

### Points Clés

- ◆ Alors que la Tunisie continue à être sous la coupe de la pandémie Covid-19 et que la campagne nationale de vaccination presse le pas, notre bourse affiche une jolie performance de 6,8%. Ceci est le reflet d'une reprise quasi-généralisée de l'activité pour la majorité des sociétés cotées mais aussi de la bonne orientation des valeurs bancaires qui ont propulsé l'indice de référence. Les valeurs bancaires, poids lourd de la cote, ont été, en effet, favorisées par la levée conditionnée de la suspension de la distribution des dividendes relatifs à l'exercice 2019 et décidée en 2020.
- ◆ Nous restons optimistes pour le reste de l'année 2021, malgré le flou qui entache présentement le contexte politique et les difficultés grandissantes des finances publiques. La perspective d'une sortie de la crise sanitaire en 2021 et d'un rebond technique de croissance rendent les investisseurs confiants. Par ailleurs, la relative stabilité des taux d'intérêt et le niveau bas des valorisations devraient continuer à stimuler un regain d'intérêt dans les actifs risqués d'ici la fin de l'année.
- ◆ Mais, gare aux mauvaises surprises. Un voile d'incertitude entoure encore les résultats de 2021 en raison d'une possible énième vague de contamination. Par ailleurs, les répercussions du choc pandémique qui ont détérioré davantage les conditions macro-économiques en 2020 seront encore ressentis tout au long de 2021.

### I - Un bilan des huit premiers mois de 2021 sous le ton bancaire

- Les huit premiers mois de l'année 2021 ont été porteurs à la place de Tunis. Notre bourse a enregistré une performance de 6,8%, contre une correction de 4,9% au cours de la même période de l'année 2020. Ceci est le reflet d'une reprise quasi-généralisée de l'activité pour la majorité des sociétés cotées, après une année 2020 éprouvante sur fond de confinement général, mais aussi de la bonne orientation des valeurs bancaires qui ont propulsé l'indice de référence. Les valeurs bancaires, poids lourd de la cote, ont été, en effet, favorisées par la levée conditionnée de la suspension de la distribution des dividendes relatifs à l'exercice 2019 et décidée en 2020.
- Dans une place dominée par les investisseurs

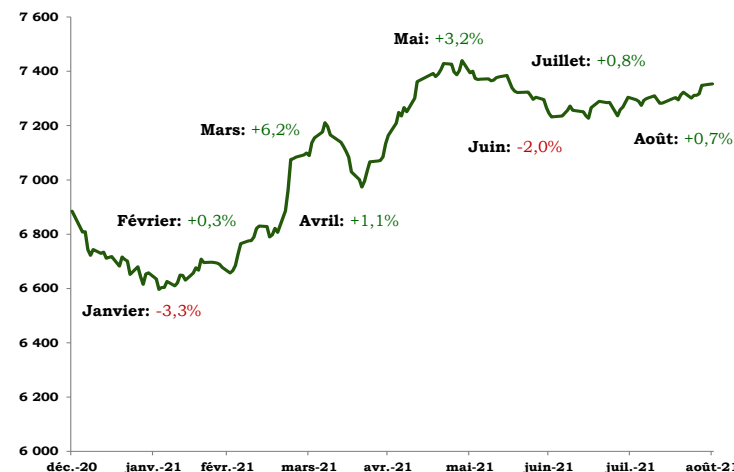
particuliers, les annonces de dividendes revêtent un intérêt capital et la reprise de la distribution des dividendes par les banques, en 2021, au titre des exercices 2019 et 2020 a créé un effet d'entraînement sur l'ensemble du marché.

- L'essentiel de la performance de l'indice de référence a été réalisé sur le mois de mars (+6,2%), mois qui a été marqué par la publication de la note de la BCT, levant la suspension de la distribution des dividendes par les banques et les établissements financiers.

- Les huit premiers mois de 2021 ont été marqués par l'absence du papier frais. Aucune introduction en bourse n'a été constatée, depuis le début de l'année. En revanche, le mois de janvier a connu la radiation des actions de la société **STEQ** dont la capitalisation boursière à la veille de sa radiation s'est élevée à 9,1MDt. Le nombre de valeurs

admises à la cote de la bourse est ainsi ramené à 79. Malgré la baisse du nombre de sociétés cotées, la capitalisation du marché a légèrement progressé de 3,6% à 23,9 milliards de dinars.

Evolution du Tunindex en 2021



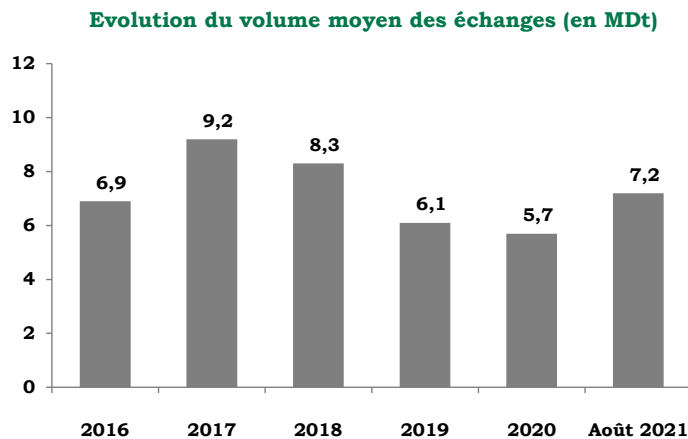
- Depuis le début de l'année, les volumes d'échanges se sont nettement améliorés comparativement aux huit premiers mois de 2020. Les capitaux transigés se sont envolés de 33,9% à 1,2 milliard de dinars, soit une moyenne quotidienne de 7,2MDt. Le marché des blocs continue à jouer son rôle de tremplin des échanges sur le marché. Ce compartiment du marché a cumulé des capitaux de 432,7MDt, à la fin du mois d'août, contre un flux de 181,2MDt pour la même période de 2020.

- Depuis le début de 2021, tous les titres négociés sur le marché alternatif ont été transférés au marché principal. On attend toujours le lancement de la nouvelle version du marché alternatif qui sera réservé aux sociétés qui ont choisi l'accès à ce marché par l'admission à la négociation de leurs titres au moyen d'une augmentation de capital sans recours à l'appel public à l'épargne au profit d'investisseurs avertis ou dans le cadre d'une cession des participations détenues par les acteurs du capital risque au profit également d'investisseurs avertis. Depuis juillet dernier, la BVMT a mis en place un nouveau compartimentage du marché principal. Désormais, les émetteurs sont affectés aux compartiments du marché principal comme suit :

**1) Le compartiment « A »** inclut les émetteurs dont la capitalisation boursière est supérieure ou égale à 200 millions de dinars.

**2) Le compartiment « B »** inclut les émetteurs dont la capitalisation boursière est inférieure à 200 millions de dinars.

**3) Le compartiment « S »** (Sous Surveillance) inclut les émetteurs qui :



*« Depuis juillet dernier, la Bourse a mis en place un nouveau compartimentage du marché. Désormais, les émetteurs sont affectés soit au compartiment « A », soit au compartiment « B » ou soit au compartiment « S » »*

i/ ne respectent pas leurs obligations en matière d'information financière.

ii/ sont touchés par des événements susceptibles de perturber durablement leur situation ou compromettre le bon fonctionnement du marché.

- Sur le marché obligataire, les banques, les compagnies de leasing et les institutions de microfinance ont retrouvé leur appétit pour les émissions obligataires. 13 émissions obligataires, dont 10 émissions sans appel public à l'épargne, ont pu être clôturées depuis le début de l'année (du 1er janvier au 31 août 2021) pour une enveloppe totale de 430,1MDt (contre onze levées pour 228,2MDt pour la même période en 2020). Malgré l'annulation du relèvement du taux de retenue à la source définitive de 20% à 35% pratiquée en 2020 (sur les intérêts des certificats de dépôt, des billets de trésorerie et des dépôts à terme), par la loi de finances de 2021, le marché

primaire a retrouvé une nouvelle dynamique soutenue par le plafonnement des rémunérations des comptes à terme et autres certificats de dépôt à TMM+1%, depuis avril 2020.

- Nonobstant la morosité ambiante, l'industrie de la gestion d'actifs confirme sa pleine forme. Le nombre de véhicules en activité a été maintenu inchangé à 119, depuis le début de l'année. L'actif net de l'épargne collective a, par ailleurs, repris du poil de la bête (+9,6%, dépassant la barre de 5 milliards de dinars, avec une collecte additionnelle nette de 450 millions de dinar).

- Du côté du Trésor, depuis le début de l'année, il a effectué 9 adjudications en BTA (y compris deux adjudications d'échange), ce qui lui a permis de lever 1817MDt contre un besoin annuel en BTA initialement prévu de 3000MDt. Sur le court terme, le Trésor a levé 2948MDt par le biais des BTCT (contre un budget annuel initialement prévu de 450MDt). Ce montant tient compte de deux émissions exceptionnelles faites exclusivement auprès des banques et qui sont assorties de la garantie pour le rachat par la BCT, et ce pour 2,4 milliards de dinars.

- Outre les adjudications ordinaire et d'échange, l'Etat a mobilisé des ressources internes courant les mois de juin et août par le biais d'un emprunt obligataire national émis en deux tranches. La première tranche (dont les souscriptions ont été ouvertes le 21 juin et clôturées le 28 juin) a permis au Trésor de lever 715,6MDt sur le marché et la deuxième tranche (dont les souscriptions ont été ouvertes le 18 août et clôturées le 24 août) lui a valu de lever une enveloppe additionnelle de 467,9MDt.

## II - Quelle stratégie d'investissement à adopter pour le reste de 2021?

- Nous restons optimistes pour le reste de l'année, malgré le flou qui entache présentement le contexte politique et les difficultés grandissantes des finances publiques. La perspective d'une sortie de la crise sanitaire en 2021 et d'un rebond technique de croissance rendent les investisseurs confiants. Par ailleurs, la relative stabilité des taux d'intérêt et le niveau bas des valorisations devraient continuer à stimuler un regain d'intérêt dans les actifs risqués d'ici la fin de l'année.
- Mais, gare aux mauvaises surprises. Un voile d'incertitude entoure encore les résultats de 2021 en raison d'une possible énième vague de contamination. Par ailleurs, les répercussions du choc pandémique qui ont détérioré les conditions macro-économiques en 2020 seront encore ressentis tout au long de 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.
- Notre stratégie d'investissement repose 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**. Ces quatre valeurs présentent des vertus recherchées dans les périodes de crise : 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 de 2011, 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 subissent 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, Telnet** et à la société **New Body Line**. La manne financière des quatre valeurs, leur tournant vers l'innovation (tournant croissant vers la mécatronique pour **One Tech**, montée en

puissance du vélo électrique pour **Euro-Cycles**, ciblage de l'activité « Aérospace » pour **Telnet** et positionnement sur les produits techniques pour **NBL**), 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. 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) Profiter du réveil de l'industrie

▪ Les indicateurs d'activité au 30 juin 2021 le montre : un rebond technique de l'activité industrielle pour l'année en cours se profile pour la majorité des sociétés industrielles. Les prémices de normalisation de l'activité, après une année 2020 éprouvante sur fond de confinement général, se traduisent par une croissance à deux chiffres au niveau du chiffre d'affaires de la majorité des compagnies industrielles.

▪ Nous recommandons une exposition aux titres **SOTUVER**, **TPR** et **MPBS**. Au-delà de la bonne qualité de leurs fondamentaux et de leur position de dominance sur le plan commercial, ces groupes affichent des réalisations satisfaisantes sur le premier semestre de l'année en cours qui laissent entrevoir un excellent cru 2021.

### 4) 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. Outre la normalisation attendue des PNB à partir de 2021 en raison de la récupération du manque à gagner en termes de commissions, les banques devraient afficher une amélioration de leur capacité bénéficiaire en raison de la non-récurrence des dons au fonds pour la lutte contre le coronavirus 1818 déboursés en 2020.

▪ Il convient de souligner que le manque de visibilité entache davantage le coût du risque à accuser en 2021. Ce dernier devra continuer à subir les contrecoups d'une conjoncture post-covid dégradée et d'une situation tendue au

Chiffres clés du marché financier	2015	2016	2017	2018	2019	2020	août 2021
<b>Performance du Tunindex</b>	-0,9%	+8,9%	+14,4%	+15,8%	-2,1%	-3,3%	+6,8%
<b>Capitalisation boursière (en milliards de dinars)</b>	17,8	19,3	21,9	24,4	23,7	23,1	23,9
<b>Capitalisation boursière en % PIB</b>	21,1%	21,5%	22,7%	23,2%	20,8%	20,8%	-
<b>Nombre de sociétés cotées</b>	78	79	81	82	81	80	79
<b>Volumes de transaction (en millions de dinars)</b>	2 108	1 730	2 307	2 065	1 522	1 423	1 173
<b>Participation étrangère</b>	25,6%	24,5%	23,3%	24,9%	24,7%	25,3%	-
<b>Nombre d'OPCVM en activité</b>	125	125	123	124	119	119	119
<b>Actifs gérés des OPCVM en MDt</b>	4 368	4 544	4 361	3 956	3 675	4 683	5 133

niveau de la trésorerie 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 des conditions de distribution de dividendes fixées par la BCT, en 2021, afin de maintenir un matelas de solvabilité, 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 faiblement 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 de l'activité en 2020 et sous-estiment nettement la capacité de normalisation des bénéfices de ces deux banques.

## Performances annuelles des sociétés cotées au 31 août 2021

