne de fusionner les deux entités dans le cadre d'un vaste projet de restructuration juridique du groupe Somocer. Ce projet nous semble opportun mais reste encore flou. Malgré les deux augmentations de capital réservées décidées en 2020 (portant sur une levée de 8,5MDt), les niveaux élevés de l'endettement et le déficit important qui s'annonce pour 2020 ne devraient pas favoriser un retour rapide des investisseurs sur le titre.	n.s	n.s	3,4	0,0%	Alléger
22	City Cars	+21%	La marque coréenne-KIA- a réussi à préserver sa position de leader sur le segment des véhicules particuliers avec une PDM de 12% en 2019. En dépit de la crise sanitaire, City Cars a été l'unique concessionnaire à avoir affiché une progression des ventes (+12,6%) à fin 2020. La trésorerie du concessionnaire demeure solide. City Cars affiche un ROE exceptionnel (43% en 2019) ainsi qu'un rendement en dividende encore attrayant (8% yield estimé en 2020). Toutefois, la société présente des marges sous pression du fait de la forte dépréciation du dinar face au Yen.	9,1	8,5	3,7	8,8%	Conserver (+)
23	Air Liquide	+14%	Courant 2020, le titre Air Liquide s'est montré bien résilient en bourse. Fortement corrélée à l'évolution des prix du gaz sur les marchés internationaux, l'activité de la société demeure fortement volatile. La décélération de l'activité et la hausse du prix du gaz sur les marchés internationaux, en raison des circonstances mondiales et nationales causées par la crise sanitaire, ont impacté négativement la rentabilité de la filiale du géant français des gaz industriels. Titre non liquide.	19,8	15,7	2,3	3,1%	Conserver
24	Sits	+10%	La société de promotion immobilière affiche pour la deuxième année d'affilée un parcours dans le vert alors que la situation de gouvernance continue à ne pas être au clair. Rappelons que le bloc d'actionnaires tunisiens a introduit à maintes reprises des plaintes auprès de la justice contre l'ancien DG, pour des soupçons de malversations, d'abus de pouvoir et de corruption. L'Offre Publique d'Achat obligatoire, imposée, fin novembre 2020, par le CMF aux sociétés PARTNER INVESTMENT et FOUNDERS CAPITAL PARTNERS après avoir acquis 2 354 437 actions représentant 15,09% du capital de la société SITS et franchi ainsi de concert le seuil de 40% du capital de ladite société, valorise la société à environ 35,9MDt. Ce changement au niveau de l'actionariat devrait résoudre les problèmes de gouvernance du groupe. Le spécialiste des projets hauts standing, présente des bénéfices en dents de scie en raison de la forte cyclicité de l'activité de promotion et du contexte tunisien difficile marqué par la rareté et la cherté des terrains, la hausse des coûts de construction ainsi que la baisse du pouvoir d'achat du Tunisien. En 2019, SITS a enregistré un bénéfice de 1,07MDt après avoir cumulé des pertes de 7,5MDt sur la période 2016-2018. En 2020, dans ce contexte pandémique morbide, les revenus du promoteur immobilier ont accusé un repli annuel de 32% à 10,7MDt.	46,4	38,2	1,2	0,0%	Alléger
25	Sotrapil	+9%	Malgré la morosité actuelle qui gagne le marché, le cours boursier de Sotrapil se trouve parmi les plus résilients face à cette crise sanitaire. Pourtant, le transporteur des hydrocarbures a succombé aux retombées de la crise affichant des revenus, à fin 2020, en baisse annuelle de 18,1%. Une baisse expliquée essentiellement par un ralentissement de l'activité de transport du pipeline Bizerte -Rades qui n'a retrouvé des couleurs qu'au cours du troisième trimestre 2020 après la période de confinement. En outre, l'activité du pipeline Jet A1 s'est effondrée de 57% suite au ralentissement de l'activité du transport aérien en raison de la pandémie. Il est à préciser que le transporteur des hydrocarbures est connu par la récurrence de ses revenus, sa forte capacité de génération de trésorerie et surtout l'attractivité de son rendement en dividende.	7,2	7,2	1,0	7,1%	Conserver
26	CIL	+8%	Le leaseur indépendant s'est bien comporté en bourse pour la deuxième année de suite. L'activité de la compagnie et sa rentabilité font preuve d'une meilleure résistance, comparativement à ses consocérateurs, face à un environnement hostile : investissement en berne, assèchement de la liquidité et affaïssement des marges. La qualité du portefeuille de la CIL et son coefficient d'exploitation demeurent parmi les meilleurs standards du secteur et prouvent-à juste titre-une prudence dans la sélection des risques et une rigueur dans la gestion. Après avoir dépassé le seuil de 40% du capital du leaseur, le noyau dur de la CIL, représenté essentiellement par la société Générale Financière, a été soumis à une OPA obligatoire sur le reste du capital. Une opération qui devrait être menée au début de 2021. Le déclenchement de la procédure de l'offre demeurera, toutefois, tributaire de l'obtention par l'initiateur de l'offre, de l'agrément de la Banque Centrale de Tunisie. La valorisation est faible (un P/B 2020e de 0,8x) mais la crise profonde que vit le secteur du leasing, actuellement, appelle à la prudence.	7,3	7,0	0,9	5,7%	Conserver (+)

27	Somocer	+6%	SOMOCER s'est bien défendue en bourse sur l'année 2020. La crise de la Covid-19 a généré un arrêt de production pendant un mois et demi et des retombées néfastes sur les marchés servis par la société (marché local et export). Cette crise s'est immédiatement fait ressentir sur les performances du Groupe: une baisse de la rentabilité avec un déficit élevé sur le premier semestre (-7MDt), des marges sous pression et une forte orientation vers l'endettement. Par ailleurs, la conjoncture atone dans le secteur du bâtiment et la situation encore précaire dans les pays limitrophes (Algérie et Libye) créent à un important manque à gagner pour le Groupe. La valorisation est à un plancher historique (le titre se négocie à sa valeur nominale !) mais elle est le reflet de la qualité des fondamentaux du Groupe.	n.s	n.s	0,7	0,0%	Alléger
28	Sah Lilas	+6%	L'industriel de la célèbre marque des produits d'hygiène "Lilas" affiche une deuxième année boursière "fade" d'affilée. La période transitoire fortement capitalistique est bientôt arrivée à son terme. 2020 est la vraie année du retour sur investissement. Elle sera une année pleine d'exploitation pour l'activité « détergents » avec le développement de nouveaux produits destinés aux professionnels et la production de marques de distributeurs. L'activité profitera également de l'augmentation de capacité de l'usine de SAH Tunisie avec l'utilisation d'une nouvelle technologie de production plus performante et du démarrage, au dernier trimestre 2020, de la nouvelle usine au Sénégal. Dans une conjoncture malmenée par la crise de la Covid-19, le titre représente une opportunité d'investissement intéressante à bien des égards: il s'agit d'une valeur défensive et de croissance, d'une valeur internationale et d'une cible de choix pour les investisseurs institutionnels en quête de « Blue chips ». Le retour tant attendu aux dividendes au titre de l'exercice 2019 après trois années blanches pour les actionnaires envoie un signal positif au marché; un signal que le Groupe est sur le point d'entamer une phase de génération de cash flow, et de désendettement et de récolter les fruits de ses investissements dans les prochaines années.	18,6	14,8	2,6	1,2%	Acheter
29	Placements de Tunisie	+6%	Le véhicule d'investissement du Groupe BT a terminé l'année sur une modeste performance. La SICAF a publié des revenus en amélioration en 2020 grâce à une croissance au niveau de ses dividendes reçus. La politique de distribution de la société est généreuse avec un taux de payout souvent supérieur à 100%. Titre, toutefois, non liquide.	20,1	19,2	2,7	3,9%	Conserver
30	Sotuver	+4%	En l'espace de quatre mois, la Sotuver a pu effacer les pertes affichées en début d'année et regagner de nouveau l'intérêt des investisseurs. L'embouteilleur, qui a connu un début d'année difficile entaché par les retombées de la crise sanitaire et les résultats décevants au titre de l'exercice 2019, a su rebondir pour afficher une reprise de l'activité courant le troisième trimestre de l'année en cours et entamer ses gros chantiers d'investissement. A fin 2020, les investissements de la société ont totalisé 15,2MDt, portant principalement sur l'acquisition d'une nouvelle ligne triple gouttes pour 11,9MDt et la libération de 50% de la participation en numéraire dans le capital de la nouvelle filiale exportatrice SGI pour une valeur de 1,2 MDt. Il est à rappeler que l'investissement dans la nouvelle entité de production destinée exclusivement à l'export (SGI), dépasse les 100MDt. L'achèvement de ce projet est prévu pour la fin de 2021, avec un impact sur les chiffres en 2022 (sauf retard du calendrier). La Sotuver traite à des multiples plutôt élevés. Pour le moment, nous recommandons de « Conserver » le titre en attendant d'avoir plus de visibilité sur la concrétisation de la nouvelle entité exportatrice. Les réalisations de la société sur le moyen terme, pourraient appuyer un changement d'opinion et un positionnement sur la valeur.	27,9	24,6	3,2	2,2%	Conserver (+)
31	Unimed	+4%	Le spécialiste des produits stériles a terminé l'année 2020 sur une légère note d'optimisme. L'effet d'annonce du partenariat capitalistique avec East Lane Partners pour intégrer Unimed dans une plateforme régionale a été contrebalancé par les publications en deçà des attentes de la société sur les deux dernières années. Après avoir fait ses preuves à l'échelle nationale, la société met le cap sur l'export et s'arme pour devancer ses concurrents. Unimed a lancé un important projet d'extension et d'automatisation (une enveloppe d'investissement de 80MDt). Très avancé, ce projet connaîtra sa première année pleine d'exploitation en 2022. Il devrait élargir l'horizon de croissance de la firme, et lui permettre de s'attaquer à de nouveaux marchés et d'atteindre des paliers de revenus et de rentabilité plus élevés. Le positionnement sectoriel (secteur défensif et positionnement générique sur les produits stériles à forte valeur ajoutée), la qualité des fondamentaux et la stratégie d'expansion nous semblent opportuns, particulièrement dans la conjoncture actuelle morne.	21,7	18,4	2,4	0,0%	Acheter
32	Hannibal Lease	+4%	La filiale du leasing du Groupe Djilani a retrouvé des couleurs en 2020. Le leaseur indépendant a rompu avec la forte croissance observée depuis 2016. Les conditions de refinancement difficiles et le resserrement des <i>spreads</i> se sont fait sentir sur le résultat d'exploitation de la compagnie et sur son résultat net. Ces derniers ont affiché des déficits historiquement élevés. Un levier tendu et une dégradation de la qualité du portefeuille et de la productivité sur les dernières années. Une structure des ressources dominée par les taux fixes qui défavorise le <i>spread</i> de la société en cette période de baisse des taux. Un challenger confirmé mais dont la faible valorisation ne fait pas le poids contre les carences actuelles, intrinsèques et conjoncturelles.	65,0	29,1	0,5	1,5%	Conserver
33	Assurances Maghreb	+4%	Première introduction en bourse depuis 2018, la société « Assurances Maghreb » est entrée sur le marché principal, fin 2020, via une cession de titres portant sur 30% de son capital. Forte d'une bonne notoriété, l'Assurance Maghreb, est aujourd'hui un acteur de référence en matière d'assurance en Tunisie, s'adjoignant la troisième position en termes de primes émises. La société affiche aujourd'hui de bons fondamentaux : une répartition équilibrée des primes émises, un ratio combiné bien maîtrisé de 98,1%, un taux de couverture des provisions par les placements de 114% en 2019 et une marge de solvabilité dépassant la marge réglementaire requise, des capitaux propres excédentaires lui permettant de développer ses activités. Le Groupe présente un Business Plan ambitieux qui allie la consolidation de la croissance et l'amélioration de la rentabilité : un défi que le management devra relever dans un contexte économique encore précaire.	15,0	13,3	2,0	2,2%	Acheter

34	Ciments de Bizerte	+3%	Le cimentier public a terminé l'année sur une fade performance boursière. Pourtant, il a réussi à dépasser ce contexte pandémique sans le moindre dégât. A fin 2020, les revenus du cimentier se sont inscrits en hausse (+7,6%). La reprise des ventes à l'export notamment vers la Libye est une bonne nouvelle pour SCB, surtout avec l'éventuelle reconstruction du pays. Les problèmes structurels liés à la vétusté de l'appareil productif, la flambée des charges financières et la situation du sureffectif persistent encore plombant la rentabilité du cimentier et entravent incontestablement le sentiment du marché. Il est à rappeler que le cimentier jouit d'un positionnement géographique (cimenterie pied dans l'eau), constituant un avantage comparatif indéniable sur le marché (importation du Petcoke et réduction du coût logistique). La valorisation du titre demeure chère en l'état actuel.	n.s	n.s	2,9	0,0%	Alléger
35	Sanimed	+3%	Le spécialiste des articles sanitaires affiche une performance à peine dans le vert en 2020. EN 2020, les ventes sur le marché local et à l'export ont subi de plein fouet les turbulences de la crise de la Covid-19. L'endettement de Sanimed s'est nettement alourdi depuis l'entrée en bourse (un gearing de 254% en 2019 contre 108% en 2017) et ses Free Cash Flows sont toujours en territoire négatif. Au vu de la dégradation importante des marges sur le premier semestre, la société devrait enchaîner une deuxième année consécutive de pertes. La valorisation du titre est chère et sa liquidité boursière est limitée du fait de sa cotation en mode fixing. La relation avec les investisseurs est mise à mal par les nombreux engagements non tenus.	n.s	n.s	1,0	0,0%	Alléger
36	Ennaki Automobiles	+3%	Le concessionnaire de la marque allemande a finalement tiré son épingle du jeu terminant l'année boursière sur une note positive. Grâce à la forte reprise des ventes au troisième (+26%) et quatrième trimestre (+11,2%), le concessionnaire a pu limiter la baisse de son chiffre d'affaires à -2% au terme de l'année 2020 et retrouver sa position de leader sur le marché avec une PDM de 12,6%. Courant 2020, Ennaki a renforcé sa participation dans le capital d'Amen Bank à travers une opération de SWAP actions Attijari Bank/ Amen Bank constatant ainsi une plus-value de 12,75MDt. Les fondamentaux du concessionnaire demeurent globalement bons et se comparent favorablement à la concurrence. Néanmoins, la valorisation du titre est relativement chère comparée à la moyenne du secteur.	14,2	12,9	2,4	2,9%	Alléger
37	SIAME	+2%	Du quasi-surplace pour le spécialiste des appareillages électriques après cinq années consécutives de succès boursier. Il est vrai que l'activité de la société a été bridée par la crise de la Covid-19 mais l'avenir s'annonce prometteur pour le Groupe. Le projet "Smart Grids" qui sera lancé par la STEG à partir du 3 décembre 2020 (lancement de l'appel d'offres international) pour un coût total de 1 milliard de dinars, sera une opportunité unique à saisir pour la SIAME. Et le Groupe s'est bien préparé à ce tournant vers les solutions de comptage intelligent sur les dernières années avec l'entrée dans le capital de la société Innov-Alliance-Technology "I@T". Ce partenariat capitalistique avec le rapprochement avec la multinationale HUAWAI devraient permettre à la SIAME de monter en compétence technologique et d'être pionnière en Tunisie dans les solutions intégrées de "Smart metering". L'expérience tunisienne des solutions de comptage intelligent est appelée ensuite à être dupliquée par la société sur ses marchés historiques en Afrique et au Moyen-Orient. Un horizon de croissance plus élargi qui dépendra de la capacité d'innovation du Groupe. Une valeur à suivre de plus près en attendant les fruits de la stratégie <i>high-tech</i> .	32,0	23,0	2,2	1,2%	Conserver (+)
38	SPDIT	-2%	Contrairement à son accoutumée, le fonds d'investissement n'a pas évolué dans le même sens que sa maison mère "SFBT". En 2020, l'action a pâti du manque de dynamisme et de l'attractivité du marché actions tunisien, ce qui a freiné ses transactions et réduit ses plus-values sur cession. Cette baisse a été aggravée par un contexte de taux monétaires moins alléchant. Valeur peu liquide.	12,8	11,6	4,2	7,1%	Conserver
39	Tunis Ré	-3%	En 2020, l'assureur devrait afficher un résultat technique inférieur à celui de 2019 et ce en raison de : 1/ d'un effritement du chiffre d'affaires en raison des répercussions de la crise sanitaire. 2/ de la hausse de la sinistralité en raison de la survenance de deux risques majeurs (l'explosion de Beirut, un incendie touchant le marché domestique) et 3/ de sa stratégie conservatrice adoptée (un taux de rétrocession en hausse et une dotation aux provisions élevée). Tunis Ré affiche sa volonté d'accroître ses parts de marché à l'étranger et de se positionner parmi les plus grands réassureurs de la région MENA (plus que la moitié des primes contractées proviennent de l'étranger). Néanmoins, les fonds propres réduits du réassureur constituent un véritable obstacle pour le développement de son activité dans les marchés les plus rentables. Le contexte en 2021, sera également délicat en raison de la baisse des taux. A l'instar des exportateurs, toute dépréciation du dinar impacterait négativement la croissance des revenus en raison de la part croissante des primes libellées en devises. Il est à rappeler que le réassureur bénéficie de ratios prudentiels confortables, d'une gestion rigoureuse et d'une rentabilité récurrente. Bien que son actionariat soit à moitié 'étatique', la gestion de Tunis Ré s'apparente plus à une société privée. Le titre affiche une valorisation intéressante et un yield alléchant.	14,7	16,3	0,7	7,5%	Acheter
40	Best Lease	-3%	L'unique leaseur islamique en Tunisie n'a pas fait bonne figure sur le marché. Ce parcours est le reflet des publications décevantes de la société en 2020. La crise de la Covid-19 a porté un coup dur à la qualité du portefeuille de Best Lease, générant, ainsi des pertes au terme de la première moitié de 2020. Un positionnement de niche qui met la compagnie à l'écart de la guerre des prix qui sévit dans le secteur et une structure des ressources dominée par les taux variables bénéfique en période de taux baissiers. Une valorisation correcte qui tient compte de la dégradation récente des fondamentaux et d'une liquidité quasi-inexistante.	12,4	11,8	0,6	2,7%	Conserver (+)
41	Alkimia	-4%	Depuis 2015, ALKIMIA continue de subir de plein fouet les retombées de l'arrêt de l'approvisionnement en acide phosphorique qui l'ont poussée vers la sortie du marché mondial de STTP et lui ont causé la perte d'importants clients. Un sixième déficit s'annonce pour 2020. La société cumule des pertes de l'ordre de 110MDt dans son bilan. Liquidité quasi-inexistante. Absence totale de visibilité.	n.s	n.s	n.s	0,0%	Alléger

42	Wifack International Bank	-5%	L'unique banque islamique de la cote peine à décoller en bourse pour la quatrième année de suite. Avec une capitalisation de 195MDt, la valorisation est chère comparativement à la moyenne sectorielle. La banque passe par une phase d'investissement lourde qui coïncide avec une conjoncture morose et qu'elle mettra du temps pour rentabiliser. Ce faisant, investir dans le titre n'a de sens que si l'on raisonne sur le moyen et long terme. Le potentiel de croissance de la banque est certain. Cependant, nous recommandons un allègement de l'exposition sur le titre en attendant de voir les prémices de la rentabilité.	n.s	n.s	1,4	0,0%	Alléger
43	Sotetel	-5%	Le spécialiste des réseaux Télécom affiche un parcours boursier dans le rouge. La cession de la participation de la Sotetel dans la société Esprit a eu un effet d'annonce limité. L'activité d'exploitation affiche des signes d'essoufflement et les marges ont été prises à revers par la hausse des charges d'exploitation. La crise de la Covid-19 ajoute de nouvelles contraintes à la société: baisse du pipeline de projets, augmentation des charges d'exploitation et tensions accrues sur la trésorerie. Le nouveau management, aux commandes de la société depuis avril 2018 s'active sur tous les fronts pour redorer le blason de la firme, la restructurer (annonce d'un plan de licenciement en 2020), lui permettre de développer l'export et de rattraper le terrain perdu par rapport à la concurrence. Mais vu le contexte actuellement difficile sur le métier des réseaux Télécom et la baisse des investissements publics dans les projets d'infrastructure, la relance du pionnier des réseaux Télécom en Tunisie est un travail de longue haleine. Manque de visibilité à moyen terme.	n.s	n.s	0,6	0,0%	Conserver
44	Tunisair	-6%	Lourdement affectée par les répercussions économiques du Coronavirus et les restrictions de voyages décrétées au niveau mondial, le transporteur national a vu son chiffre d'affaires dégringoler de 69,7% à 483MDt à fin Septembre 2020. Face au plongeon des recettes et du nombre de passagers, la compagnie a pu réduire ses dépenses en carburant de 75% et ses charges du personnel de 16%. Toutefois, les problèmes s'amassent et s'intensifient : sureffectif, surendettement, sous-capitalisation, faible capacité de génération de cash et l'obsolescence des avions, constituant un lourd fardeau sur la compagnie. Le vaste plan de restructuration, communiqué l'année dernière par le PDG de la compagnie, incluant un plan de recapitalisation et nécessitant une enveloppe de 1,3 Milliard de Dinars est décidément dans les placards. Toutefois, face à ce contexte inédit et à la probable entrée en vigueur de l'open sky en Tunisie, ce plan de restructuration et la recapitalisation deviennent une nécessité. Il est à rappeler que la compagnie porte-drapeau n'a pas encore publié ses états financiers de 2018 et de 2019.	n.s	n.s	n.s	0,0%	Alléger
45	ATL	-6%	La filiale du groupe ATB a connu un parcours boursier difficile en 2020. La société subit les contrecoups de la conjoncture du secteur du leasing et de la crise de la Covid-19, au niveau de son résultat d'exploitation et de sa rentabilité nette. Une valorisation bradée qui intègre la dégradation récente de la rentabilité. Longtemps prisée par les investisseurs pour son rendement en dividendes alléchant, ATL pourrait être boudée en raison d'une éventuelle deuxième année blanche en vue (2020) pour les actionnaires.	26,0	n.s	0,5	0,0%	Conserver (+)
46	New Body Line	-7%	2020 a dérogé à la croissance en bourse pour New Body Line. Le spécialiste des vêtements intelligents a été sanctionné par les investisseurs sur fond d'une détérioration importante de la rentabilité sur les deux dernières années. L'activité de la société a payé les frais de la chute du commerce de détail et de la fréquentation des magasins en Europe et des difficultés financières éprouvées par les clients. Si la rentabilité a été sévèrement touchée par la crise de la Covid-19, il n'en demeure pas moins vrai que NBL dispose d'un matelas de trésorerie confortable qui lui permettrait de juguler au mieux les répercussions de la crise (allongement des délais de paiement des clients et perturbations logistiques). Le coût de la crise nous semble consommé par le marché. Nous recommandons, par conséquent, de conserver le titre.	18,7	11,2	1,7	3,6%	Conserver
47	Telnet Holding	-8%	Prise de bénéfice pour le fleuron national des nouvelles technologies. En mode « Télétravail » depuis la mise en place de mesures de confinement face à la pandémie de la Covid-19 et en étant bien positionné sur les technologies numériques, Telnet est parmi les rares groupes à avoir pu résister aux retentissements de la crise de la Covid-19. Cette crise va faire faire un grand bond en avant pour les technologies numériques, Télétravail, paiements digitaux et utilisation de logiciels. Autant d'activités sur lesquelles le Groupe est bien positionné aujourd'hui. Sur le long terme, la feuille de route tracée par l'équipe de direction prévoit une poursuite de l'internationalisation et de la montée en compétence technologique pour se positionner sur les drones et les satellites. La valorisation du titre nous semble correcte sur la base du périmètre actuel de Telnet. Toutefois, les nouveaux projets devraient donner un nouvel élan au Groupe sur le long terme. L'achat du titre reste d'actualité au regard de ce potentiel de croissance, de la qualité des fondamentaux et du profil « high-tech » du Groupe.	17,4	16,8	3,7	2,2%	Acheter
48	STAR	-8%	La STAR continue de se positionner en tant que leader du marché de l'assurance en termes de primes émises. En temps de crise, le leader a affiché une résilience appréciable avec des primes en léger repli. La forte exposition de l'assureur, aux deux branches automobile et maladie, d'habitude peu rentables, lui a été bénéfique en 2020, au vu de la baisse de la sinistralité de ces deux branches durant la période de confinement décrété (une baisse considérable de 20% de la charge de sinistres à 229,6MDt à fin 2020). Toutefois, en 2021, la compagnie d'assurance devrait pâtir du contexte de taux baissier au vu de sa forte exposition aux produits de taux. Le leader incontestable du secteur de l'assurance en Tunisie garde toute son attractivité (un multiple d'Activ Net Réévalué de 0,5x contre une moyenne de 1,1x du secteur tunisien coté).	7,9	11,5	0,7	3,5%	Acheter

49	Land'Or	-8%	Après le marathon boursier de 2018 qui a été alimenté par l'annonce d'un partenariat capitalistique avec le groupe AfricInvest, le fromager a connu une deuxième année d'affilée de performance boursière décevante. L'injection de fonds en deux tranches totalisant 53MDt destinée au financement du plan d'investissement et à la réduction de l'endettement, a été achevée avec succès. En 2020, les ventes locales du spécialiste de la production et de la distribution de produits fromagers ont affiché une bonne résilience face au contexte pandémique fragilisant davantage le pouvoir d'achat des ménages ainsi que la demande des fastfood et de la restauration. Via un investissement de 36MDt, le deuxième fromager en Tunisie avec une part de marché de 30%, table sur sa filiale industrielle marocaine dont l'entrée en exploitation est prévue pour Août 2021 (sauf retard de calendrier). Ce projet d'une capacité de traitement de 5000 tonnes augmentera la capacité de production totale du groupe de 20 à 25%, confortera la position de la société au royaume (représentant déjà 28% des ventes de la société) et lui permettra de conquérir l'Afrique occidentale. Toutefois, la rentabilité du fromager demeure minée par un coût de matières premières en hausse (pénurie + dépréciation du dinar) et un coût élevé de la dette. Une valorisation qui intègre déjà, selon nous, l'upside des futurs projets à impact moyen terme.	23,2	29,3	1,4	1,9%	Conserver (+)
50	OTH	-9%	L'exportateur national peine à remonter la pente en bourse. Après l'accident de parcours de 2019, c'est la conjoncture tumultueuse créée par la crise de la Covid-19, qui prend le relais des pertes de change, générant des perturbations dans le carnet de commandes et une sous-activité. Après un premier semestre particulièrement éprouvant, le Groupe devrait se rattraper sur la deuxième moitié de l'année pour finir l'exercice avec un résultat net part du groupe de 17,8MDt. Au-delà de 2020, les perspectives de One Tech restent bonnes. Ses ventes devraient rebondir de plus belle à partir de 2021. L'offensive mécatronique et l'innovation resteront les lignes de conduite du management, dans la période post-covid pour accompagner les évolutions technologiques dans l'industrie, et en particulier dans le secteur automobile. One Tech pourrait, également, tirer profit d'un mouvement de délocalisation des commandes des donneurs d'ordre et d'une possible reconfiguration des chaînes de valeur mondiales au profit de la Tunisie. La valorisation actuelle du titre intègre la baisse de régime de 2020. Mais, elle ne capte pas convenablement les perspectives de croissance de l'après 2020. OTH est une valeur de fonds de portefeuille avec une importante manne financière, un tour de table institutionnalisé et un management de qualité.	35,1	14,0	2,1	0,0%	Acheter
51	Artes	-10%	En dépit de la forte reprise de l'activité courant le troisième trimestre de 2020, la baisse du chiffre d'affaires du concessionnaire demeure conséquente (-16,8% à fin 2020). Toutefois, fidèle à lui-même, le groupe s'affirme par la plus grande résistance en termes de rentabilité, comparativement à ses pairs affichant les meilleures marges et le plus important matelas de trésorerie, ce qui lui permet de palier à la volatilité de l'exploitation. En effet, même en temps de crise, le concessionnaire de la marque au losange affiche une marge brute se bonifiant de 4,5 points de pourcentage à fin 2020 et une trésorerie positive (même si en déclin à 43,5MDt). Cette assise financière permet au concessionnaire de palier à la volatilité de l'exploitation. Elle soutient, par ailleurs, une distribution généreuse de dividendes, même si revue à la baisse suite aux retombées de la crise (6,6% yield estimé en 2020 contre 7% en 2019). Ces niveaux attractifs de la valorisation actuelle, couplée à la forte reprise de l'activité nous pousse à recommander le concessionnaire à l'Achat. Le titre est particulièrement approprié pour un CEA du fait de la rémunération attractive du titre.	5,9	4,9	0,8	6,8%	Acheter
52	Attijari Leasing	-11%	La filiale du Groupe Attijari Bank a aligné une deuxième année consécutive de déception boursière. À l'image de ses consœurs, la compagnie devrait subir une dégradation de sa rentabilité en raison de la flambée du coût du risque en 2020. Une évolution corroborée par les résultats du premier semestre. Si le leaseur profite d'un adossement à un groupe bancaire de référence et d'une intégration commerciale de plus en plus renforcée, il affiche un levier financier élevé et une qualité de portefeuille, en deçà des standards du secteur, qui souffre d'un stock de créances anciennes. Une valorisation faiblement faible mais qui reflète les faiblesses de la société et un timing peu approprié pour investir dans le secteur.	7,8	7,0	0,5	3,6%	Conserver
53	Electrostar	-11%	L'hémorragie boursière se poursuit pour le leader du montage et de la distribution des produits électroménagers. Un parcours à l'image des publications décevantes du groupe. En plus des problèmes commerciaux (concurrence du marché informel) et conjoncturels (crise de la Covid-19), ELECTROSTAR affiche une situation financière préoccupante. Les recapitalisations successives opérées par le noyau dur ces dernières années n'ont pas pu ramener les fonds propres en territoire positif. Une nouvelle augmentation de capital nous semble donc inéluctable.	n.s	n.s	n.s	0,0%	Alléger
54	TPR	-12%	Après avoir renoué avec la croissance des résultats depuis 2016 (doublement des bénéfices entre 2016 et 2019), la crise sanitaire est venue tout basculer. Secoué par la crise, le leader national des profilés d'aluminium a dû subir, courant le premier semestre de 2020, la hausse des cours de l'aluminium et la morosité de la demande aussi bien sur le marché local que sur le marché export. L'investissement d'environ 12MDt sur la période 2020-2021, annoncé depuis l'année dernière, visant l'acquisition d'un matériel de traitement de surface afin de réduire les coûts d'énergie et d'attirer de nouveaux clients, est décidément retardé au vu du contexte actuel. Toutefois, la forte reprise de l'activité amorcée dès le troisième trimestre de l'année en cours, couplée aux niveaux de valorisation intéressants affichés par le Groupe, pourrait constituer un point d'entrée intéressant (dès que le secteur sera normalisé) pour s'exposer à un groupe solide qui bénéficie d'une génération régulière de cash-flow et d'un bilan sain.	14,5	11,7	1,6	0,0%	Conserver (+)
55	SAM	-13%	Après l'euphorie de 2018 et l'année boursière 2019 terne, 2020 a été une année boursière morose pour le spécialiste en bois. Le groupe du mobilier de bureau qui a su réaliser, voire même dépassé, les objectifs de son business plan d'introduction a été sévèrement touché par la crise sanitaire. Le confinement de deux mois ayant fortement impacté le chiffre d'affaires consolidé, qui a accusé une baisse de 16,2% au terme de 2020. Nous attendons une reprise de l'activité pour nous repositionner sur la valeur.	21,9	11,7	1,3	0,0%	Acheter

56	BT	-13%	Malgré la clôture, plus tôt en 2020, à hauteur de 77% de l'augmentation de capital de Carthage Cement, cimenterie publique en difficulté pour laquelle la BT constitue la principale banque créancière, le parcours de la valeur a été décevant cette année. Les prémices de récession et les mesures de soutien aux entreprises et aux ménages devraient inmanquablement impacter la banque en 2020. Mais, vu la gestion rigoureuse de la BT, sa bonne culture de risque et la diversification saine de son portefeuille des crédits, la doyenne des banques tunisiennes est bien outillée pour résister à la crise actuelle.	11,6	11,6	1,4	4,7%	Conserver (+)
57	BIAT	-13%	Le leader du secteur bancaire a été lésé par le courant vendeur qui s'est déclenché depuis l'avènement de la crise de la Covid-19 en Tunisie. La banque continue, cependant, à afficher une capacité inégalée à collecter les ressources "bon marché" et une croissance structurellement élevée par rapport à la concurrence. Avec une avance de 11 points de taux au niveau du ratio de transformation (au 31 décembre 2019), par rapport à l'exigence réglementaire, la BIAT dispose d'une marge de manœuvre en vue de revigorer sa croissance sur les crédits. Le titre affiche des multiples qui intègrent les surcoûts de la crise et l'effort supplémentaire à déployer par le management pour rattraper le retard pris en matière de couverture des créances classées. Vu l'appartenance de Tunisie Valeurs au Groupe BIAT depuis Mars 2020, nous nous abstenons d'émettre une opinion sur la valeur.	5,3	5,3	0,9	6,4%	Neutre
58	BTE (ADP)	-14%	Devenue action ordinaire (depuis 2016) après deux exercices successifs de non distribution de dividendes, la BTE poursuit sa déroute en bourse. Un processus de privatisation en suspens qui lasse les investisseurs et entrave la mise en place d'une véritable stratégie. Une valorisation bradée mais la dégradation des fondamentaux en raison des retombées de la crise de la Covid-19 et le déficit qui s'annonce en 2020 ne facilitent pas un regain d'intérêt pour le titre.	n.s	n.s	0,2	0,0%	Alléger
59	Attijari Bank	-15%	Attijari Bank poursuit sa descente en bourse; un parcours boursier, qui renforce d'autant plus l'attractivité de sa valorisation. La filiale du Groupe Attijariwafa Bank est une véritable référence en matière de réactivité commerciale: une politique de crédit vigoureuse et une collecte parmi les moins coûteuses de la place. La liquidité élevée de la banque et sa qualité du portefeuille lui donnent une marge de manœuvre considérable pour déjouer les tensions monétaires et relever les défis de la crise de la Covid- 19. Un rendement en dividendes élevé.	6,7	7,0	1,2	8,1%	Acheter
60	Stip	-16%	Tous les indicateurs plaident pour un désengagement de la valeur. Les problèmes liés à l'exploitation et aux conflits sociaux sont toujours d'actualité. En situation de faillite latente avec des fonds propres négatif (-233MDt à fin juin 2019), la privatisation (rachat par un nouvel actionnaire "Africa Holding"), depuis trois ans déjà, n'a pas permis à la société de sortir du gouffre et du groupe de cotation spécial : le groupe 99 réservé aux sociétés dont la continuité de l'exploitation est en péril.	n.s	n.s	n.s	0,0%	Alléger
61	Simpar	-17%	A l'instar de ses pairs, le promoteur immobilier souffre d'un contexte tunisien difficile marqué par la rareté et la cherté des terrains, la hausse des coûts de construction ainsi que la baisse du pouvoir d'achat. Pour la première fois depuis son IPO, le promoteur immobilier affiche un déficit (-2,7MDt) en 2019. L'année 2020 n'a pas été des meilleures. A cause d'une demande anémique, le promoteur immobilier a vu ses ventes accus un repli de 21,6%. Il est à rappeler que la Simpar dispose de l'une des plus importantes réserves foncières en Tunisie. Le titre se négocie historiquement à une décote importante par rapport à ses fonds propres comptables. Un flottant réduit.	n.s	n.s	0,5	0,0%	Conserver
62	Poulina Group Holding	-18%	La deuxième capitalisation boursière du marché tunisien a connu une année boursière calamiteuse. Les résultats financiers semestriels décevants, faisant état d'une chute de 51% du résultat net de la holding, associé à la démission de son directeur général, Moez Lidinellah MOKADEM, après un peu plus d'an et demi de sa nomination a provoqué ces tensions sur le marché. La situation financière du conglomérat demeure préoccupante. Poulina affiche une dette nette qui avoisine les 1,5 milliard de dinars en 2019 (1,7x les fonds propres) dont le coût a atteint les 113MDt en charges d'intérêt suite à la hausse des taux en 2019 ! Pour remédier à cet endettement élevé et à défaut d'une recapitalisation, le Groupe devrait adopter une gestion plus judicieuse et plus active de ses actifs.	12,3	11,2	1,9	3,4%	Conserver (+)
63	Officeplast	-19%	La performance du titre a basculé en territoire négatif en 2020. Les levées de fonds propres en placement privé (une opérée en 2017 pour 6,5MDt et une réalisée au début de 2020 pour 3MDt) semblent être incomprises par le marché d'autant plus que le levier financier est mal exploité. Ces opérations ont beau contenir le niveau des charges financières mais elles sont dilutives pour le capital et pour la rentabilité des actionnaires. L'activité de la société a quelque peu souffert de la crise de la Covid-19 mais elle s'est rattrapée sur le deuxième semestre de l'année. La société devrait boucler l'exercice 2020 sur un léger déficit. Le profil exportateur du groupe et la solidité de ses fondamentaux sont des avantages comparatifs de taille surtout sur le marché alternatif. L'image du titre peut être redorée par un effort de communication notamment sur l'exploitation de la franchise "Bureau Vallée" et sur les avancées de la prospection commerciale en Afrique. Une valorisation chère adaptée pour un horizon de placement long et une position "Buy and Hold" d'un investisseur institutionnel.	n.s	38,7	1,0	0,0%	Conserver
64	Monoprix	-21%	Opérant dans un contexte de plus en plus rude et concurrentiel, Monoprix détrônée par Magasin Général depuis 2012, n'arrive toujours pas à redorer son blason et à retrouver le prestige de la décennie 2000-2010. Même si les opérateurs de la distribution alimentaire ont continué à opérer pendant la crise, il n'en demeure pas moins qu'ils ont été frappés de plein fouet. Pour ce qui est de Monoprix, la baisse de la fréquentation ainsi que la baisse du pouvoir d'achat du consommateur post-crise a eu un double effet négatif aussi bien sur le volume d'activité que sur les marges du distributeur. L'instabilité du management sur les dernières années et l'absence d'impacts tangibles des actions d'efficacité opérationnelle (annoncées à maintes reprises) ternissent la perception du titre en bourse.	n.s	n.s	2,2	0,0%	Alléger

65	BH	-23%	<p>Pour la troisième année de suite, le leader des crédits logement n'a pas bien performé sur le marché. Les anticipations sur le ralentissement de la croissance de la banque, le changement managérial opéré depuis mai 2019, l'avènement de la crise sanitaire de la Covid-19 et la décision de la BCT de sursoir à toute distribution de dividendes par les banques ont pesé sur le comportement du titre en bourse. Une valorisation alléchante pour une banque très avancée dans son processus de restructuration et dont les fondamentaux sont très proches des standards du secteur privé. Néanmoins, la banque semble subir les "effets secondaires" de sa stratégie de conquête des parts de marché entamée depuis 2015: un ratio de transformation réglementaire parmi les plus élevés du secteur et un spread de crédit tendu par rapport à la concurrence. La qualité du portefeuille de la banque devrait également subir les dégâts de la conjoncture actuelle et d'une exposition élevée au secteur de l'immobilier. La temporisation reste le mot d'ordre.</p>	2,8	2,9	0,4	6,9%	Conserver (+)
66	SOPAT	-23%	<p>Le volailler de la marque Mliha a changé de trajectoire après deux années de ralliement boursier. Le retour aux bénéfices en 2018 a été de courte durée pour la SOPAT. Les ventes sont, certes, sur un bon trend de croissance. Cependant, la société subit une dégradation de ses marges et de sa rentabilité. Ajouté aux casseroles du passé (des fraudes, des corrections d'erreurs et un redressement fiscal), le résultat net et les fonds propres propres ont viré au rouge. Plusieurs zones de vulnérabilité persistent au sein de la société : un endettement colossal (malgré les augmentations de capital successives opérées par l'actionnaire de référence, le Groupe BELKHIRIA), une âpre compétition et une conjoncture d'autant plus difficile avec la crise de la Covid-19 (des prix administrés et une baisse de la consommation des viandes de volailles suite au confinement et au repli du secteur touristique). L'absence de visibilité sur la stratégie de redressement et les multiples hors de portée nous amènent à recommander le désengagement de la valeur.</p>	n.s	n.s	n.s	0,0%	Alléger
67	SIPHAT	-24%	<p>L'élan d'optimisme entamé en 2019 a pris fin. L'emballage suscité au début de l'année 2020 par l'annonce d'un vaste plan de redressement de la compagnie s'est heurté aux défis de la crise de la Covid-19. La pandémie a généré des perturbations d'approvisionnement et un arrêt provisoire de l'activité export notamment vers la Libye. Pénalisée par une gouvernance « publique », la société souffre du vieillissement de ses équipements et d'une structure de charges- salariales - élevée. Déficitaires sans interruption depuis 2010, la situation financière de la société empire année après année et ses fonds propres ont basculé en territoire négatif depuis 2018 (un montant de -14MDt au S1 2019). La Siphat nécessite une injection d'argent frais- quoique peu utopique, au jour d'aujourd'hui, au vu des problèmes structurels et de la situation financière tendue de PCT- pour sauvegarder son activité. Face à l'incertitude, nous préférons réduire l'exposition au titre en attendant des jours meilleurs.</p>	n.s	n.s	n.s	0,0%	Alléger
68	BH leasing	-24%	<p>La filiale du groupe BH a été une fois de plus le mauvais élève du secteur du leasing (en bourse) en 2020. La compagnie devrait toucher le fond cette année sous la pression des provisions, du tassement de l'activité et du dérapage au niveau des charges d'exploitation. Un portefeuille sous les clignotants particulièrement dans la conjoncture actuelle. Le leaseur dispose d'un important gisement de synergies opérationnelles avec sa maison mère. Une valorisation facialement tentante mais une liquidité boursière quasi-inexistante (cotation au fixing). Le manque de visibilité sur une reprise de la rentabilité ne plaide pas pour un positionnement sur le titre à l'heure actuelle.</p>	n.s	n.s	0,5	0,0%	Conserver
69	UIB	-25%	<p>Une deuxième année de flop boursier pour la filiale du Groupe Société Générale. L'UIB a été parmi les banques les plus sanctionnées par le mouvement de correction qui a secoué le secteur bancaire depuis l'évènement de la crise de la Covid-19. La banque a réalisé un finish remarquable en 2020, se rattrapant nettement sur le T4 de l'année. Une reprise expliquée par la mise en place de nouveaux échéanciers au titre des crédits accordés aux particuliers, ayant fait l'objet de report d'échéances, avec la capitalisation des intérêts conventionnels de la période du moratoire, exclusion faite de tout intérêt ou pénalité de retard. Au vu de ses multiples actuels, l'UIB est bien outillée pour rebondir de plus belle à partir de 2021 en bourse. Outre sa réactivité commerciale et sa bonne qualité du portefeuille, l'adossement de l'UIB au Groupe Société Générale et les avancées réalisées en matière d'adoption des normes internationales (normes IFRS et normes de solvabilité et de liquidité) constituent des garanties pour surmonter la crise actuelle.</p>	6,1	6,1	0,7	1,3%	Conserver (+)
70	BNA	-26%	<p>Les annonces sur les dégâts économiques attendus de la crise de la COVID -19 et la « mise en sursis » du retour aux dividendes après plusieurs années blanches pour les actionnaires ont jeté un froid sur le comportement du titre en bourse. Première banque du secteur public, la BNA a affiché en 2019 des réalisations conformes aux promesses de son dernier appel au marché. Le vaste plan de transformation lancé en 2015 va bon train et continue à porter ses fruits au niveau des indicateurs de la banque publique: une dynamique commerciale qui ne s'en dément pas et des niveaux de rentabilité soutenus, malgré l'accalmie au niveau du programme de cession d'actifs. Avec un taux des créances classées de 16,9% et un taux de couverture de 56,5%, à fin 2019, la qualité d'actifs de la BNA reste fragile. L'effet de dilution créé par les nouveaux crédits sains produits sur les dernières années (1,6 milliard de dinars distribués sur la période 2018- 2019) a été limité et l'effort de provisionnement déployé reste en deçà des attentes. La banque affiche une valorisation basse compte non tenu des plus values latentes sur son portefeuille de participations cotées et non cotées (d'une valeur aux livres nette de 128MDt à fin 2019). Nous mettons le titre sous surveillance et restons attentifs quant à l'évolution des fondamentaux de la banque dans ses prochaines publications.</p>	2,3	2,6	0,3	14,1%	Conserver

71	Amen Bank	-26%	Amen Bank a été pénalisée en bourse par le choc de la Covid-19 et la succession d'annonces « défavorables » pour les investisseurs, comme la décision de suspendre la distribution des dividendes par les banques. Les niveaux de valorisation sont facialement attrayants. Après des années de course aux parts de marché, la banque change de priorités, focalisant ses efforts sur le rééquilibrage de son bilan: rationalisation des octrois des crédits et désengagement des ressources chères. La qualité du portefeuille demeure le talon d'Achille de la banque. Fortement exposée aux secteurs de la promotion immobilière et du tourisme (les deux secteurs totalisent 18% des engagements de la banque en 2019), la banque pâtit des effets de la crise sur son portefeuille de créances (un taux des créances classées de 14,4% couvertes à hauteur de 63,6%, en 2019 ). Les multiples boursiers d'Amen Bank reflètent convenablement ses fondamentaux actuels comparativement au secteur.	4,6	5,3	0,5	6,3%	Conserver
72	Sotipapier	-27%	En raison de la Covid-19, le leader national en papier met fin à une série de trois années consécutives de croissance à deux chiffres. Frappée de plein fouet par la crise sanitaire, l'activité du papetier a été totalement paralysée durant un mois et demi à partir de fin Mars 2020. La reprise a été progressive en raison d'un redémarrage au ralenti de l'activité industrielle en Tunisie. Nous estimons que le bon positionnement de SOTIPAPIER sur le marché local (leader sur le segment Kraft avec une PDM de 70% et une PDM de 30% pour l'activité Testliner) devrait lui permettre de renouer avec la croissance à partir de 2021. Malgré les bons fondamentaux, le manque de visibilité sur une reprise de l'activité en 2021 ne plaide pas en faveur d'un positionnement sur le titre. L'action a été malmenée par le décret loi (puis son annulation) sur l'introduction de l'emballage en plastique, un concurrent au Kraft pour l'industrie du ciment.	14,1	9,2	2,0	5,9%	Conserver
73	STB	-28%	La STB a affiché en 2020 un parcours boursier dans le rouge qui va à l'encontre de ses réalisations récentes. La banque publique continue à récolter les fruits de son programme de restructuration et à rompre progressivement avec son image contre-productive héritée du passé. Elle affiche, désormais, une productivité appréciable et une meilleure maîtrise de ses ratios prudentiels. Quelques bémols méritent, cependant, d'être soulignés. La banque souffre de fragilités structurelles qui devraient être exacerbées par la crise de la Covid-19: 1) une surexposition au secteur du tourisme qui concentre 17% des engagements en 2019, 2) une qualité du portefeuille héritée du passé et parmi les plus vulnérables du secteur (un taux des créances classées de 18,3% couvertes à hauteur de 82,4%), 3) une situation critique de certaines filiales comme la BFT et la TFB qui continuent à cumuler les déficits. La valorisation est facialement intéressante. Cependant, les retombées de la crise de la Covid-19 constituent une menace pour l'élan de la banque publique et pour les priorités de son management (décollage commercial et assainissement du portefeuille).	3,3	3,8	0,4	0,0%	Conserver
74	ATB	-30%	Le ralliement boursier insufflé par le changement managérial a été de courte durée pour l'ATB. Les pressions vendeuses suivant l'éclatement de la crise de la Covid-19 ont malmené l'action. La banque a beau jouer d'une exposition historiquement faible à la marge d'intérêt ce qui limite l'impact sur le PNB de la baisse des taux, mais elle affiche une productivité et une rentabilité des fonds propres inférieure à la concurrence. Les indicateurs d'activité disponibles pour 2020 sont encourageants, malgré la crise, et traduisent un redécollage commercial. Sur le papier, la valorisation est basse en termes de P/B mais l'attentisme pèse sur le titre au vu de la conjoncture atone. Le potentiel de redressement est important sur le moyen terme pour restaurer le prestige de l'ATB.	12,6	9,6	0,5	2,5%	Conserver
75	MPBS	-30%	L'acteur de référence dans le secteur de la production de panneaux de bois avec une part de marché de l'ordre de 30%, qui a su doubler sa taille en l'espace de quelques années, a subi de plein fouet les répercussions de la crise sanitaire Covid-19. Engendrant un arrêt de la production pendant presque 2 mois et une suspension des exportations suite à la fermeture des frontières, la crise a valu au spécialiste en bois, une forte contraction de son activité (des revenus en baisse de 21,6% à fin 2020). Misant sur l'activité des panneaux plaqués (un produit à forte marge affichant un potentiel de croissance important sur le marché), MPBS poursuit son plan d'investissement à travers la construction de la 2ème tranche du site de production Thyna et l'acquisition de la nouvelle ligne presse de panneaux plaqués. Dans le cadre d'une stratégie d'expansion au sein du groupe, MPBS a acquis, à fin 2019, trois sociétés opérant dans le secteur du bois. Un projet d'intégration qui devrait être perceptible à moyen terme.	n.s	39,7	1,1	0,0%	Conserver
76	Magasin Général	-31%	L'embellie signée, l'année dernière, n'a malheureusement pas duré. Le titre, subissant les retombées de la crise, a connu une année boursière calamiteuse. La valeur défensive, mobilisée en temps de crise, fait d'ores et déjà face à une conjoncture peu propice marquée par une concurrence de plus en plus rude et un pouvoir d'achat en baisse, qui a été encore aggravée par la crise Covid-19. Un contexte qui a mis à mal sa rentabilité. L'enseigne N°1 de la distribution en Tunisie a affiché un déficit dépassant les 6MDt au terme du premier semestre 2020. Un déficit expliqué par la baisse des revenus due à la fermeture des points de vente Batam, la réduction des heures de travail suite à la propagation de la pandémie ainsi que par la dégradation du pouvoir d'achat. Des éléments exceptionnels, notamment le don au Covid-19 s'élevant à 1,8MDt et la mise en place d'un plan de licenciement collectif de 327 salariés pour un coût estimé à 10MDt impactant le résultat net à fin Juin 2020. L'enseigne a, également, souffert du renchérissement du coût de la dette (+15%). Magasin Général présente encore des marges sous pression, un endettement très lourd et une rentabilité sous pression. Une valorisation relativement chère dans le contexte actuel.	n.s	n.s	n.s	0,0%	Conserver
77	UBCI	-33%	2020 a été placée sous le signe des prises de bénéfice après une performance honorable en 2019. Le partenariat capitalistique annoncé en août 2019 entre l'UBCI et le Groupe CARTE par le désengagement du Groupe BNP Paribas du capital est sur les rails et a déjà obtenu, en novembre dernier, le feu vert de la BCT. Si la banque affiche une bonne qualité du portefeuille, son influence reste limitée dans le secteur. Une stratégie de croissance plus dynamique devrait avoir un réel impact sur la rentabilité à long terme de l'UBCI. Attendons de voir les retombées du partenariat avec le Groupe CARTE...mais pour l'heure, et compte tenu des niveaux de valorisation corrects de l'action et de sa faible liquidité (cotation en mode fixing), nous recommandons de conserver le titre.	8,9	8,6	0,9	3,0%	Conserver

78	Assad	-35%	La déception boursière entamée, depuis 2018, suite à l'échec du projet d'acquisition par le groupe Européen Monbat, s'est poursuivie jusqu'en 2020. L'impact de la crise sanitaire a malheureusement été plus dur que prévu. Au terme du premier semestre de 2020, le leader tunisien des batteries a publié un déficit de -1,8MDt contre un bénéfice net de 7,2MDt une année auparavant. La modeste reprise au cours du troisième et quatrième trimestres 2020 ne fait qu'alimenter les doutes quant à une reprise fade voire même incertaine des segments de la première monte et de celui des pièces de rechange. Assad est, décidément, pour le moment un investissement risqué. L'indexation des prix de vente à l'export sur le cours du plomb LME (l'un des principaux inputs de la société) alimente la non-prévisibilité des résultats. Les perspectives de croissance de l'équipementier, opérant dans un secteur qui connaît une importante révolution technologique, sont malheureusement limitées. L'entrée d'un partenaire industriel est une possibilité concrète surtout en présence d'un actionariat aussi éclaté. Des perspectives peu claires.	13,9	9,9	0,9	5,8%	Conserver
79	ICF	-35%	Le producteur du fluorure d'aluminium a connu un parcours mouvementé en bourse pour la deuxième année d'affilée. Les dernières publications de la société ressortent décevantes et soulèvent encore la question de la cyclicité du modèle d'affaires d'ICF et sa forte corrélation à l'environnement géo-économique mondial. Le mini-cycle de croissance connu sur la période 2017-S1 2019, touche à sa fin et sera davantage impacté par la crise de la Covid-19. Sur fond de récession mondiale, la pandémie jette une ombre sur les perspectives de la production industrielle internationale et sur la demande en aval du fluorure d'aluminium en 2020. « En ces temps difficiles, la priorité sera donnée à la sauvegarde de l'activité et à la préservation du portefeuille client », estime le management. La Chine, épice de l'épidémie de Covid-19 et « faiseur » de marché devrait être, la première à entamer les mesures de déconfinement. Le retour des producteurs chinois à l'export depuis le deuxième semestre 2019 et le trend baissier des marges suscitent particulièrement notre inquiétude et nous incitent à réitérer notre recommandation « Alléger » sur ICF.	n.s	n.s	1,6	0,0%	Alléger
80	MIP	-36%	Depuis son introduction en bourse en 2014, la société n'a pas vu le bout du tunnel. Après la décision, fin 2018, d'opérer un "coup d'accordéon" pour éponger les pertes et faire un nouveau départ, l'information se fait de plus en plus rare sur le groupe de l'affichage urbain. Les derniers comptes consolidés publiés remontent à 2019. Ces derniers font état d'une baisse du déficit d'une année en année et du chiffre d'affaires aussi. D'un point de vue stratégique, les nouveaux repreneurs, le groupe libanais Pikasso, comptent se recentrer sur le marché local (céder les activités au Mali) et sur le cœur de métier (se désengager des activités impression, signalétique et photovoltaïque) et engager un vaste plan de restructuration commercial, social et financier. Cette stratégie aura une portée long-termiste et elle butera sur les conséquences de la crise de la Covid-19 (baisse du budget marketing au niveau des entreprises et focalisation sur le sauvetage de l'activité). Nous conseillons de se désengager de la valeur.	n.s	n.s	n.s	0,0%	Alléger