

Points Clés

- ♦ Alors que l'année 2020 a commencé sous de nouvelles ambitions, la réalité a été tout autre. L'apparition de la Covid-19 et sa transformation rapide en une pandémie a forcé l'arrêt de pans entiers de l'économie mondiale et brouillé les cartes des experts de tous bords, de la communauté boursière et des preneurs de décision.
- ♦ En Tunisie, à l'image des principales places boursières mondiales, la réaction du marché actions ne s'est pas fait attendre. Mais, le faible bilan épidémiologique de la crise, la réactivité des pouvoirs publics, de la BCT et des autorités du marché, la faible exposition aux investisseurs étrangers de portefeuille et l'absence des secteurs les plus sinistrés par la crise de la cote ont permis de limiter les dégâts.
- ♦ La remontée des indices au cours de la deuxième moitié de l'année 2020 le montre: une brise d'optimisme souffle sur notre marché. La perspective d'une sortie de la crise sanitaire en 2021 avec l'arrivée de plusieurs vaccins prometteurs et de l'occurrence d'un choc de croissance positif rendent les investisseurs confiants. Par ailleurs, la baisse des taux, le plafonnement des rémunérations sur les comptes à terme à TMM+1%, la baisse du taux de l'IS à 15% pour la majorité des sociétés cotées à partir de 2021 et le niveau plancher des valorisations devraient continuer à stimuler un regain d'intérêt dans les actifs risqués en 2021.
- ♦ D'un point de vue fondamental, il va sans dire que les retentissements de la crise de la Covid-19 ont jeté une ombre sur les perspectives des sociétés cotées et devraient se faire ressentir sur leurs réalisations sur la période 2020-2021. Dans ce contexte, nous recommandons une stratégie d'investissement à dominante défensive. La solidité des fondamentaux, la qualité du management et le faible profil de risque restent notre ligne de conduite dans ce climat imprévisible.

I - 2020: un parcours perturbé par la crise de la Covid-19

- Durant l'année 2020, l'activité boursière a connu des moments difficiles et une volatilité sans précédent. L'éclatement de la crise de la Covid-19 et d'autres aléas sur le plan national ont affecté brusquement le volume des échanges et la tendance générale du marché.
- Après un début d'année « morose » perturbé par les tractations politiques autour de la formation du premier Gouvernement post-élections de 2019, le marché a succombé à un mouvement de panique

depuis la découverte du premier cas positif à la Covid-19 en Tunisie (début mars). Les pressions vendeuses ont atteint leur paroxysme les séances du 13, 16 et 17 mars 2020 au cours desquelles le Tunindex a cumulé une baisse de 10%.

- Le décret du confinement général à partir du 22 mars, le desserrement de la politique monétaire (baisse du taux directeur de 100 points de base à 6,75% et assouplissement de la réglementation prudentielle et de la politique de refinancement) et l'annonce de mesures exceptionnelles par les pouvoirs publics et la BCT en faveur des entreprises et des particuliers ont contribué à restaurer la confiance des investisseurs dans les

actions cotées. C'est surtout la décision des autorités du marché d'écourter les séances de cotation et de rétrécir la fourchette des variations des cours à $\pm 3\%$ par séance* (contre $\pm 6\%$ auparavant) qui a limité le coup de froid sur le marché.

« C'est surtout la décision des autorités du marché d'écourter les séances de cotation et de rétrécir la fourchette des variations des cours à $\pm 3\%$ par séance (contre $\pm 6\%$ auparavant) qui a limité le coup de froid sur le marché »

* Ces règles exceptionnelles de cotation ont été appliquées sur la période allant du 18 mars au 5 juin 2020.

- La bonne gestion de la crise et son faible coût humain lors de la première vague du Coronavirus, poussant les autorités à entamer le déconfinement progressif ont alimenté une reprise boursière depuis le début du mois de mai jusqu'au mois de juin. Le mouvement de rattrapage boursier a pris fin au mois de juillet sur fond d'instabilité politique en raison de la démission du chef du Gouvernement suivi par l'afflux des indicateurs d'activité du T2 2020, laissant entrevoir les dégâts de la crise de la Covid-19 (une régression du chiffre d'affaires agrégé des sociétés cotées de 12% sur la première moitié de 2020 comparativement à la même période de 2019).

- La nomination du nouveau Gouvernement de M. Hichem MECHICHI, en septembre 2020, n'a pas totalement dissipé les appréhensions du marché. La propagation rapide de la deuxième vague de la Covid-19 et les craintes sur un deuxième épisode de confinement général ont pesé sur le sentiment du marché.

- A partir du mois de novembre, malgré la situation sanitaire encore délicate, la succession d'annonces favorables sur l'arrivée de plusieurs vaccins prometteurs et la perspective d'une sortie de la crise sanitaire en 2021 ont alimenté un retour de confiance des investisseurs dans les actions. Au final, le marché a terminé l'année avec une correction de -3,3%, contre une baisse de -2,1% en 2019. La Bourse de Tunis figure, ainsi parmi les marchés les moins touchés par la crise en Afrique et dans la région MENA.

- Une autre raison explicative -et non des moindres- de la relative résistance du marché actions tunisien est la non-représentativité de la

cote de la réalité du tissu économique. Des secteurs susceptibles d'être très impactés par la crise sont aujourd'hui absents de notre marché. Il s'agit du tourisme avec ses deux versants l'hôtellerie et la restauration, l'artisanat, les secteurs importateurs comme les franchises et les sociétés du commerce international et le transport aérien et maritime (excepté le transporteur national Tunisair qui est sanctionné depuis plusieurs années en bourse en raison de problèmes structurels de gouvernance et de surendettement).

- Le constat est moins brillant sur le front des échanges. Le volume des transactions s'est contracté de 6,8% à 1,4 milliard de dinars en

2020. Le marché des blocs, qui était un véritable relais pour les échanges sur la cote, a nettement perdu de sa vigueur. En effet, une soixantaine de transactions de bloc ont eu lieu en 2020, drainant un volume additionnel de 229,9MDt (contre 72 transactions portant sur 454,3MDt en 2019).

« Une autre raison explicative -et non des moindres- de la relative résistance du marché actions tunisien est la non-représentativité de la cote de la réalité du tissu économique dans le pays »

Evolution du Tunindex et principaux fait marquants en 2020



- La crise actuelle a, de surcroît, accentué la défiance des investisseurs étrangers vis-à-vis de la place de Tunis. Longtemps préoccupés par les difficultés post-Révolution de l'économie tunisienne et par les craintes sur un nouvel épisode du glissement du dinar, les investisseurs étrangers ont été davantage refroidis par le spectre de la récession en Tunisie et ailleurs dans le monde. Les investisseurs étrangers ont enregistré, en 2020, un flux net vendeur de 85,9MDt. Force est de constater que la Tunisie, à l'instar de la crise des Subprimes de 2008, n'a pas connu un retrait massif des investisseurs étrangers comme cela a été le cas pour la majorité des places financières internationales.

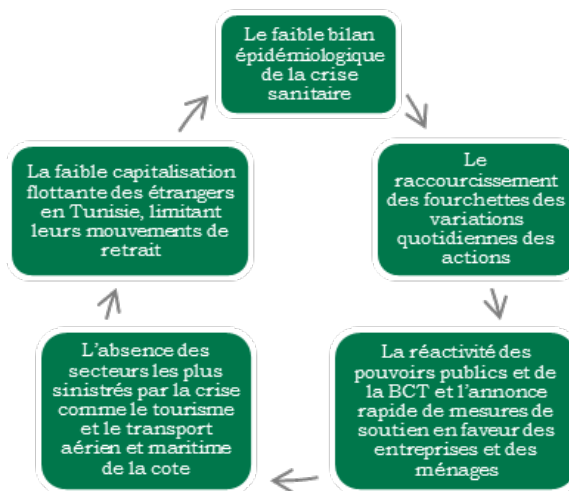
- Représentant 25,3% de la capitalisation boursière globale, la participation étrangère a pour l'essentiel une vocation stratégique et stable. Une très faible part de la capitalisation des étrangers est flottante et volatile. Estimée aux alentours de 2% à 4%, cette frange d'investisseurs de portefeuille a généralement (à moyen et long termes) peu d'effets sur les mouvements du marché.

- Le marché primaire a connu un net ralentissement des levées de fonds, les entreprises étant focalisées à gérer la crise et à puiser sur les lignes de crédits disponibles. Seule l'augmentation de capital de **Carthage Cement**, entamée en début d'année, a été clôturée par appel à l'épargne publique sur le marché. Cette opération (une levée de 206MDt, soit 77% du montant projeté) devrait permettre à la cimenterie de restructurer sa dette auprès des banques de la place.

- Après une année 2019 blanche sur le front des

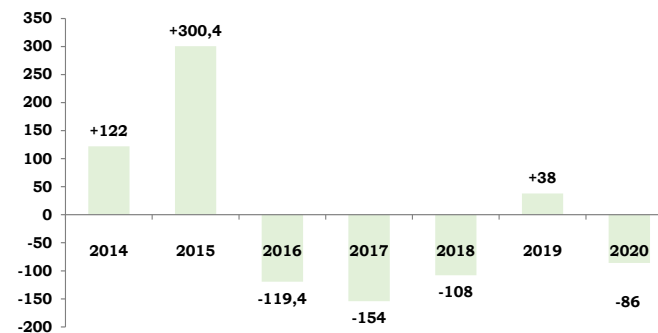
introductions en bourse, 2020 a été marquée par un retour au papier frais. Le Groupe **Assurances Maghreb** riche de 45 ans d'expérience dans l'assurance et 3^{ème} acteur sur le marché en termes de primes émises a intégré le marché principal en ouvrant son capital au public à hauteur de 30%. Valorisant le Groupe à 250MDt, la mise sur le marché de **Maghreb** a connu un succès, récoltant une demande globale de nettement supérieure à l'offre (un taux de sursouscription de 11,4x). L'introduction en bourse de **Maghreb** ne manquera pas de donner un souffle nouveau au marché actions et d'enrichir la représentation du secteur de l'assurance autrefois limitée à quatre acteurs seulement : **STAR, ASTREE, BH Assurance et Tunis Ré**. Avec un taux de pénétration de 2% seulement et une contribution de 5% dans la capitalisation de la bourse (à fin 2020), le secteur de l'assurance en général et **Maghreb** en particulier disposent d'un potentiel de croissance

Les raisons explicatives de la résilience du marché actions tunisien face à la crise du COVID-19

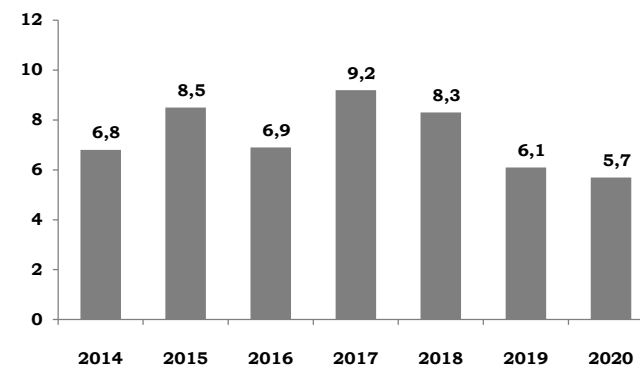


économique et boursier largement inexploité. Nous attendons toujours le nouveau Code des Assurances qui devrait donner de nouvelles perspectives pour un secteur au cœur de la dynamique dans les grandes économies.

Evolution des flux nets des investisseurs étrangers (MDt)



Evolution des volumes moyens de la cote (MDt)



- 2020 s'est caractérisée par la multiplicité des mouvements capitalistiques, des offres publiques d'achat et de retrait. La première opération de l'année a été l'acquisition par la **BIAT** d'un bloc majoritaire (de 50,5%) dans le capital de **Tunisie Valeurs**.

▪ Cette transaction a déclenché une OPA obligatoire sur le reste des actions portant la participation de la banque à plus de 98% de **Tunisie Valeurs**. Bouclée en avril dernier, l'OPA a été suivie par une OPR au terme de laquelle la société a été retirée de la cote et de la liste des sociétés faisant appel public à l'épargne. Le rapprochement entre la **BIAT** et **Tunisie Valeurs** s'inscrit dans une logique de synergies entre les métiers bancaires et du marché financier pour consolider le positionnement de chacun des acteurs sur son marché.

▪ Une autre opération capitalistique a été menée en 2020. C'est l'acquisition d'une participation majoritaire (42,3%) dans le capital d'**Hexabyte** par la société 3S, holding détenant le fournisseur des services internet GlobalNet, et ce suite à la sortie de l'actionnaire fondateur M. Naceur HIDOUSSE du capital. Valorisant **Hexabyte** à 15,7MDt, cette transaction a aussitôt déclenché une OPA sur le reste du capital. Après l'OPA, le nouvel actionnaire de référence d'**Hexabyte** a retiré la société de la cote. L'acquisition d'**Hexabyte** par 3S s'inscrit dans le cadre d'un mouvement de consolidation du secteur des FSI (GlobalNet avec une part de marché de 15% et **Hexabyte** avec une part de marché de 6%) pour résister aux grands opérateurs Télécom et à TopNet, le leader du secteur qui détient aujourd'hui une part de marché de 65%.

▪ Un troisième mouvement capitalistique a eu lieu en 2020, touchant le promoteur immobilier **SITS**. Après avoir franchi le seuil de 40% du capital de la société, le Groupe **Poulina** a été soumis à une Offre Publique d'Achat obligatoire visant le reste du capital du promoteur immobilier, au prix de 2,360Dt par action, ce qui valorise **SITS** à

36,8MDt. Cette opération pourrait mettre un terme aux problèmes de gouvernance de la société qui ont sévi sur les dernières années.

▪ Après **Tunisie Valeurs** et **Hexabyte**, le distributeur des pièces de rechange pour véhicules automobiles et poids lourds **STEQ** envisage de se retirer de la bourse. Après avoir atteint une participation de 97% dans le capital, le Groupe AREM a lancé, à fin 2020, une OPR sur la société.

▪ Les mouvements capitalistiques touchant les sociétés **Tunisie Valeurs**, **Hexabyte** et **SITS** ont beau réduire le nombre des sociétés cotées à 80 sociétés, au 31 décembre 2020, mais elles illustrent le rôle de la bourse en tant que tremplin pour les opérations de fusion-acquisition.

« Les trois mouvements capitalistiques qui ont marqué l'année 2020 illustrent le rôle de la bourse en tant que tremplin pour les opérations de fusion-acquisition »

▪ Sur le compartiment obligataire, le marché a connu un regain de vigueur des émissions surtout sur la deuxième moitié de l'année. Dix émissions obligataires par appel public à l'épargne ont pu être clôturées depuis le début de l'année pour une enveloppe totale de 380MDt (contre six levées pour 188,8MDt en 2019).

▪ L'industrie de la gestion d'actifs a connu l'entrée en activité de 3 OPCVM (3 FCPR). Ceci étant le nombre des véhicules en activité a été maintenu stable à 119. L'actif net de l'épargne collective a nettement repris du poil de la bête (+27,4% à 4,7 milliards de dinars, soit une collecte nette de 1 milliard du dinar). Le plafonnement des rémunérations des comptes à terme et autres certificats de dépôt depuis le mois d'avril 2020 à TMM+1% et le relèvement du taux de la retenue à la source libératoire sur les dépôts à terme de 20% à 35%* ont orienté l'épargne vers les OPCVM, et partant vers le marché obligataire.

* Laquelle décision a été annulée par la loi de finances de 2021.

Chiffres clés du marché financier	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Performance du Tunindex	-0,9%	+8,9%	+14,4%	+15,8%	-2,1%	-3,3%
Capitalisation boursière (en milliards de dinars)	17,8	19,3	21,9	24,4	23,7	23,1
Capitalisation boursière en % PIB	21,1%	21,5%	22,7%	23,2%	20,8%	20,8%
Nombre de sociétés cotées	78	79	81	82	81	80
Volumes de transaction (en millions de dinars)	2 108	1 730	2 307	2 065	1 522	1 423
Participation étrangère	25,6%	24,5%	23,3%	24,9%	24,7%	25,3%
Nombre d'OPCVM en activité	125	125	123	124	119	119
Actifs gérés des OPCVM en MDt	4 368	4 544	4 361	3 956	3 675	4 683

II - Quelle stratégie d'investissement à adopter en 2021?

- Nous abordons l'année 2021 avec un certain nombre de convictions et quelques interrogations. 2021 sera l'année du règlement plus au moins rapide de la crise sanitaire avec l'arrivée de plusieurs vaccins et celle d'une croissance économique de rattrapage. Les questions résultent davantage de la réponse de la politique budgétaire et monétaire ainsi que des mouvances politiques.
- La remontée des indices au cours de la deuxième moitié de l'année 2020 (+4% pour le Tunindex) le montre: une brise d'optimisme souffle sur notre marché. La perspective d'une sortie de la crise sanitaire en 2021 et d'un rebond technique de croissance rendent les investisseurs confiants. D'un autre côté, la baisse des taux*, le plafonnement des rémunérations des comptes à terme et autres certificats de dépôt depuis le mois d'avril 2020 à TMM+1%, la baisse du taux de l'IS à 15% pour la majorité des sociétés cotées à partir de 2021 et le niveau plancher des valorisations (un PER moyen 2021 estimé de 10x pour le marché) devraient affaiblir la concurrence des placements bancaires et monétaires et continuer à stimuler un regain d'intérêt dans les actifs risqués en 2021.
- Mais, gare aux mauvaises surprises. Un voile d'incertitude entoure encore les résultats de 2021 en raison d'une possible troisième vague de contamination. Par ailleurs, les répercussions du choc pandémique qui ont détérioré les conditions macro-économiques en 2020 seront encore

ressentis en 2021. 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, la qualité du management et le faible profil de risque restent notre ligne de conduite dans ce climat incertain. L'horizon de placement est également un facteur non négligeable dans notre stratégie de placement. Pour déjouer la morosité actuelle du marché et profiter d'un bon retour sur investissement, nous recommandons un horizon de placement relativement à moyen terme, d'au moins deux ans.

« La baisse des taux, le plafonnement des rémunérations des comptes à terme et autres certificats de dépôt depuis le mois d'avril 2020 à TMM+1%, la baisse du taux de l'IS à 15% pour la majorité des sociétés cotées à partir de 2021 et le niveau plancher des valorisations devraient stimuler un regain d'intérêt dans les actifs risqués en 2021 »

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

1) Jouer la défensive

- Quand la morosité ambiante gagne la bourse, les valeurs défensives retrouvent leur attrait auprès des investisseurs fébriles. Nous recommandons un positionnement sur **SAH Lilas**, **SFBT**, **Délice Holding** et **Céréalis** dans la grande consommation et sur **Unimed** dans le secteur pharmaceutique. Ces cinq valeurs présentent des vertus recherchées dans les cycles économiques baissiers : un positionnement solide sur le marché, un dynamisme qui défie la conjoncture et une bonne santé financière. Ces

sociétés affichent également une visibilité appréciable, un management de qualité et une bonne capacité à attirer les investisseurs institutionnels en quête d'actifs refuges.

2) Rester aux aguets sur les valeurs exportatrices

- Depuis le choc de la Révolution, les valeurs exportatrices ont fait le bonheur des investisseurs. Ces actions ont pleinement rempli le rôle de bouclier face à l'étroitesse du marché local, à une demande intérieure bridée et à la dépréciation du dinar.
- A l'évidence, ces valeurs vont subir les contrecoups du ralentissement de la demande mondiale et des effets de second tour des perturbations des chaînes de valeur survenues partout dans le monde. A cet effet, nous ne recommandons pas une exposition à toutes les sociétés exportatrices, dans leur ensemble. Nous nous montrons encore plus sélectifs dans le choix des sociétés exportatrices et nous nous limitons aux Groupes **One Tech**, **Euro-Cycles** et **Telnet**. La manne financière des trois groupes, leur tournant vers l'innovation (tournant croissant vers la mécatronique, montée en puissance du vélo électrique et ciblage de l'activité « Aérospatial »), la perspective d'un rebond de leur activité dans les prochaines années et leur bonne qualité de management nous semblent opportuns.
- D'une manière générale, nous conseillons de continuer à surveiller de très près les valeurs exportatrices car elles offrent un « remède » implicite contre le risque de change.

* Baisse du taux directeur de la BCT de 100pb depuis mars 2020 et de 50pb depuis octobre 2020.

- Toute dépréciation éventuelle du dinar dans les prochaines années devrait nécessairement rehausser les perspectives de rentabilité des sociétés exportatrices et les remettre sous la loupe des investisseurs.

- Sur le long terme, nous restons optimistes pour les valeurs exportatrices. Ces dernières pourront profiter d'une potentielle reconfiguration des chaînes d'approvisionnement à l'échelle planétaire. Les multinationales et les grands groupes industriels devraient, dès la sortie de la crise, songer à la diversifier leurs risques et repenser leur manière de s'approvisionner et de sous-traiter surtout dans des secteurs essentiels comme la santé, l'alimentation, l'informatique et les technologies numériques. En promouvant leurs avantages en matière de proximité géographique de l'Europe, de qualification du capital humain et en capitalisant sur leur intégration réussie dans les chaînes de production mondiales, les sociétés exportatrices tunisiennes pourront investir dans la compétitivité, accroître leur capacité de production et fortifier leur positionnement dans les chaînes de valeur mondiales.

3) Viser les Blue Chips bancaires

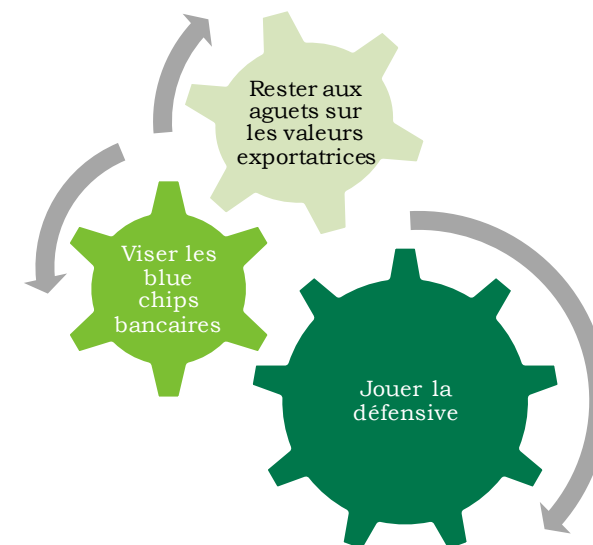
- Contrairement aux sociétés industrielles et de services, l'onde de choc de la crise actuelle et la dégradation subséquente de la conjoncture économique devraient se répercuter avec un certain décalage sur le secteur bancaire. Malgré la normalisation attendue des PNB à partir de 2021 en raison de l'éventuelle comptabilisation des intérêts de retard sur les échéances reportées, les banques devraient accuser un ralentissement de leur PNB en raison de la baisse

des taux (baisse du taux directeur à deux reprises en mars et en octobre derniers de 100pb et de 50pb respectivement).

- Il convient de souligner que le manque de visibilité entache davantage le coût du risque à accuser en 2021. Ce dernier devrait continuer à subir les contrecoups d'une conjoncture post-covid dégradée et d'une situation tendue au niveau de leur trésorerie (en raison notamment de la prorogation du report des crédits accordées aux entreprises et aux professionnels jusqu'à septembre 2021) et de celle des entreprises. En tout état de cause, les réserves de solvabilité accumulées par les banques sur les deux dernières années, notamment en 2019, en raison de la « mise en sursis » de la distribution des dividendes et de l'interdiction de toute opération de rachat d'actions propres, permettront aux banques d'absorber le choc de la crise.

- Il va sans dire, que les effets des tendances sus-décrites ne seront pas les mêmes chez toutes les banques. Celles qui affichent une diversification saine du portefeuille des crédits, un matelas confortable de ressources non rémunérées, des spread appréciables, une forte capacité génératrice des commissions et une bonne culture de gestion des risques seront les mieux disposées à résister à la crise actuelle et à rebondir dès les premiers signes de reprise. C'est en ce sens que nous continuons à recommander la **BIAT** et **Attijari Bank** à l'achat. Les multiples actuels de ces Blue chips intègrent la baisse pressentie de l'activité sur la période 2020-2021 et sous-estiment nettement la capacité de normalisation des bénéfices de ces deux banques.

Stratégie d'investissement « actions » en 2020



Principaux multiples du marché actions	2017	2018	2019*	2020**	2021**
P/E	13,1	10,1	10,3	11,3	10,0
Dividend yield	3,5%	3,8%	1,7%	3,9%	4,0%
P/B	2,1	1,9	1,6	1,3	1,2

* Calculés sur la base des cours au 31 décembre de chaque année.

** Données au 6 janvier 2021.

Palmarès 2020 du marché actions

