

Synthèse

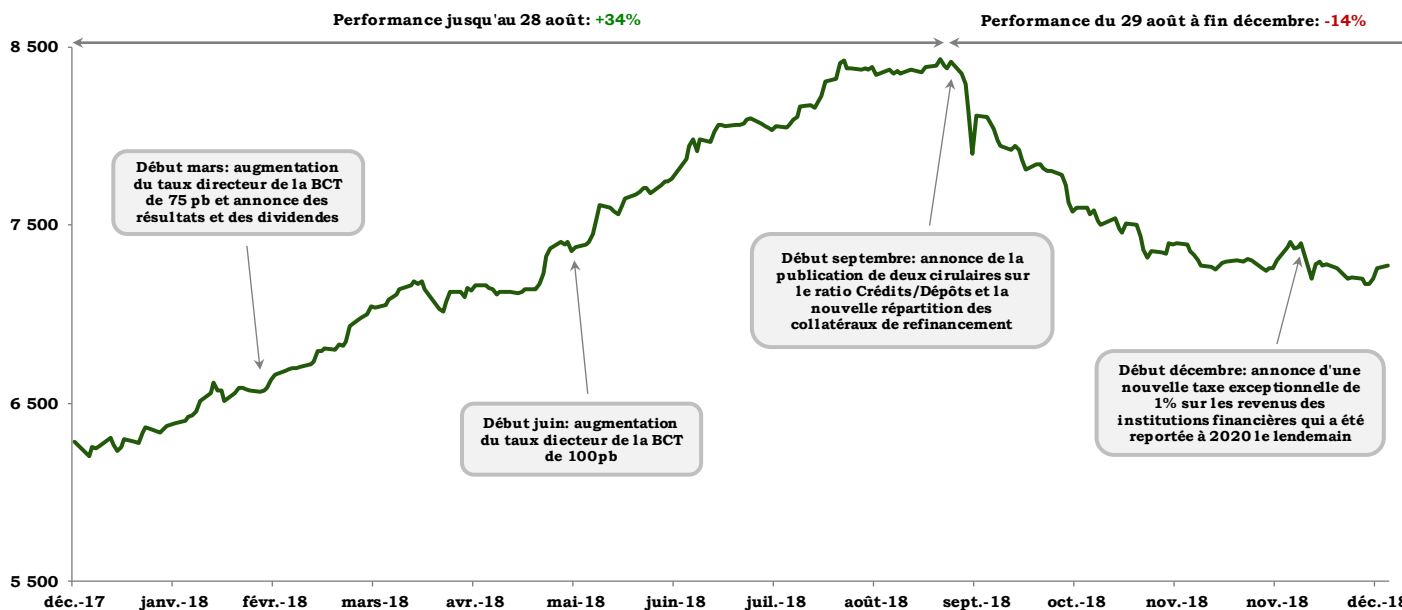
- ◆ **2018 a finalement tenu ses promesses pour la bourse. Le marché y a pu maintenir le cap sur la croissance (une performance de 15,8%) malgré une fin d'année tumultueuse sur fonds de correction bancaire.**
- ◆ **En dépit du coup de froid sur le marché primaire (une seule mise sur le marché, celle de Tunisie Valeurs, et aucune augmentation de capital constatées sur l'année), les volumes ont affiché un regain de dynamisme, abstraction faite des transactions de bloc.**
- ◆ **Dans un climat qui offre peu de visibilité, il est difficile de dresser une tendance pour 2019. Alors que l'environnement de taux élevés et les aléas économiques incitent à la prudence, nous décelons deux principaux facteurs qui devraient soutenir l'intérêt des investisseurs pour les actions :**
1) **les prévisions de croissance des résultats et 2) le désintérêt des investisseurs du secteur immobilier jusque-là considéré comme alternative au placement à moyen à long terme.**
- ◆ **Nous entamons l'année sur des niveaux de valorisation attrayants, de l'ordre de 12,4x et de 11,6x les bénéfices attendus en 2018 et 2019, respectivement. D'un point de vue purement fondamental, ces ratios nous amènent à conclure qu'une reprise au niveau des cours est très probable.**

2018: Entre euphorie et frilosité

▪ À l'image des dernières années, le marché a connu un parcours boursier en deux teintes :

1) Un démarrage en fanfare : L'année a débuté dans l'euphorie portée par les anticipations de résultats records pour le secteur bancaire. L'enthousiasme pour le poids lourd de la cote (40% de la capitalisation du marché) a été soutenu par les relèvements successifs du taux directeur (+75 pb en mars et +100pb en juin), propulsant ainsi le Tunindex vers un niveau record (> 8400 points). Au terme du mois d'août, le marché cumulait une envolée de 34%, valant à la Bourse de Tunis d'occuper un rang avancé parmi les places financières les plus performantes à l'échelle mondiale.

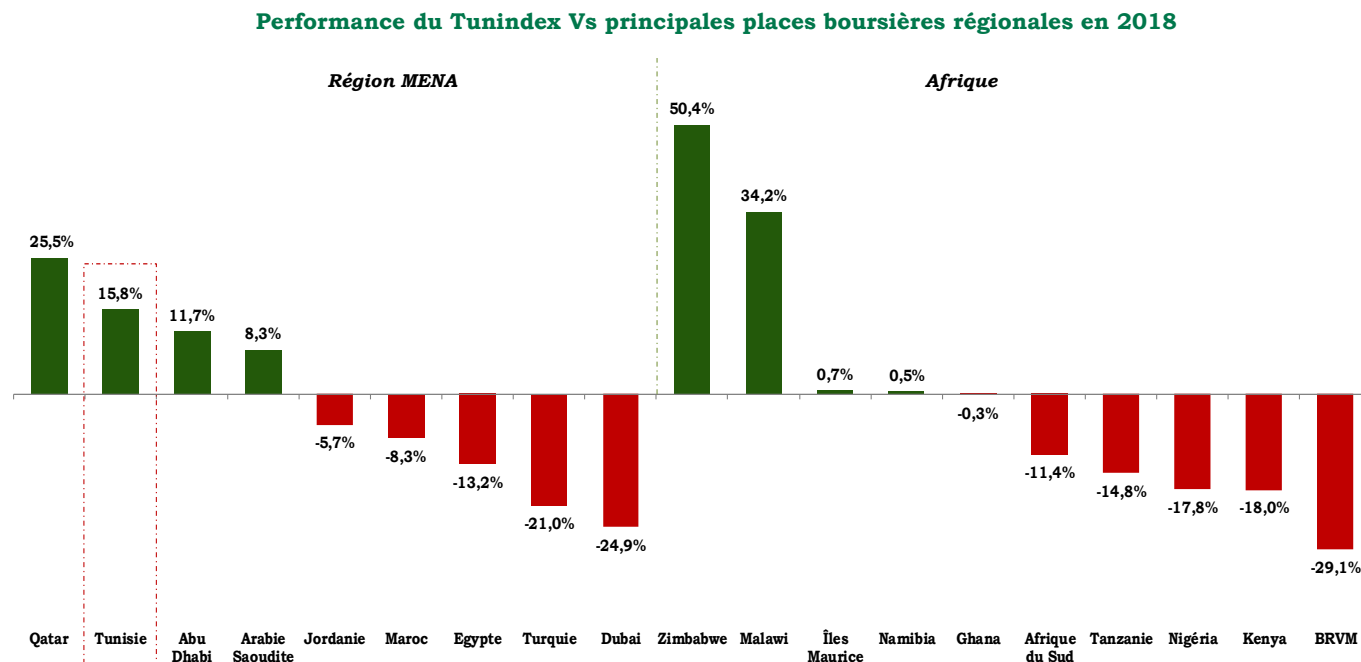
Les événements marquants et le parcours du Tunindex en 2018



2) Une fin d'année difficile: L'annonce de la publication de deux circulaires BCT, touchant le risque de transformation et la politique de refinancement a semé un vent de panique chez les investisseurs. Un mouvement de correction généralisée s'est ensuite déclenché parmi les banques, plombant la performance de l'indice (une chute de 32% pour le secteur bancaire depuis août et un recul de 14% pour le Tunindex). Après la décrue de septembre, une deuxième vague vendeuse a déferlé sur le secteur le lundi 10 décembre (un repli de 2,7% en une séance) en réaction à la décision inopinée de l'ARP d'instituer une nouvelle taxe « exceptionnelle » sur les revenus du secteur bancaire (1% du chiffre d'affaires) en marge de la Loi de Finances 2019. Ce moment « d'effroi » a été de courte durée. Les banques sont reparties du bon pied le lendemain avec l'annonce du Gouvernement du report de la nouvelle imposition à l'année 2020.

« Le parcours mouvementé qu'à connu le marché en 2018 confirme la nervosité des investisseurs et illustre la place centrale qu'occupent les banques sur notre marché »

- La capitalisation de la place s'est accrue de 12% à 24 milliards de dinars. Cette évolution a profité de la bonne orientation de quelques mastodontes comme la **SFBT** (+1,3 milliard de dinars) ou **Poulina Group Holding** (+0,4 milliard de dinars) et de la progression du secteur bancaire (+0,5 milliard de dinars).
- Dans un climat globalement morose, les nouveaux émetteurs se sont faits timides sur le



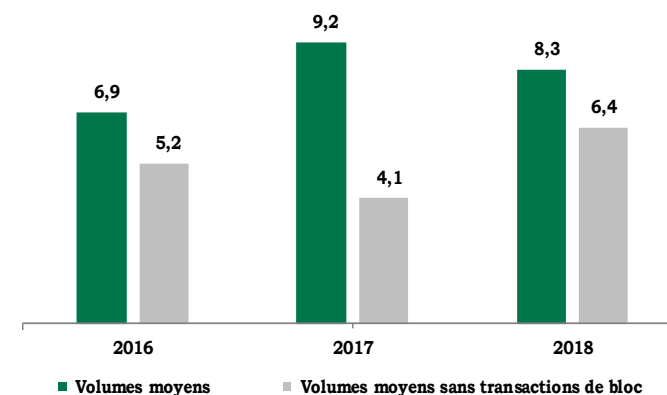
marché. Une seule introduction en bourse a été réalisée sur l'année, celle de **Tunisie Valeurs**. Malgré le contexte boursier difficile avec lequel ont coïncidé les souscriptions, la mise sur le marché de la société a connu un franc succès, récoltant une demande globale de 200MDt, nettement supérieure à l'offre (un taux de sursouscription de 10,9x).

- Ajoutons qu'aucune augmentation de capital en numéraire (par placement privé ou par appel au marché) n'a été réalisée depuis le début de l'année. Une situation qui confirme l'assèchement de la liquidité sur le marché primaire.
- 2018 a été marquée par une accélération notable du rythme des échanges. Les capitaux transigés (hors transactions de bloc) sur le marché actions ont augmenté de 56% à 1,6 milliard de dinars, soit

une moyenne quotidienne de 6,4MDt (contre un flux moyen de 4,1MDt une année plus tôt).

« Sur le marché primaire, l'introduction en bourse de Tunisie Valeurs a été l'évènement majeur de l'année »

Volumes moyens d'échanges par séance (en MDt)



- À l'image de 2017, le marché des blocs a été très actif. 86 transactions ont été réalisées sur l'année, drainant un volume additionnel de 470MDt (soit 23% des flux du marché).

- Les investisseurs étrangers étaient des vendeurs nets (un flux net négatif de 108MDt). Cette pression vendeuse est due à la dégradation de la situation économique, à la poursuite du glissement du dinar et à la hausse des taux américains (réallocation des investissements du portefeuille vers la dette américaine après le relèvement des taux directeurs de la Réserve Fédérale).

A quoi s'attendre en 2019 ?

- Le premier mois de l'année s'est terminé sous le signe de l'hésitation. L'indice de référence a lâché 0,1% dans de modestes échanges (un volume moyen de 5MDt par séance, ne tenant pas compte des transactions de bloc). Dans un contexte économique, social et politique toujours embrouillé, les investisseurs font preuve d'attentisme.

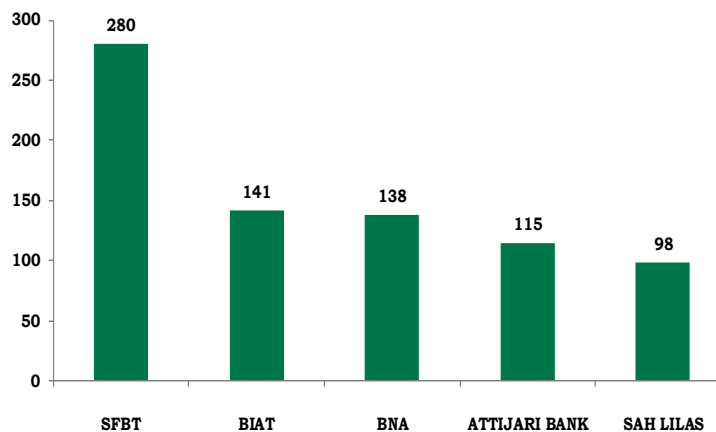
- La question qui se pose aujourd'hui est de savoir si le marché pourrait réitérer sa performance de 2018.**

- Notre appréciation des perspectives de la bourse en 2019 reste mitigée avec d'un côté des opportunités et de l'autre des facteurs de risques :

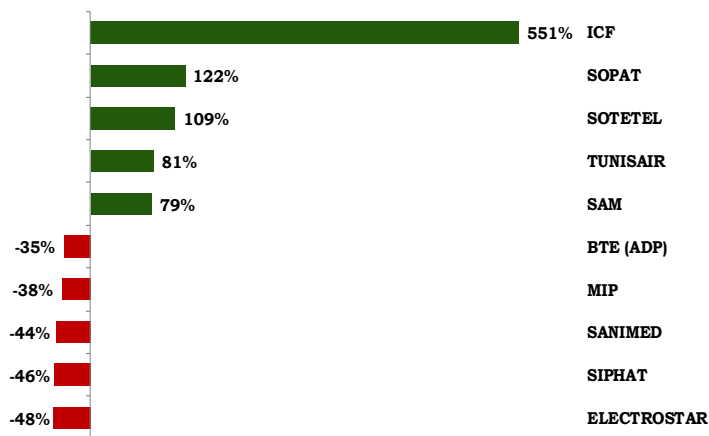
1) Les opportunités résident dans la croissance attendue de la capacité bénéficiaire et les

difficultés du marché immobilier. Malgré la morosité ambiante, nous nous attendons à une croissance moyenne de la masse bénéficiaire* de la cote de 19% en moyenne sur la période 2018 - 2019.

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



Les plus fortes hausses et baisses de 2018



- Nonobstant le ralentissement des perspectives de croissance du secteur bancaire (assèchement de la liquidité, encadrement de l'activité du crédit et de placement en bons du Trésor), nous pensons que

les banques continueront à tirer vers le haut la capacité bénéficiaire du marché (une progression moyenne des bénéfices* de 5% pour le secteur sur l'intervalle 2018-2019).

- Considérés comme un placement alternatif aux actions, les actifs immobiliers suscitent depuis quelques années la défiance des investisseurs. Le secteur affiche des signes d'essoufflement en raison de la forte augmentation des prix, du durcissement de l'accès au crédit et l'instauration d'une nouvelle Taxe sur la Valeur Ajoutée (de 13%) sur les logements neufs (instaurée par la Loi de Finances 2018). Les « contretemps » auxquels fait face le secteur devraient favoriser un retour vers la bourse.

2) Les zones de risque que nous identifions ont principalement trait à l'environnement de taux élevés qui renforce l'attractivité des placements monétaires au détriment des actions, et notamment des valeurs de rendement.

- Il reste, enfin les incertitudes qui planent sur la situation économique du pays, les craintes d'un nouveau durcissement de la politique monétaire et les tractations politiques précédant l'échéance des scrutins législatifs et présidentiels du dernier trimestre 2019. Autant de facteurs de tension qui peuvent peser sur le moral des investisseurs et générer des fluctuations sur le marché.

« L'évolution des clignotants économiques et les rebondissements des prochaines élections législatives et présidentielles tiendront le marché en haleine dans les prochains mois »

* Ne tenant pas compte des éléments exceptionnels.

Le Stock picking reste le mot d'ordre

▪ D'un point de vue fondamental, le marché traite à des niveaux clairement acheteurs : un P/E 2018e de 12,4x et un P/B 2018e de 1,8x. La comparaison avec des marchés voisins nous permet d'appréhender notre situation avec plus de recul. En effet, le marché marocain, qui reste le plus comparable et le plus concurrentiel aux yeux des fonds d'investissement étrangers - traite à un P/E 2018e de 18x et à un P/B 2018e de 2,5x.

▪ Malgré des multiples intéressants pour l'ensemble du marché, nous ne recommandons pas pour autant une exposition sur tout le Tunindex. Nous optons pour 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 la montée du coût de la dette et des importations.

1) Jouer la défensive

▪ Les valeurs défensives resteront une cible de choix pour les investisseurs dans le contexte actuel d'incertitude. Nous recommandons un positionnement sur la **SFBT** et **SAH Lilas** dans la grande consommation et sur **UNIMED** dans le secteur pharmaceutique. Ces trois valeurs présentent des vertus recherchées dans les cycles économiques baissiers : une position dominante, un dynamisme qui défie la conjoncture et une bonne santé financière. Malgré la prime qu'elles affichent par rapport au marché, ces actions recèlent encore un potentiel de revalorisation.

▪ En dépit de sa faible capitalisation, **CEREALIS**

confirme année après année son cachet défensif : une montée en régime de l'activité « Cake » et une capacité à générer des cash flow dans la durée. Des atouts de taille qui nous semblent au jour d'aujourd'hui mal reflétés au niveau du cours.

2) Miser sur les industrielles « bon marché »

▪ Certaines valeurs industrielles ont retrouvé une dynamique de croissance plus soutenue ces dernières années et qui devrait se consolider dans la période à venir : développement de l'export, optimisation des coûts et investissement dans la qualité pour mieux concurrencer les importations sont autant d'actions menées par les sociétés industrielles pour gagner en compétitivité et en vigueur.

▪ Les industrielles tournées à l'export (**One Tech Holding**, **Telnet Holding**, **TPR** et **SOTUVER**) affichent une visibilité appréciable et continueront à être plébiscitées pour leur ouverture à l'export, leur bilan sain et leur exposition favorable à des devises fortes bénéfique pour les marges.

▪ D'autres valeurs comme **MPBS**, **ASSAD** et **SAM** ont confirmé leur capacité à déjouer la morosité ambiante et affichent des valorisations tentantes.

3) Investir « à contre-courant » dans les Blue chips bancaires

▪ Le secteur bancaire, véritable catalyseur de la bourse depuis 2014 a connu à partir de septembre 2018 un mouvement de correction exagérée et sans discernement suite à l'annonce par la BCT d'un durcissement de la réglementation prudentielle pour freiner la création monétaire et préparer la transition vers les normes de Bâle III.

▪ Ajouté au contexte actuel d'assèchement des liquidités, les prochaines évolutions réglementaires devraient déboucher sur **une nouvelle normalité d'un ralentissement sans rupture de croissance et accentuer la sélectivité entre les banques.**

▪ Les banques les plus liquides, celles qui affichent le coût des ressources les plus faibles, une structure de revenus diversifiée et une bonne discipline prudentielle devraient gérer les nouvelles contraintes réglementaires et les tensions monétaires avec une plus grande sérénité. C'est en ce sens que nous continuons à recommander la **BIAT**, **Attijari Bank** et l'**UIB** à l'achat. Les multiples actuels de ces Blue chips sous-estiment nettement leur capacité de résilience et légitiment un rattrapage boursier en 2019.

▪ Il va sans dire que les banques seront les premières à subir les effets de la transition réglementaire vers les normes internationales. Mais elles seront aussi les premières à en récolter les fruits : développer une culture d'autogestion des risques, renforcer la capacité de résilience face aux chocs externes et augmenter leur visibilité par rapport aux investisseurs étrangers.

▪ Les prochaines publications du secteur seront très suivies par le marché et trouveront le moyen de restaurer la confiance dans les banques.

Chiffres clés de la Bourse de Tunis

	2016	2017	2018
Capitalisation boursière (en milliards de dinars)	19,3	21,9	24,4
% PIB	21%	23%	23%
Nombre de sociétés cotées	79	81	82
Participation étrangère	24,45%	23,31%	24,90%

Palmarès de la cote au 31 décembre 2018

