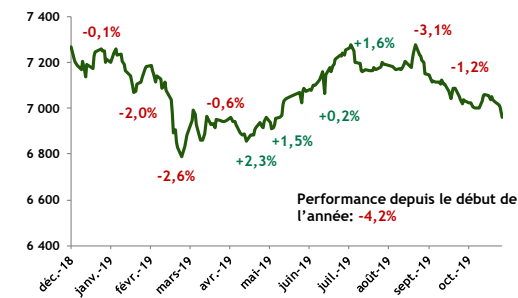


- Assèchement des liquidités, ralentissement de la croissance économique, durcissement des conditions de financement, élection d'un nouveau parlement fragmenté et tractations politiques autour de la formation du nouveau gouvernement, autant de facteurs qui pèsent sur le moral des investisseurs et déconcertent la communauté boursière en cette fin d'année.
- C'est bien connu, les marchés financiers ont peur de l'incertitude. Toujours est-il que dans le contexte actuel, des opportunités d'investissement peuvent se présenter. Le stock picking demeure le mot d'ordre. **La solidité des fondamentaux et le faible profil de risque reste notre mantra dans ce climat imprévisible.**
- La résilience dont fait preuve le secteur privé depuis la Révolution et le niveau plancher des valorisations nous poussent à un **optimisme « justifié »** pour l'investissement en bourse. Les actions cotées resteront toujours un investissement attrayant mais **nous recommandons un horizon de placement plus long. Nous conseillons, également de ne pas céder à l'épisode de stress qui secoue actuellement le marché ni aux pressions vendeuses « injustifiées » sur certaines valeurs.**

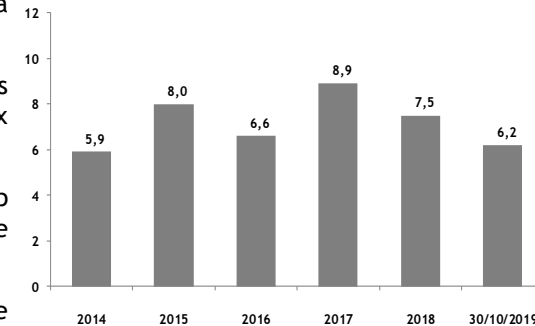
Evolution du Tunindex



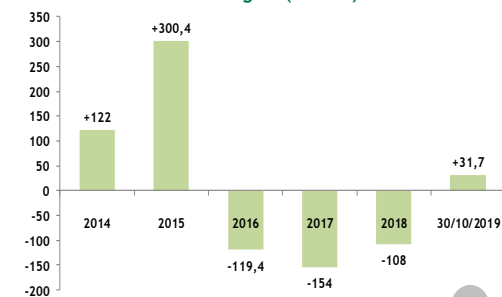
Le marché boursier en 2019: Où on en est ?

- L'année 2019 s'est avérée plus difficile que prévu pour la bourse de Tunis. Le marché actions a affiché un essoufflement quasi général depuis le début de l'année après un cru 2018 exceptionnel. Les deux indices phares de la cote, le Tunindex et le Tunindex 20 ont respectivement décroché de 4,2% et de 5,8% depuis le début de l'année.
- Le parcours de la bourse a été malmené par la jonction de plusieurs facteurs défavorables : un contexte haussier des taux et une concurrence acerbe des placements monétaires, un brouillage politique avant, mais aussi après les deux rendez-vous électoraux des législatives et des présidentielles et une activité économique toujours frileuse.
- Les moteurs traditionnels de la reprise du marché sur les dernières années ont été à l'arrêt en 2019. Les big cap comme la **SFBT**, **Poulina**, **SAH Lilas** et **Délice Holding** ont enregistré des performances contrastées et le secteur bancaire reste peu apprécié par les investisseurs, malgré des résultats qui continuent à défier la conjoncture.
- La capitalisation du marché s'est rétractée de 5% à 23,2 milliards de dinars, plombée par le secteur bancaire (une contreperformance de 3,3% pour l'indice du secteur).
- L'année 2019 a été à l'opposé de 2018 sur le front des échanges. Là encore, ce sont les big cap et les valeurs bancaires qui ont manqué à l'appel. Un flux moyen quotidien de 6,2MDt a été échangé sur la cote au 30 octobre 2019, soit une baisse de 23% par rapport à la même période de 2018.
- Le marché primaire a connu un net ralentissement des levées de fonds malgré le retour en force des augmentations de capital. En effet, cinq injections de fonds propres ont été difficilement clôturées sur le marché, pour un montant de 281MDt, pour financer un programme d'investissement (**Land'Or**), désendetter le bilan (**SAH Lilas**), pour renflouer la trésorerie et assainir les comptes (**BNA**) ou pour restaurer la solvabilité (**Tunisie Leasing & Factoring** et **ATL**). Signalons également qu'aucune nouvelle mise sur le marché n'a été opérée ni annoncée depuis le début de l'année.
- L'investissement étranger a réduit la voilure mais affiche provisoirement un solde net positif (des acquisitions nettes de 31,7MDt). Cette réduction de voilure est due à la dégradation de la situation économique, aux craintes sur un nouveau cycle de glissement du dinar et à l'attractivité des marchés concurrents à la place de Tunis comme le marché égyptien.

Evolution des volumes moyens (en MDt)



Solde des transactions des investisseurs étrangers (en MDt)



Quelle stratégie adopter dans les prochains mois?

■ Après dix mois passés sous le signe de la correction technique, le comportement du Tunindex devrait être « tirailé » entre l'attractivité des valorisations et le manque de visibilité économique et politique. Fondamentalement parlant, notre place affiche clairement des multiples acheteurs (un P/E 2019e de 9,6x et un rendement moyen de 3,8% estimé en 2019). La comparaison avec des marchés similaires comme le Maroc (un P/E 2019e de 19,9x) nous permet de mieux appréhender notre situation.

■ Les réalisations des sociétés cotées au premier semestre 2019 illustrent l'étonnante résilience du secteur privé et l'adaptabilité de leur management à la conjoncture. Les sociétés privées de la cote ont globalement réussi à faire progresser leur chiffre d'affaires (+10,6% sur le S1 2019), à préserver leurs marges, à juguler l'environnement inflationniste et à trouver de nouveaux relais de croissance dans l'export ou en concurrençant les importations. Leurs fondamentaux ont tant bien que mal résisté à une liquidité bancaire tendue et à l'envolée du coût de la dette.

■ Les poids lourds du marché traitent à des multiples déconnectés de leur rentabilité latente et le secteur bancaire affiche des valorisations planchers (6,6x les bénéfices attendus en 2019 et 1,0x les fonds propres estimés de 2019).

■ La fin de l'année s'annonce incertaine. Elle devrait être perturbée par les tractations politiques autour du nouveau gouvernement et les tergiversations sur la Loi de Finances de 2020, instrument du plus grand agent économique en Tunisie: l'Etat. Cependant, nous restons optimistes sur le moyen terme. **Les yeux sont désormais tournés vers 2020 qui pourrait bien être l'année du rattrapage** pour bon nombre de sociétés cotées ayant subi une correction exagérée, déconnectée de leurs fondamentaux réels, de leur rentabilité latente et de la qualité de leur management. Par ailleurs, **le retrait de la Tunisie de la liste noire du GAFI**** ce mois-ci et la relative résistance dont fait preuve le taux de change du dinar depuis le début d'année peuvent envoyer des signaux positifs aux investisseurs étrangers et contribuer à repositionner la place de Tunis dans leur viseur **sous l'argument des valorisations bon marché.**

■ Nous optons pour une stratégie de stock picking axée sur les valeurs fondamentalement solides et à faible profil de risque. L'horizon de placement est également un facteur non négligeable dans toute stratégie d'investissement. Pour déjouer la nervosité actuelle du marché et profiter d'un bon retour sur investissement, nous recommandons un horizon de placement relativement long, d'au moins deux ans.

■ Ainsi, nous restons optimistes pour l'investissement en bourse et nous conseillons de ne pas céder à cet épisode de stress qui secoue actuellement le marché ni aux pressions vendeuses « injustifiées » qui affectent certaines valeurs. Nous restons toujours à l'« Achat » sur les valeurs suivantes:

- Jouer la défensive: **SFBT, SAH Lilas et UNIMED;**
- Miser sur les sociétés exportatrices: **OTH, TPR, SOTUVER et ICF;**
- Cibler les groupes industriels bon marché: **SOTIPAPIER et MPBS;**
- Investir dans les Blue Chips financières: **UIB, BIAT et STAR.**

■ Nous avons délibérément écarté: (1) les « small cap » de notre portefeuille type pour des raisons de liquidités et (2) les valeurs de rendement - contexte de taux élevés oblige- comme **Céréalis, SAM, ARTES, New Body Line, SOTUMAG et Tunis Ré.** Mais ces titres demeurent vivement recommandés pour les petits tickets ou les profils CEA.

■ Nous suivrons de plus près les titres **Assad, Euro-Cycles, Telnet Holding, Délice Holding, Land'Or et Attijari Bank.** Ces valeurs méritent un détour dans l'attente d'ajustement technique que nous pensons légitime compte tenu de l'amélioration potentielle des fondamentaux (Tout a un prix !).

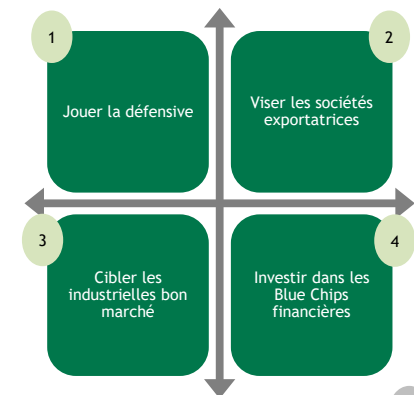
Chiffres clés du marché actions	2016	2017	2018	30 octobre 2019
Capitalisation boursière (en milliards de dinars)	19,3	21,9	24,4	23,2
En % du PIB	21%	23%	23%	21%
Nombre de sociétés cotées	79	81	82	82
Participation étrangère	24,5%	23,4%	24,9%	25,0%

Ratios de valorisation	2016	2017	2018	2019*
P/E	11,6x	13,1x	10,1x	9,6x
Rendement en dividendes	3,7%	3,5%	3,8%	3,8%
P/B	1,9x	2,1x	1,9x	1,7x

* Chiffres au 30 octobre 2019

« La bourse reste toujours un investissement attrayant mais nous recommandons d'allonger les horizons de placement »

Stratégie d'investissement en bourse



** Groupe d'Action Financière