

Synthèse

♦ Plongés par la torpeur au début de l'année, puis gagnés par l'optimisme avant d'être stressés par les échéances électorales, les investisseurs ont été animés tout au long de l'année écoulée par une large palette de sentiments. Mais, à l'heure du bilan, c'est la morosité ambiante qui l'a emporté. Le manque de visibilité économique, le contexte politique instable et l'assèchement des liquidités ont eu raison de la performance du marché et des échanges.

♦ Le retour en force des augmentations de capital a atténué l'absence du papier frais sur le marché primaire; une première depuis 2008. L'investissement étranger a renoué avec le vert, grâce à la SFBT.

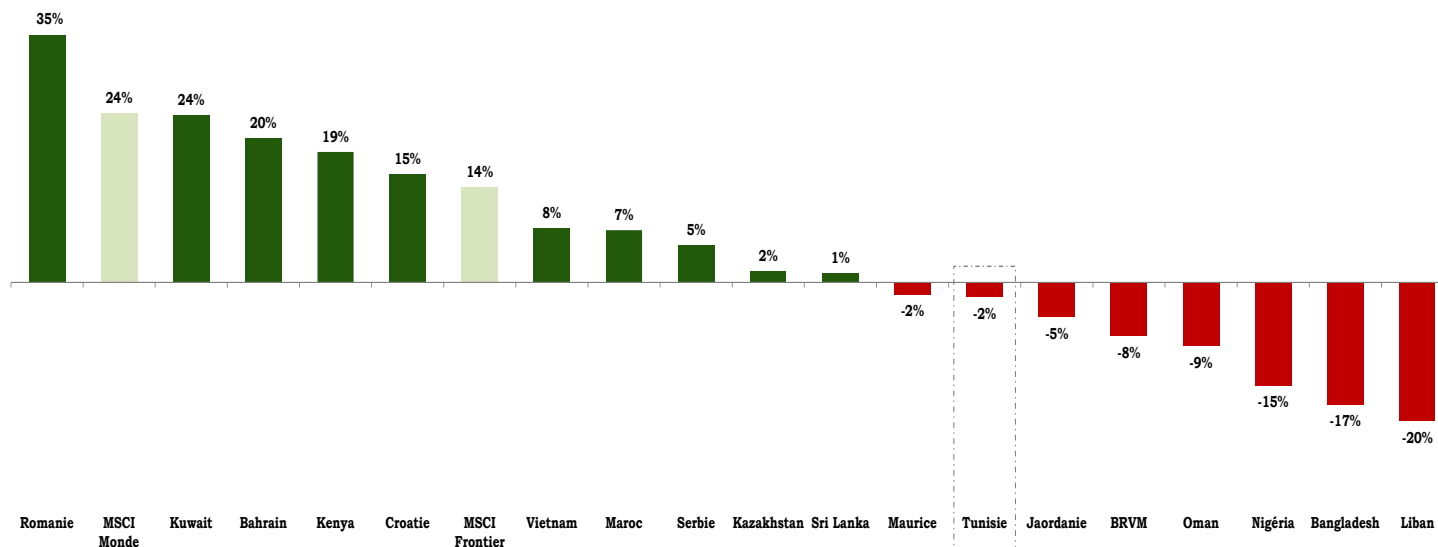
♦ Dans un climat qui offre peu de visibilité, il est difficile de dresser une tendance pour 2020. Alors que l'environnement de taux élevés et le flou politico-économique nous incitent à la prudence, la résilience dont fait preuve le secteur privé depuis la Révolution et le niveau plancher des valorisations nous poussent à un optimisme « justifié » pour l'investissement en bourse. Les actions cotées resteront toujours un investissement attrayant même si nous recommandons un horizon de placement plus long. Nous conseillons, également de faire preuve de sélectivité. La qualité du management, la solidité des fondamentaux et le faible profil de risque restent notre ligne de conduite en 2020.

2019: Un marché gagné par la morosité ambiante

▪ L'année 2019 s'est terminée moins bien qu'elle n'avait commencé. Le marché actions a affiché un essoufflement quasi général après avoir enchaîné trois exercices consécutifs dans le vert. Les deux indices phares de la cote, le Tunindex et le Tunindex 20, ont respectivement décroché de 2,1% et de 3,7%.

▪ Le parcours terne de la bourse de Tunis en 2019 contraste avec le bon millésime pour la plupart des grandes places financières internationales. Celles-ci ont affiché les meilleures performances depuis le choc des *Subprimes*, une décennie plutôt. L'indice MSCI monde qui suit les actions dans les pays développés a bondi de 24%.

Performance du Tunindex Vs un échantillon d'indices en 2019

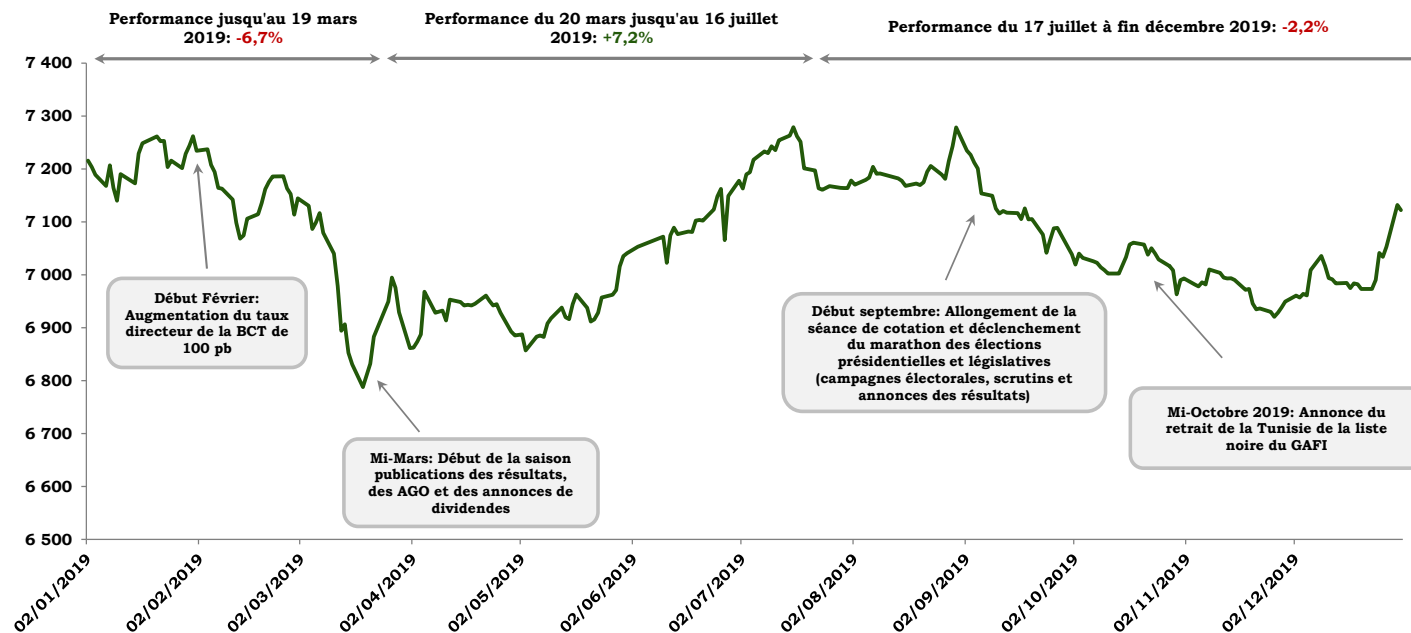


- Dans les pays développés, les investisseurs semblent négliger la montée des tensions commerciales entre les Etats-Unis et la Chine, les inquiétudes sur le devenir du Royaume-Uni (*Brexit*) et les signes de ralentissement des principales économies. C'est dans le comportement des banques centrales qu'il faut chercher les raisons de la bonne orientation des marchés actions dans ces pays. L'alignement des politiques monétaires accommodantes chez les principaux argentiers du monde a permis un retour de confiance dans le système financier et dans les actifs risqués.

- Le bilan 2019 du marché Tunisien va aussi à l'encontre de la majorité des marchés *frontier*. L'indice *MSCI Frontier Markets**, auquel appartient la Tunisie, a réalisé une ascension de 13,5% grâce à la bonne performance des places Koweïtiennes (une reprise de 23,7%) et Vietnamiennes (une progression de 7,7%). Seuls le Liban (une chute de 19,6%), le Bangladesh (une baisse de 17%), le Nigéria (un repli de 14,6%), la BRVM (une décre de -7,6%) et la Jordanie (un recul de 4,9%) qui ont accusé des contreperformances plus soutenues que la bourse de Tunis.

- Le parcours du Tunindex n'est nullement surprenant : assèchement des liquidités, ralentissement de la croissance économique, durcissement des conditions de financement, un paysage politique post-élections fragmenté et tractations autour de la formation du nouveau gouvernement, autant de facteurs qui ont pesé sur le moral des investisseurs et déconcerté la communauté boursière l'année écoulée.

Les événements marquants et le parcours du Tunindex en 2019



- 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 Group Holding**, **SAH Lilas** et **Délice Holding** ont enregistré des performances contrastées et le secteur bancaire est resté malaimé, malgré des résultats qui continuent à défier la conjoncture.

- Globalement, le Tunindex a traversé, sur l'année passée, trois vagues de tendance :

1) Un démarrage difficile (du 2 janvier au 19 mars 2019) marqué par des prises de bénéfice,, dans la continuité de la deuxième moitié de 2018, les investisseurs frileux ayant préféré alléger leur expositions aux actions et arbitrer en faveur des placements monétaires. Le relèvement du taux directeur intervenu en février (+100pb) a davantage

creusé les écarts de rendement par rapport aux actions et orienté les investisseurs vers les produits de taux. Au 19 mars 2019, l'indice phare a cumulé un repli de 6,7%

2) Une période de reprise (du 21 mars jusqu'au 16 juillet 2019) qui a coïncidé avec la saison des publications financières. Les bonnes réalisations des sociétés cotées et les annonces de dividendes ont contribué à apaiser les appréhensions des investisseurs et ont favorisé un regain de confiance par rapport aux actions. Le Tunindex a rattrapé le terrain perdu depuis le début de l'année avec une avancée de 7,2%.

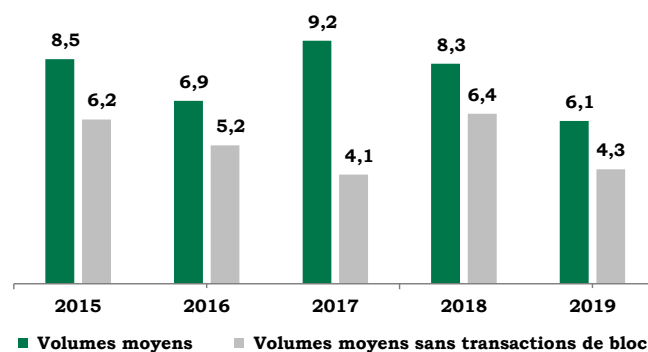
* L'indice *MSCI Frontier Markets* suit les grandes et les moyennes capitalisations dans 28 pays parmi lesquels figure la Tunisie. Les marchés frontiers sont des marchés pré-émergents qui disposent d'une infrastructure boursière bien établie mais dont la capitalisation et la liquidité restent faibles. En 2019, les places Koweïtiennes et Vietnamiennes pèsent plus que 40% dans l'indice.

2) Une période d'attentisme (du 17 juillet jusqu'au 31 décembre 2019) à l'approche des élections présidentielles et législatives mais aussi après leur tenue. La naissance d'un nouveau paysage politique plus fragmenté et les tractations autour de la formation du nouveau gouvernement ont suscité une valse-hésitation au marché et porté les investisseurs à l'attentisme. L'appétit pour le risque s'est affaibli et le Tunindex s'est de nouveau enfoncé dans le rouge (une décre de 2,2%).

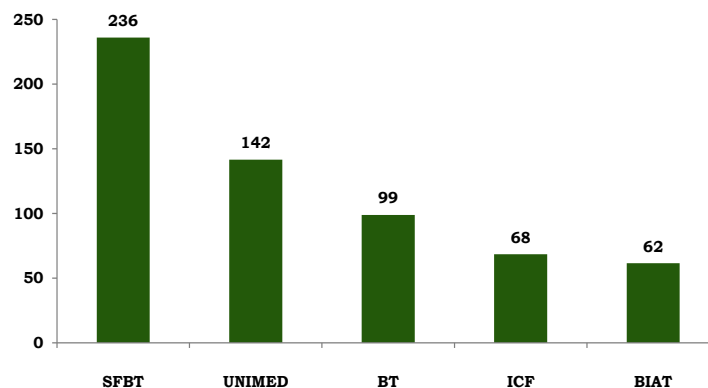
- En 2019, la capitalisation du marché s'est rétractée de 2,7% à 23,7 milliards de dinars. Tous les indices sectoriels ont enregistré des performances dans le rouge, sauf l'indice de l'assurance (+7,9%), l'indice produits ménagers et de soin personnel (+5,2%), l'indice des matériaux de base (+1,4%) et légèrement l'indice bancaire (+0,2%). Ce dernier a frôlé sa première baisse annuelle depuis 2013 n'eût été le réveil des deux dernières séances (+1,3% sur les deux dernières séances).

- 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 4,3MDt (hors transactions de bloc) a été échangé sur la cote en 2019, soit une régression de 26% par rapport à l'année 2018. La bonne dynamique du marché des blocs a contribué à atténuer la « morosité » des volumes sur le marché principal. 72 transactions de bloc ont été réalisées sur l'année, drainant des capitaux additionnels de 454MDt. L'allongement des séances de cotation d'une heure depuis

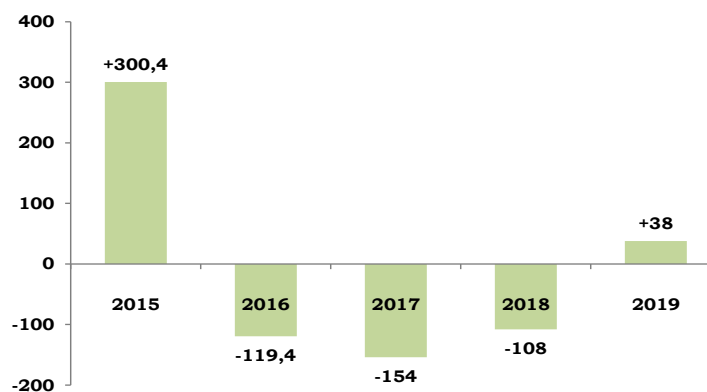
Volumes moyens d'échanges par séance (en MDt)



Les plus forts volumes de l'année (en MDt)



Solde des transactions des investisseurs étrangers (en MDt)



septembre 2019 n'a pas produit l'effet attendu sur les échanges.

« L'allongement des séances de cotation d'une heure depuis le mois de septembre 2019 n'a pas produit l'effet souhaité sur les échanges »

- Les valeurs les plus échangées ont été **UNIMED**, **SFBT** et **BT**. Ces *Blue Chips* ont notamment profité d'un flux soutenu de transactions de bloc portant sur des montants de 115MDt pour **UNIMED**, de 149MDt pour **SFBT** et de 65MDt pour **BT**.

- Les échanges ont été dominés par les investisseurs locaux avec une part de 72%, suivis des OPCVM avec une proportion de 13%. Quant aux étrangers, ils ont accaparé une part de 13% des échanges, la même que 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 307MDt*, 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 l'année dernière; une première depuis 2008.

« Le retour en force des augmentations de capital a permis d'atténuer le coup de froid qui a touché les introductions en bourse en 2019 »

* Tenant compte d'une levée de 15MDt faite par Land'Or auprès du fonds d'investissement MPEF IV, géré par AfricInvest.

- Le nombre des sociétés cotées a reculé à 81 sociétés suite au transfert du groupe laitier **Elbene Industrie** au marché hors-cote en raison d'une situation opérationnelle et financière critique (arrêt total de la production en 2019 dans l'attente de la réalisation d'une opération d'assainissement financier et de restructuration).

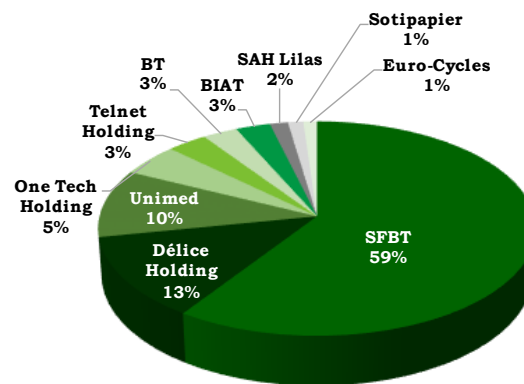
- L'investissement étranger a renoué avec le vert après trois années consécutives de flux nets vendeurs. Au 31 décembre 2019, les étrangers sont acquéreurs nets de 38MDt. Mais ce chiffre est à relativiser, car les achats des étrangers (une enveloppe de 189,7MDt) intègrent les acquisitions faites par des investisseurs stratégiques notamment chez la **SFBT** (acquisition du **Groupe Castel** pour 110MDt). La brasserie a formé aux cotés de **Délice Holding** et d'**UNIMED**, le trio des actions les plus convoitées par les étrangers. Les trois valeurs ont monopolisé 82% des échanges des non résidents.

- L'activité du compartiment obligataire est symptomatique d'un assèchement des liquidités. Malgré les besoins accrus de trésorerie, les sociétés de leasing et les banques ont déserté le marché. Six émissions par Appel Public à l'Épargne seulement ont été lancées et clôturées sur l'année pour une levée totale de 170MDt contre sept opérations et une mobilisation de 261MDt en 2018.

- L'année 2019 a été marquée par la réalisation de la première émission de Sukuk sur le marché obligataire. Opérée par **Wifack International Bank**, la levée a pris la forme d'une émission de Sukuk Ijara. Cette émission a, certes rencontré un

succès mitigé (une levée de 15MDt sur un maximum de 20MDt) mais elle a inauguré un nouveau canal de financement Charia compatible sur le marché financier.

Les dix valeurs les plus échangées par les étrangers en 2019



- Depuis 2018, le marché obligataire a connu l'entrée d'une nouvelle catégorie d'émetteurs. Ce sont les institutions de micro-finance. Leurs émissions significativement ont gagné en nombre

en 2019 pour accompagner l'essor de l'activité et pour palier au resserrement des financements bancaires (huit émissions totalisant une levée de 100,5MDt contre une émission de 15MDt en 2018).

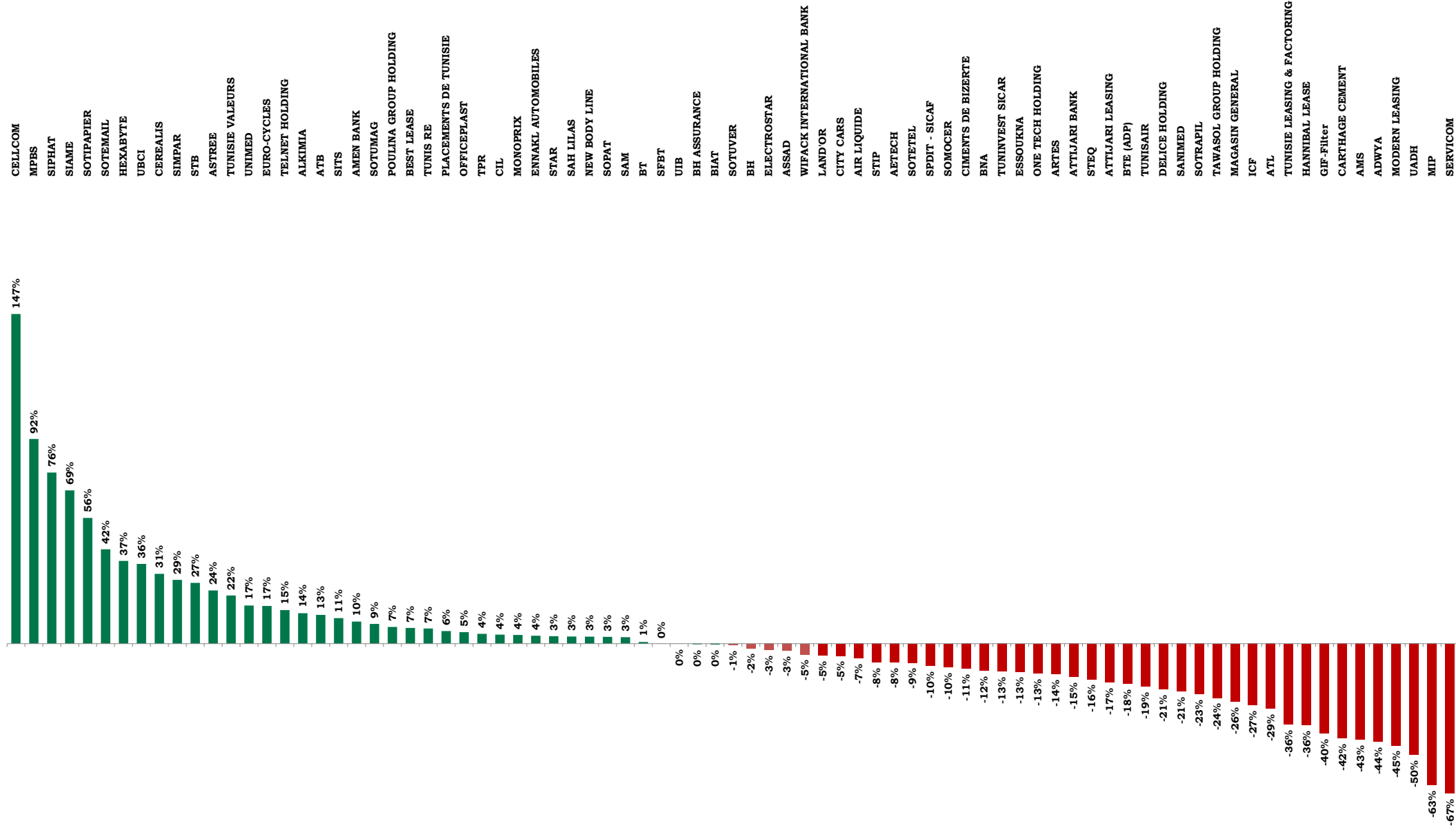
- L'industrie de la gestion d'actifs a connu l'entrée en activité de 6 OPCVM (4 FCPR, un FCP obligataire et une SICAV mixte). Ceci étant le nombre des véhicules en activité a reculé de 5 en 2019 pour s'établir à 119. L'actif net de l'épargne collective a enregistré un repli de 7% à 3,7 milliards de dinars sous l'effet de la mauvaise orientation du marché actions, de la captivité des placements monétaires et de la concurrence des banques sur les maturités courtes.

« La mauvaise orientation du marché actions, la captivité des placements monétaires et la concurrence des banques sur les maturités courtes ont pénalisé l'activité des OPCVM »

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

Sources: BVMT, CMF et Tunisie Valeurs.

Palmarès de la cote au 31 décembre 2019



2020: Entre nuages et éclaircies

- 2019 a été une année chargée d'évènements : promulgation d'une nouvelle loi sur l'amélioration du climat d'investissement, déroulement des élections présidentielles et législatives, retrait de la Tunisie de la liste noire de GAFI, tractations autour de la formation du nouveau gouvernement et bien d'autres évènements qui ont animé les investisseurs par une large palette de sentiments.
- Comme ses prédécesseurs, 2020 s'annonce riche en défis. Le marché actions devrait y être tiraillé entre un contexte politique fragmenté, une situation économique mitigée, les changements annoncés dans la fiscalité et le niveau attractif des valorisations.

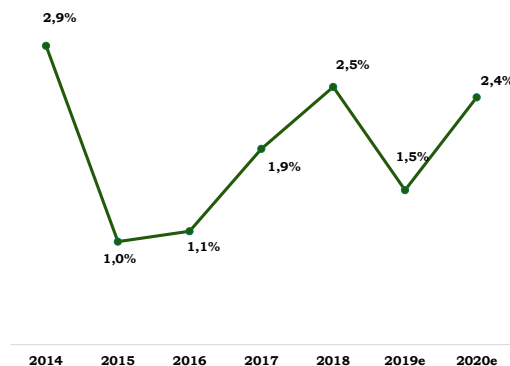
1) Une situation économique mitigée

- Malgré le ralentissement des perspectives de croissance en 2019, les indicateurs économiques de la Tunisie affichent un certain redressement en 2019 avec la décélération de l'inflation, le repli du déficit budgétaire, la reprise graduelle du tourisme et l'amélioration relative des équilibres extérieurs reflétée dans la consolidation des réserves en devises et dans le retraceur du dinar.
- En 2020, le gouvernement espère réaliser une croissance de 2,7% (contre des projections de 2,4% pour le FMI) grâce à une amélioration prévue de l'activité agricole (une bonne récolte d'huile d'olive en vue) et à la reprise des industries non manufacturières (augmentation de la production du phosphate et entrée en exploitation du champ Nawara et Halk El Menzel). Le redressement des perspectives du tourisme et le

rebond attendu des exportations qui découlera d'une bonne saison agricole et de la réduction du déficit énergétique (de 30% grâce à l'entrée en production du champ Nawara) devraient continuer à soutenir les réserves en devises. Par ailleurs, le resserrement du déficit budgétaire favorisera une poursuite de la décélération des prix et permettra d'écarter encore une fois le spectre d'une crise de la dette souveraine. En somme, le desserrement progressif des contraintes économiques donnera plus de flexibilité au *policy-mix* et contribuera à restaurer graduellement le moral des investisseurs.

« En 2020, le marché actions devrait être tiraillé entre un contexte politique fragmenté, la situation économique mitigée, les changements annoncés dans la fiscalité et le niveau attractif des valorisations »

Croissance annuelle du PIB (en%)

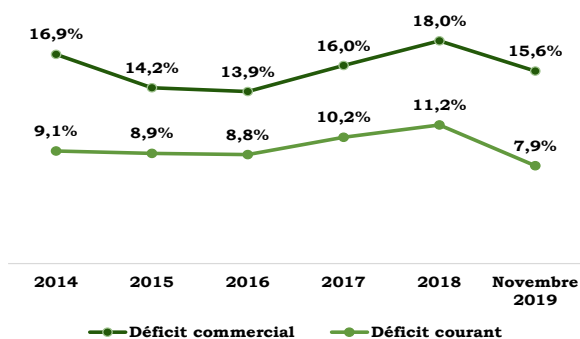


Sources: BCT et FMI

- Bien que les déficits jumeaux semblent mieux maîtrisés, nous pensons que la situation économique reste délicate. La croissance anémique proche de 1% est une situation non soutenable vu l'énormité des défis sociaux et au regard des

déséquilibres qui se sont accumulés depuis le choc de la Révolution. Les évolutions récentes du commerce extérieur nous semblent inquiétantes (essoufflement des exportations et des importations des matières premières pour les secteurs stratégiques comme les industries agroalimentaires et manufacturières) et ne présagent pas d'une reprise rapide de l'activité en perspectives. De même, le contexte mondial de ralentissement économique (une croissance estimée à 2,9% par l'OCDE en 2019, soit la performance la plus faible depuis la crise des *Subprimes*, et de 3% en 2020) notamment dans les pays partenaires de la Tunisie (en raison du bras de fer commercial Sino-Américain, du ralentissement Chinois, des effets du *Brexit* et des tensions géopolitiques) rendent l'objectif de 2,7% de croissance en 2020 du gouvernement Tunisien difficilement atteignable.

Déficit commercial et déficit courant (en % du PIB)



Source: BCT

- Le comportement des investisseurs notamment en bourse restera donc tributaire des efforts de relance de l'investissement, voie de salut unique pour briser la spirale « stagflationniste », de l'adhésion de l'Etat à des réformes de rupture et de leur rythme d'exécution.

2) Où va le dinar ?

- Depuis mars 2019, le marché des changes a fonctionné dans des conditions relativement apaisées qui ont permis au dinar de gagner en résilience, s'appréciant de 8% face à l'euro et de 7% par rapport à la devise américaine (en 2019).

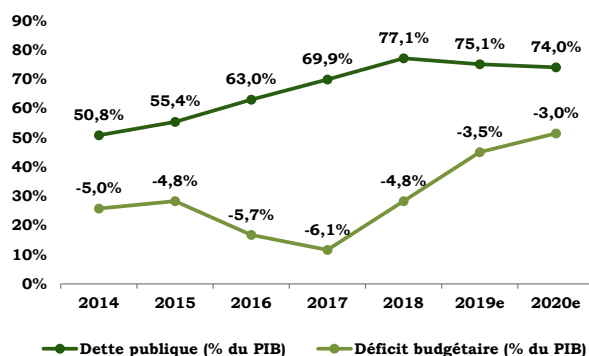
- Ce retracement trouve son origine dans :

♦ **La bonne dynamique de l'offre de devises :** en raison de la bonne performance des recettes touristiques (des recettes de 1,6 milliard d'euros, à fin Novembre 2019, soit le montant le plus élevé depuis 2010), des transferts de la diaspora Tunisienne (+15% à 1,3 milliard d'euros à fin Novembre 2019), les entrées de devises sous forme de tirages sur des lignes de financement extérieurs par le secteur financier, les recettes de la privatisation du groupe Zitouna et les taux d'intérêt élevés qui ont permis d'atténuer les anticipations négatives des agents économiques et les ont encouragés à convertir leurs avoir en devises (détenues notamment sous forme de comptes professionnels en devises) pour les placer en dinars ou pour investir au lieu d'emprunter à des taux chers.

♦ **Une stabilisation de la demande de devises:** en relation avec les restrictions de la politique monétaire et de la réglementation prudentielle qui

« La réduction des déficits jumeaux ne devrait pas occulter les menaces qui pèsent sur la croissance économique avec les évolutions inquiétantes des exportations et des importations des secteurs stratégiques et les perspectives de ralentissement de l'économie mondiale en 2020 »

Déficit budgétaire et dette publique



Source: Ministère des finances

ont permis de freiner les achats de devises financés par des crédits en dinars obtenus auprès du secteur bancaire.

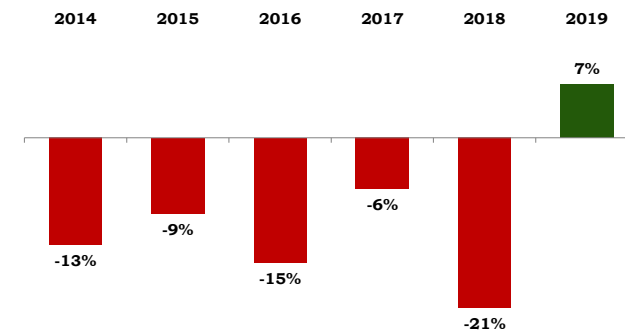
▪ **La question qui demeure en suspens actuellement a trait au caractère de cette stabilisation. Est-elle circonstancielle ou bien durable ?**

- Certes, le parcours du dinar en 2019 est partiellement tributaire de facteurs temporaires comme les recettes de la privatisation du groupe Zitouna. L'offre de devises émanant des agents économiques (que ce soit spéculative ou non) est limitée et les financements extérieurs de la dette souveraine, du déficit commercial ou des agents financiers ne sont pas infinis. Notre premier

partenaire, la Zone Euro, pâtit d'une croissance léthargique. Nos exportations et notre tissu industriel n'ont pas retrouvé leur forme et le déficit commercial a atteint des sommets (17,8 milliards de dinars à fin Novembre 2019). Cependant, il y a des facteurs qui prêtent à l'optimisme sur la poursuite de cette réconciliation avec la monnaie nationale. La poursuite du redressement du tourisme, les bonnes récoltes de dattes et d'huile d'olives en vue et l'allègement de la facture énergétique (-30% en 2020 selon les estimations du gouvernement) qui découlerait de l'entrée en production des champs Nawara (gaz naturel) et Halk El Menzel (pétrole) sont autant des facteurs qui soutiendront le dinar.

- Ne tenant pas comptes des variables exogènes à notre économie (qui ont trait au marché de change international), tous les arguments cités plus haut renforcent la thèse d'une fluctuation plus maîtrisée et d'un « intervalle de confiance » plus réduit pour le dinar par rapport aux années passées qui ont vu des évolutions deux chiffres pour la monnaie nationale.

Evolution du taux de change du Dinar Vs Dollar Américain



Source: BCT

- Sur le long terme, nous continuerons à défendre que la maîtrise du déficit commercial reste la clé de voûte d'une confiance retrouvée dans le dinar. Cet objectif ne peut passer que par une mobilisation nationale pour extirper le bassin minier de l'immobilisme et pour soutenir la compétitivité de nos exportations et par une reprise des investissements, étrangers principalement.

3) Une loi transversale pour améliorer le climat des affaires

- Après avoir posé les premiers jalons d'un cadre réglementaire plus simple et plus moderne de l'investissement (la nouvelle loi sur l'investissement de 2016), le législateur Tunisien a émis une nouvelle loi sur l'amélioration du climat des affaires qui est entrée en vigueur en juin 2019. Premier de son genre en Tunisie, ce texte vient modifier 24 lois en relation avec l'opération d'investissement d'où son caractère transversal. L'objectif de cette loi est de donner une impulsion à l'investissement et d'aligner les pratiques d'affaires Tunisiennes aux standards internationaux à travers une simplification des procédures de création et de financement des entreprises.

- Toutes les mesures de la loi horizontale (voir schéma ci-contre) peuvent affecter de près ou de loin les sociétés cotées et l'investissement en bourse. Mais les mesures les plus proches des investisseurs en bourse sont celles qui concernent la gouvernance des sociétés cotées.

- Les apports de la loi sur l'amélioration du climat des affaires sont des avancées notables dans

« Si la reprise du tourisme et le redressement des transferts de la diaspora Tunisienne ont été bénéfiques pour la monnaie nationale en 2019. Sur le long terme, nous continuerons à défendre que la maîtrise du déficit commercial reste la clé de voûte d'une confiance retrouvée dans le dinar »

Les principaux apports de la loi transversale sur l'amélioration du climat des affaires

Loi transversale sur l'amélioration du climat des affaires

Pilier I: La simplification de la création d'entreprises comme la possibilité de créer des projets en énergie renouvelable sur des terres agricoles sans changement de leurs vocations et la création d'une commission unifiée, au niveau de l'Instance de l'Investissement, chargée de l'octroi des autorisations sur place pour réduire les procédures administratives entre l'administration et les ministères. Il est également prévu l'interdiction pour l'administration d'exiger des investisseurs des documents dont elle dispose ou émanant de ses services ou d'autres structures publiques.

Pilier II: La facilitation de l'accès au financement comme la création d'un nouveau mécanisme de financement des fonds d'investissement sous forme de fonds de fonds et la bonification du taux d'intérêt pour les secteurs productifs et ce pour les crédits d'investissement octroyés sur la période 2019-2020.

Pilier III: L'organisation du partenariat public-privé en simplifiant le système des concessions, la création des co-entreprises publiques-privées et le processus d'appels d'offres publiques.

Pilier IV: Le renforcement de la gouvernance des sociétés commerciales à travers l'obligation de paiement des dividendes dans le 3 mois de la décision de l'AGO (à défaut, la dette est productrice d'intérêts), la séparation entre la fonction de directeur général et du président de conseil d'administration et l'obligation de nommer deux administrateurs indépendants pour les sociétés cotées.

l'impulsion de l'investissement, qui ont été d'ores et déjà saluées par la Banque Mondiale, le FMI et par le rapport *Doing Business* (gain de 2 places dans le classement *Doing Business 2020*). Cependant, l'application de certaines dispositions reste tributaire des décrets d'application à publier ultérieurement.

4) Une sortie de la Tunisie de la liste noire du GAFI

- La Tunisie est sortie en octobre 2019 définitivement de la liste noire des pays exposés au risque de blanchiment d'argent et du financement du terrorisme du Groupe d'Action Financière et de l'Union Européenne. Cette sortie vient confirmer l'engagement politique du pays et de son système financier dans la lutte contre le blanchiment

d'argent et le financement du terrorisme. Cet événement est un signal positif pour les investisseurs étrangers. Il améliore leur perception sur le degré de transparence du pays. Il est bénéfique pour l'attraction des capitaux étrangers notamment vers la bourse et aura un impact favorable sur la position de la Tunisie dans les classements internationaux tel que l'indice *Doing Business* et l'indice mondial de l'entreprenariat.

« La sphère des affaires attend impatiemment la publication du reste des décrets d'application de la loi sur l'amélioration du climat des affaires »

5) Des arbitrages « fiscaux » à faire

▪ Les Lois de Finances des dernières années ont prévu une péliade de mesures fiscales qui marquent un réel tournant dans l'environnement fiscal et économique Tunisien. Les derniers développements vont dans le sens d'une convergence des régimes *offshore* et *onshore* vers un taux d'imposition unique et de l'élargissement de l'assiette de la TVA sur les ventes d'immeubles des promoteurs immobiliers à usage d'habitation, le relèvement de l'IS sur les concessionnaires automobiles et les grandes surfaces et la mise en place de nouvelles contributions au profit des caisses sociales et du Trésor public.

▪ Les mesures prises par le législateur dans les Lois de Finances allant de 2018 à 2020 introduisent des distorsions dans les valorisations et peuvent donner naissance à des mouvements d'arbitrages fiscaux qui profiteront aux secteurs les plus épargnés d'une montée des charges fiscales et sociales.

I/ Un nouveau régime fiscal de l'IS au taux de 13,5%

▪ La loi de finances 2019 a introduit un nouveau régime fiscal, d'imposition à l'IS au taux de 13,5%, qui a supprimé la dichotomie *offshore/onshore* et le régime préférentiel d'imposition de l'export de 10% instauré depuis 2014. Cette mesure s'inscrit dans une politique d'encouragement des investissements dans les secteurs stratégiques, c'est-à-dire les secteurs productifs, promoteurs et à forte valeur ajoutée, et ce en faisant abstraction du fait que ces secteurs soient destinés au marché

local ou bien à l'exportation.

▪ Les secteurs profitant du régime de 13,5% ont été définis dans les Lois de Finances 2019 et 2020 (voir le tableau de la page suivante). Les sociétés opérant dans des activités non mentionnées dans cette liste verront les bénéfices provenant des exportations subir automatiquement un rehaussement du taux d'IS de 10% à 25% à partir de 2021. Ainsi, la création de ce nouveau régime fiscal ne sera pas sans effets sur la rentabilité des sociétés cotées. Selon nous, la portée de cet événement dépendra de deux variables:

« Les mesures mises en place dans les Lois de Finances des dernières années introduisent des distorsions dans les valorisations des sociétés cotées et peuvent donner naissance à des mouvements d'arbitrages fiscaux qui profiteront aux secteurs les plus épargnés d'une montée des charges fiscales et sociales »

1) L'appartenance ou non à la liste des secteurs bénéficiant du régime de l'IS de 13,5%,

2) L'importance des exportations dans le chiffre d'affaires total.

▪ Deux questions majeures se posent alors : Est-ce que les groupes qui exercent des activités proches des secteurs mentionnés dans cette liste vont poursuivre leur montée en valeur et diversifier leurs affaires pour bénéficier du taux bonifié de 13,5% ? Est-ce que les sociétés orientées export qui n'ont pas bénéficié d'une mention expresse dans la liste précitées vont créer des unités

industrielles dans leurs marchés cibles pour contourner le relèvement du taux d'imposition ? Une entreprise non aisée qui nécessite un important coût financier et un temps précieux pour fructifier les investissements. Deux questions auxquelles devront répondre le management des sociétés cotées dans les prochaines AGO.

▪ Les sociétés exportatrices privées du taux bonifié de 13,5% garderont le cap sur l'export, malgré un coût fiscal plus élevé, et ce pour trois principales raisons: 1) il sert de levier de croissance, 2) il sert de refuge face aux pressions subies sur le marché local (concurrence directe et marché informel) et 3) il génère des entrées d'argent en devises fortes et permet d'assurer une couverture « naturelle » contre le risque de change.

« L'alignement du taux d'imposition des des bénéfices provenant des exportations au taux de 25% pour les sociétés non mentionnées dans la liste du taux bonifié de 13,5% ne découragera pas pour autant les exportations »

Analyse de l'impact fiscal du nouveau régime d'IS de 13,5% et la suppression du régime préférentiel d'imposition des bénéfices provenant des exportations

	Secteurs concernés	Exemple de sociétés cotées	Impact fiscal
Secteurs concernés par la réduction du taux d'IS de 25% à 13,5%	Industrie électronique, électrique, mécanique, et industrie des câbles	One Tech Holding Euro-cycles SIAME	→ ↓ ↑↑
	Industrie automobile, aéronautique, maritime, ferroviaires et leurs composante.	Assad et GIF	↑↑
	Industrie pharmaceutique, équipements et matériels médicaux	Unimed Adwya et Siphat	↑↑ ↑
	Industrie Alimentaire	Land'or et PGH SFBT, Céréalis, Sopat et Délice Holding	↑↑ ↑
	Industrie du textile, du cuir et de la chaussure	New Body Line	↓
	Secteur des TIC	Telnet Holding Hexabyte, AeTech, SOTETEL	↓ ↑
Sociétés fortement exportatrices non citées dans la liste du taux bonifié de 13,5%	-	ICF, ALKIMIA, SOTUVER, OfficePlast et SANIMED	↓↓
Sociétés faiblement exportatrices (<20% du CA) non citées dans la liste		MPBS, SOTIPAPIER, SAM, secteur cimentier coté, SOMOCER, Sotemail, Air Liquide, SERVICOM, CELLCOM	↓

Légende:

→: Neutre

↑: Légèrement positif

↑↑: Très positif

↓: Légèrement négatif

↓↓: Très négatif

II/ Un relèvement de la TVA sur les promoteurs immobiliers et de l'IS sur les concessionnaires automobiles et les grandes surfaces

▪ Les promoteurs immobiliers cotés (**SIMPAR, Essoukna** et **SITS**) devront continuer à subir un taux de TVA de 13% (instauré depuis 2018) sur leurs ventes de biens immobiliers jusqu'en 2022. A partir de 2023, ce taux passera à 19%, exerçant un effet répulsif d'autant plus important sur une activité déjà affaiblie par la dégradation du pouvoir d'achat, le renchérissement des facteurs de production et les coûts prohibitifs de la dette et les restrictions sur la distribution des crédits bancaires.

▪ Dans un autre registre, les concessionnaires automobiles (**ARTES, Ennakl Automobiles, City Cars** et **UADH**) et les grandes surfaces (**Magasin Général** et **Monoprix**) seront soumis à un taux d'imposition de 35% respectivement à partir de 2019 et de 2020 contre 25% auparavant. Ce relèvement de l'imposition ajoutera un surcoût supplémentaire pour les concessionnaires cotés et les grandes surfaces cotées qui pâtissent de la dégradation du dinar et du pouvoir d'achat sur les dernières années, du ralentissement des crédits aux particuliers et de l'intensification de la concurrence.

III/ Une nouvelle contribution exceptionnelle mais sociale cette fois

▪ Après avoir mis en place plusieurs contributions fiscales conjoncturelles sur les dernières années et instauré une contribution sociale solidaire permanente de 1% sur toutes les sociétés (voir

tableau ci-dessous), le législateur a imposé une nouvelle contribution au profit des caisses sociales. Cette dernière sera exceptionnelle car elle s'étalera sur la période 2019-2021. Elle sera de*:

- 2% pour **les banques et les établissements financiers y compris les assureurs,**

- 1% pour les sociétés soumises au taux de 35% y compris, les sociétés de transport du pétrole (**SOTRAPIL**), les grandes surfaces (**Magasin Général** et **Monoprix**) et les concessionnaires automobiles (**ARTES, Ennakl Automobiles, City Cars** et **UADH**).

Synthèse des principales contributions fiscales et sociales instaurées sur les dernières années

Années	Nature	Mode opératoire
2016	Fiscale exceptionnelle	7,5% des bénéfices de toutes les sociétés cotées
2017	Fiscale exceptionnelle	5% des bénéfices pour les banques et les établissements de leasing
2018	Fiscale exceptionnelle	4% des bénéfices pour les banques et les établissements de leasing
A partir de 2018	Sociale permanente	1% des bénéfices pour toutes les sociétés cotées
2019-2021	Sociale exceptionnelle	Entre 1% et 2% des bénéfices comme expliqué plus haut

6) Un amendement du règlement général de la bourse

▪ Après avoir prolongé la séance de cotation d'une heure, à partir du mois de septembre dernier et

dans le cadre de la modernisation de l'infrastructure du marché financier, le règlement général de la bourse a subi quatre amendements majeurs :

1) La création d'un marché pour les Sukuk souverains et privés et d'un marché pour les fonds,

2) La simplification de l'accès au marché alternatif et la limitation des négociations sur ce marché aux investisseurs institutionnels,

3) La dissociation de la fonction du président du conseil d'administration et du directeur général et la nomination de deux membres indépendants y compris un représentant des petits porteurs,

▪ En corolaire à ces décisions, les entreprises actuellement cotées sur le marché alternatif- au nombre de 13 actuellement- seront transférées au marché local à partir de mi-septembre 2020.

▪ Nous pensons que ces décisions auront un effet peu perceptible sur le court terme. En revanche, sur le long terme, nous estimons que ces mesures peuvent baliser le chemin vers une industrie d'OPCVM cotés et plus dynamiques. Elles devraient ouvrir la voie au développement de l'industrie des Sukuk, canal de mobilisation des fonds islamiques tant convoité par les institutions financières islamiques sur les dernières années. Elles devraient contribuer à transformer le rôle du marché alternatif, appelé à devenir un véritable levier de financement des PME- avec une gouvernance mature - et en un tremplin pour accéder au marché principal.

* Nous tenons en compte seulement du supplément par rapport à la contribution permanente de 1%.

- Sur ce volet, nous ne manquons pas de saluer l'initiative « Investia Entreprise » lancée par la Bourse de Tunis en octobre 2019. Les PME éligibles à ce programme de facilitation de l'accès aux financements non bancaires (levée de fonds propres et de dette obligataire directement sur le marché financier, auprès d'investisseurs institutionnels et avertis comme les investisseurs en capital risque) seraient les premières candidates à une cotation sur le marché alternatif dans sa nouvelle configuration. Outre l'assistance technique des experts du programme, les 120 premières entreprises sélectionnées bénéficieront de la prise en charge d'une partie des frais d'accompagnement et du diagnostic financier jusqu'en 2020. Pour les investisseurs, la plateforme Investia se veut une Data room digitale dans laquelle ils pourront accéder aux meilleures opportunités d'investissement.

7) Marché primaire : un assureur convoité la bourse

- Après une année 2019 blanche sur le front des introductions en bourse, 2020 devrait marquer un retour au papier frais. Le **groupe Maghreb** riche de 45 ans d'expérience dans l'assurance et 3^{ème} acteur sur le marché en termes de primes émises affiche clairement la volonté d'intégrer le marché principal en 2020. A priori, la taille de l'opération sera supérieure à 100MDt.

- Quelques soit la nature du *deal* (cession ou augmentation de capital), l'introduction en bourse de **Maghreb** ne manquera pas donner un souffle nouveau au marché primaire et d'enrichir la représentation du secteur de l'assurance

aujourd'hui limitée à quatre acteurs seulement : **STAR, ASTREE, BH Assurance** et **Tunis Ré**. Avec un taux de pénétration de 2% seulement et une contribution de 3,5% dans la capitalisation de la bourse (à fin 2019), le secteur de l'assurance en général et **Maghreb** en particulier disposent d'un potentiel de croissance économique et boursier largement inexploité. Nous attendons toujours le nouveau Code des Assurances qui devrait donner de nouvelles perspectives pour un secteur au cœur de la dynamique dans les grandes économies.

« Nous attendons toujours le nouveau Code des Assurances qui devrait donner de nouvelles perspectives pour un secteur au cœur de la dynamique dans les grandes économies »

8) Des valorisations tentantes malgré tout

- Les réalisations des sociétés cotées au terme du quatrième trimestre 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, 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.

- Cette bonne capacité de résilience se traduirait en 2019 et 2020 par une croissance satisfaisante de la masse bénéficiaire. Estimée aux alentours de **8%**, en moyenne, en 2019 et 2020, la progression des bénéfices agrégés ramènerait les ratios de

valorisation du marché à des niveaux plus attractifs, de quoi espérer un réveil boursier en 2020.

- Au début de cette nouvelle année, le marché traite à des multiples de l'ordre de **9,3x** les bénéfices et à **1,4x** les fonds propres estimés de 2020. Les poids lourds du marché se négocient à des multiples déconnectés de leur rentabilité latente et le secteur bancaire affiche des multiples inférieurs à leur moyenne historique des cinq dernières années (**6,0x** les bénéfices et **0,9x** les fonds propres estimés de 2020). Par ailleurs, le retrait de la Tunisie de la liste noire du GAFI en octobre 2019 et la résistance du dinar peuvent envoyer des signaux positifs aux investisseurs étrangers pour un éventuel *come-back* en 2020 sous l'argument des valorisations bon marché.

Les principaux ratios de valorisation du marché

Ratios de valorisation*	2015	2016	2017	2018	2019	2020**
P/E	12,3x	11,6x	13,1x	10,1x	10,4	9,3x
Rendement en dividendes	3,5%	3,7%	3,5%	3,8%	3,6%	3,9%
P/B	1,7x	1,9x	2,1x	1,9x	1,5x	1,4x

* Ratios de valorisation de fin au 31 décembre de chaque année.

** Les ratios de valorisation sont calculés au 24 janvier 2020.

Source: Calculs de Tunisie Valeurs.

« Le retrait de la Tunisie de la liste noire du GAFI en octobre 2019 et la résistance du dinar peuvent envoyer des signaux positifs aux investisseurs étrangers pour un éventuel come-back en 2020 sous l'argument des valorisations bon marché »

9) Quelle stratégie d'investissement en 2020 ?

En 2020, les sociétés cotées devraient composer avec un environnement socio-politique similaire à 2019. Cette situation continuera à mettre à rude épreuve la trésorerie des entreprises et les orientant vers une gestion plus rigoureuse des ressources pour juguler l'inflation et vers l'export pour échapper à la morosité ambiante. Quant aux banques, elles seront amenées à être plus sélectives pour minimiser le coût du risque. Ce faisant, la qualité du management, la solidité des fondamentaux et le faible profil de risque restent notre ligne de conduite dans ce climat imprévisible. Nous prônons une stratégie sélective qui favorise les sociétés au faible levier financier, celles qui affichent une bonne maîtrise du cœur de métier, une croissance récurrente et des niveaux de marges confortables, à même d'absorber les coûts prohibitifs de la dette et des importations.

L'horizon de placement est également un facteur non négligeable dans notre stratégie d'investissement. Pour déjouer la morosité actuelle du marché et profiter d'un bon retour sur investissement, nous recommandons un horizon de placement relativement long, d'au moins deux ans. Nous mettons également les investisseurs en garde contre les mouvements moutonniers et les vagues vendeuses « injustifiées » sur certaines valeurs.

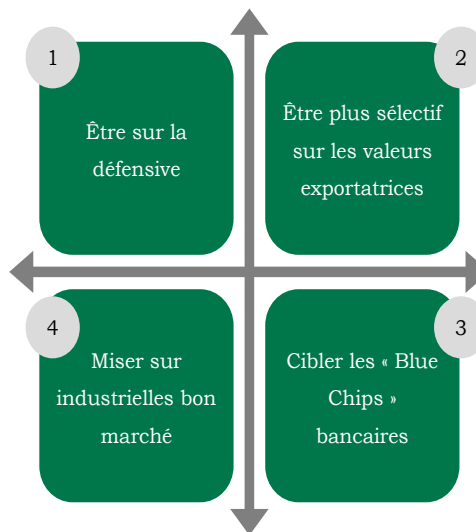
Notre stratégie d'investissement est axée sur les quatre thématiques suivantes :

i) Se tenir sur la défensive

Les valeurs défensives resteront les cibles de

« Pour déjouer la morosité actuelle du marché et profiter d'un bon retour sur investissement, nous recommandons un horizon de placement relativement long, d'au moins deux ans »

Stratégie d'investissement préconisée par Tunisie Valeurs



choix des investisseurs car elles sont susceptibles d'opposer la meilleure résistance au contexte actuel d'incertitude. Opérant dans les secteurs des biens de consommation (**SAH Lilas, SFBT, Délice Holding**) ou pharmaceutique (**Unimed**), ces valeurs se distinguent par leur position dominante, la récurrence de leur croissance bénéficiaire et leur santé financière. Elles affichent également une visibilité appréciable, un management de qualité et d'une bonne capacité à attirer les investisseurs étrangers.

ii) Être plus sélectif sur les valeurs exportatrices

Sur la période 2019-2020, les groupes industriels

exportateurs devraient subir une normalisation de leurs bénéfices après une période 2017-2018 faste bonifiée par les gains de change. Nonobstant, l'intérêt restera fort sur ces groupes en raison de pistes de croissance en dehors des frontières et de l'indexation de leurs ventes à des devises fortes. Eu égard aux surcoûts attendus en matière de change et de fiscalité, nous nous montrons plus sélectifs dans cette thématique et limitons notre choix à l'exportateur national **OTH**. Le groupe devrait connaître un accident de parcours en 2019- d'ores et déjà consommé par le marché- avant de rebondir de plus belle à partir de 2020. La qualité du management d'**OTH**, son positionnement *high tech* et son double profil vache à cash (câblerie) / croissance (mécatronique) maintiendront l'appétit des investisseurs sur le titre.

iii) Miser sur les industrielles « bon marché »

D'une manière générale, l'industrie cotée pourrait profiter de la frilosité des investisseurs envers le secteur bancaire. Néanmoins, nous ne recommandons pas de s'exposer au secteur dans son ensemble. Nous recommandons un positionnement sur les sociétés jouissant d'une position de leadership sur le marché local, d'avantages compétitifs certains et de solides barrières à l'entrée de la concurrence. Dans cette thématique, notre valeur favorite est **SOTIPAPIER**. Le groupe a bien tiré les leçons du passé. Il est bien positionné sur le marché. Il a pu perfectionner sur les dernières années son outil de production et a misé sur la qualité pour rester en pointe de la concurrence locale et importée.

vi) Cibler les « Blue Chips » bancaires

▪ 2020 sera la dernière ligne droite pour le secteur bancaire pour une conformité complète avec les standards de Bâle III. La BCT devra y continuer à mettre en niveau l'arsenal prudentiel avec une surveillance plus rapprochée et une montée en charge des exigences de fonds propres (exigence de coussin de fonds propres contra-cyclique, de conservation et au titre des banques systémiques et mise en place d'un processus interne d'évaluation et d'allocation du capital économique) et de liquidité (mise en place du ratio de liquidité à moyen terme). Ces mesures vont se mettre en place d'une manière consensuelle, avec le concours de l'Association des Banques.

▪ La conformité avec les normes de Bâle III est un passage déterminant pour les banques qui se fera au prix d'une croissance moins vigoureuse que par le passé. Mais ses bienfaits sont multiples : une capacité de résilience renforcée face aux chocs externes, une culture d'autorégulation et d'autogestion des risques plus ancrée et une plus grande visibilité par rapport aux investisseurs étrangers.

▪ 2020 devra aussi être l'année des préparatifs pour la migration vers les normes IFRS pour les banques et les établissements financiers. Il en découlera une feuille de route détaillée et des actions à entreprendre par l'autorité monétaire pour la mise à jour des systèmes d'information comptable et de gestion. A l'horizon 2021, la BCT sera édifiée quant à ses capacités à engager l'adoption des normes IFRS.

▪ Au-delà des défis prudentiels et comptables, le secteur bancaire coté pourrait profiter, en 2020, de quatre bonnes nouvelles :

1) La reprise du tourisme en 2019 (des recettes de 1,6 milliard d'euros, sur les 11 premiers mois de 2019 soit le montant le plus élevé depuis 2010) qui devrait soulager les bilans des banques,

2) Les signes d'apaisement « relatif » des tensions sur la liquidité bancaire grâce à l'effet expansif des facteurs de la liquidité. En atteste le recul du volume global de refinancement de la BCT de 27% (au 31 décembre 2019) depuis le début de l'année.

3) Le plan de recapitalisation de **Carthage Cement** (qui doit au secteur bancaire l'enveloppe de 541MDt selon les données disponibles au 30 juin 2019) envisagé en ce début d'année qui permettrait d'alléger les créances bancaires envers cette cimenterie et d'opérer à terme des reprises sur provisions. En sus de l'injection de fonds propres (une levée de 200MDt), la restructuration financière de la cimenterie publique se fera dans le cadre d'un accord *win-win* avec les banques créancières, prévoyant: i) un remboursement partiel de la dette (pour 116MDt), ii) le rééchelonnement des dettes restantes (360MDt) sur une durée de 12 ans dont deux années de grâce et iii) le rabatement des taux d'intérêt de deux points de pourcentage. La réussite de l'augmentation de capital de **Carthage Cement** et la relance subséquente du processus de privatisation seraient deux événements très appréciés par les investisseurs positionnés sur les valeurs bancaires,

4) La loi de finances 2020 a finalement levé le voile

sur le *modus operandi* de la contribution sociale solidaire qui a suscité un tollé l'année dernière. La révision de la formule de la contribution comme étant 3% des bénéfices imposables, au lieu de 1% du chiffre d'affaires, est au bénéfice des banques car son coût financier est nettement revu à la baisse, se limitant à 41MDt en moyenne par an (selon nos estimations faites sur la période 2019-2021) pour l'ensemble du secteur (soit environ 3% des bénéfices nets part du groupe), contre des projections initiales autour 100MDt par an dans la version précédente.

▪ Première capacité bénéficiaire du marché actions, le secteur bancaire a prouvé la flexibilité de son business model et sa capacité de résilience face aux restrictions de la politique monétaire et aux défis de la conjoncture économique post-révolution.

« En 2020, le secteur bancaire est en bonne posture pour profiter de la reprise du tourisme, des signes de détente des pressions sur la trésorerie, du plan de recapitalisation de Carthage Cement et de la nouvelle formule plus clémente de la Loi de Finances 2020 de la contribution sociale exceptionnelle »

▪ Comme nous l'avons souligné dans nos précédentes études sur le secteur, les banques font face à un scénario de ralentissement sans rupture de croissance dans les prochains exercices. Nos prévisions tablent sur une croissance moyenne des bénéfices du secteur de **9%** sur la période 2018-2021 contre un rythme moyen de 21% sur l'intervalle 2014-2018.

- La réaction des investisseurs vis-à-vis des récentes mutations de l'environnement monétaire et réglementaire nous semble disproportionnée. Elle a ramené les multiples du secteur à leurs plus bas niveaux sur les cinq dernières années. Des multiples qui offrent des points d'entrée intéressants surtout si l'on s'intéresse à des titres pris individuellement. Des titres fondamentalement solides, affichant des potentialités de croissance sous estimées par le marché.
- Notre dernier *scoring* du secteur (réalisé dans l'étude sectorielle de juin 2019) nous conforte dans une opinion à l'achat sur la **BIAT**, l'**UIB** et la **BT**. Ces dernières unissent les qualités suivantes : une capacité à générer une croissance structurellement

supérieure à la concurrence, une productivité dans les standards les plus élevés du secteur, un portefeuille de créances diversifié et une bonne discipline prudentielle.

- Les trois banques nous semblent de ce fait bien outillées pour résister au contexte économique et monétaire tendu et pour relever le défi de la transition réglementaire vers Bâle III et les normes IFRS.

Des « **small cap** » intéressantes et des valeurs à suivre de plus près

- Nous avons délibérément écarté: (1) les « *small cap* » de notre sélection de valeurs pour des raisons de liquidités et (2) les valeurs de

rendement - contexte de taux élevés oblige- comme **Céréalis**, **SAM** et **SOTUMAG**. Mais ces titres demeurent recommandés pour les petits tickets ou les profils CEA.

- Nous suivrons de plus près les titres **Assad**, **Euro-Cycles**, **Telnet Holding**, **BH** et **Attijari Bank**. Ces valeurs méritent un détour dans l'attente d'un ajustement technique que nous pensons légitime compte tenu de l'amélioration potentielle des fondamentaux ou en attendant la confirmation ou l'inflexion d'un trend de croissance (Tout a un prix !).

« Certaines valeurs comme Assad, Euro-Cycles, Telnet Holding, BH et Attijari Bank restent sous surveillance »

Les opportunités et les facteurs de risque pour le marché actions en 2020

