



Rétrospective de l'année 2025

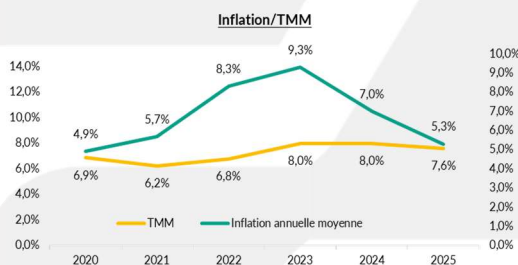
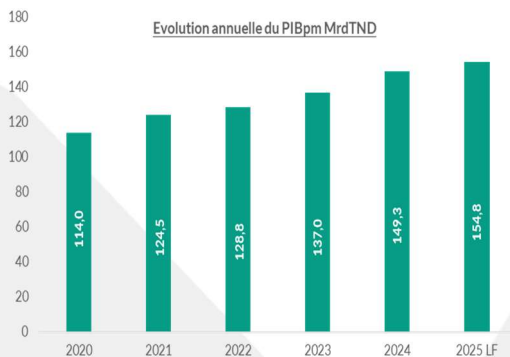
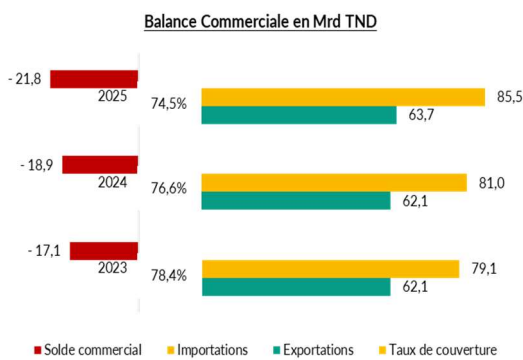
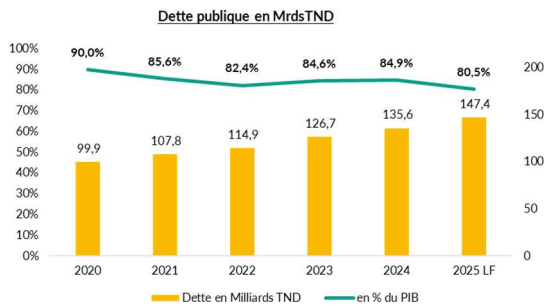
Stratégie d'investissement  
pour l'année 2026

Février 2026





## 1- Conjoncture Nationale en 2025



L'année 2025 a été globalement positive pour l'économie tunisienne. La dette publique semble désormais mieux maîtrisée, son poids par rapport au PIB ayant reculé de 84,9 % en 2024 à 80,5 % en 2025, soit une amélioration de 4,5 points. Le coût moyen de la dette extérieure, qui représente 63,7 % de l'encours total, s'établit à 2,75 %, contre 6,84 % pour la dette intérieure, constituant les 36,3 % restants. Cette évolution est encourageante, particulièrement dans un environnement économique international marqué par l'incertitude et l'instabilité.

À l'échelle mondiale, l'endettement atteint des niveaux historiques, aussi bien dans les pays du bassin méditerranéen que parmi les grandes puissances économiques. Les tensions et crises politiques se multiplient, opposant tant des rivaux traditionnels que des alliés de longue date, notamment entre l'Europe et les États-Unis.

L'Europe, premier partenaire commercial de la Tunisie, traverse elle-même une phase de fragilisation et devra faire face à de nombreux défis en 2026, notamment en raison de divergences croissantes sur plusieurs dossiers stratégiques.

Par ailleurs, la balance commerciale tunisienne continue de se détériorer. Le taux de couverture a reculé de 2,1 points pour s'établir à 74,5 %, après une baisse de 1,8 point déjà enregistrée en 2024 par rapport à 2023. Cette évolution s'explique par une progression des importations plus rapide que celle des exportations, du moins en termes nominaux.

Le PIB nominal devrait s'établir autour de 150 milliards de dinars en 2025, avec une croissance estimée à 3,7 % par rapport à 2024, une performance à relativiser compte tenu d'une inflation en net repli depuis 2023. Cette baisse généralisée des prix à la consommation, mesurée par l'INS, illustre un ralentissement continu de l'inflation, qui avait culminé à environ 9,3 % en 2023, puis enregistré une décélération successive ce qui reste un progrès notable dans un contexte macroéconomique difficile.

Sur le front de l'emploi, les données officielles de l'INS font état d'une amélioration significative entre 2023 et 2025, avec une hausse du taux d'emploi d'environ 120 points de base, un signe encourageant pour une économie longtemps tirillée par un chômage structurel élevé.

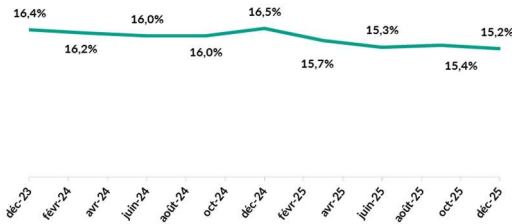
Cette dynamique positive sur le marché du travail est d'autant plus significative que la croissance nationale a historiquement été alimentée par la consommation intérieure, en l'absence d'investissements suffisamment robustes pour soutenir une croissance plus durable.

Cependant, les incertitudes sur les marchés internationaux restent très présentes. Les perturbations liées aux fluctuations des tarifs douaniers,





Evolution du Taux de chômage

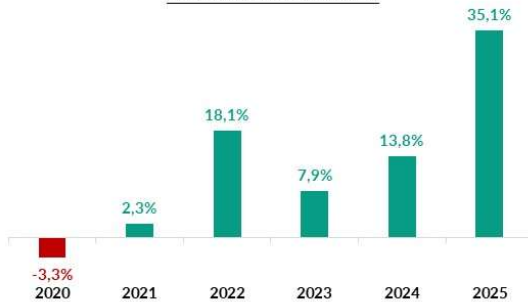


notamment aux États-Unis, ont amplifié la volatilité du commerce mondial. Parallèlement, les chaînes d'approvisionnement en énergie fossile ont été affectées par des facteurs géopolitiques (interventions et tensions liées à des pôles producteurs majeurs), ce qui renforce les risques externes pour l'économie globale et, indirectement, pour la Tunisie.

Les perspectives pour 2026 suggèrent une intensification des risques géopolitiques, notamment autour des enjeux énergétiques et des tensions politiques régionales. Dans ce contexte, l'économie tunisienne doit s'attacher à consolider les progrès réalisés en 2025 tout en restant prête à saisir de nouvelles opportunités, notamment celles liées à la diversification des partenaires commerciaux et à l'amélioration du climat des investissements.

## 2- Rétrospective boursière de 2025

Performance du Tunindex



En 2025, la Bourse de Tunis a enregistré sa cinquième année consécutive de progression, affichant une performance remarquable de +35,1 %.

Cette dynamique s'explique par l'amélioration des principaux indicateurs macroéconomiques, le relèvement de la note souveraine de la Tunisie par Moody's et Fitch, ainsi que les solides résultats publiés par les sociétés cotées au titre de l'exercice 2024. À cela s'ajoutent des politiques de distribution de dividendes particulièrement attractives, autant de facteurs qui ont soutenu l'évolution favorable de l'indice Tunindex. Cette performance s'est également accompagnée d'un net renforcement de la liquidité du marché et d'une amélioration significative des volumes échangés. Les capitaux traités ont atteint 2 512,4MD (hors transactions de blocs), soit une progression remarquable de 88,2 % par rapport à 2024.

Le volume moyen quotidien s'établit désormais à 10,1 MD, presque le double de celui enregistré l'année précédente (5,3 MD), traduisant un regain d'intérêt marqué des investisseurs et une dynamique de marché plus soutenue.

En 2025, le marché de blocs a été très animé avec un volume global de 548MD contre 431,7MD une année auparavant, soit +27%. Plus du quart des transactions ont été réalisées sur les titres revenant au groupe BAYAHI, à savoir **Magasin Général**, **SOTUVER** et **TPR** ayant concerné des opérations de restructuration inter-groupe.

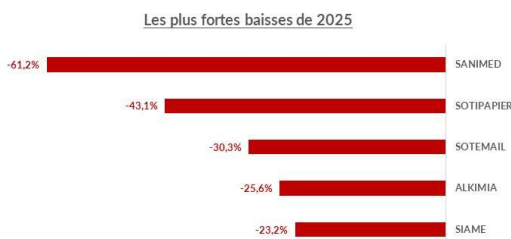
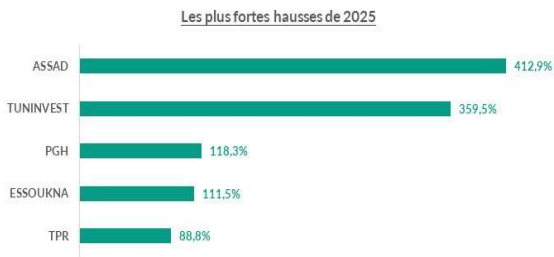
Le titre **PGH** s'est imposé comme le titre le plus actif durant l'année 2025, avec un volume total de 204,9MD dont le tiers réalisé à travers une quarantaine de transactions de blocs. Le titre **SFBT** a accaparé plus de 170MD de capitaux échangés : une dynamique boostée par l'annonce d'une éventuelle acquisition d'une société de production de huiles végétales et ce dans le cadre de la diversification des activités du groupe.

Au niveau du palmarès des valeurs les plus performantes, on note **ASSAD** dont le cours s'est apprécié de plus de 400% : une envolée qui s'explique par un

|                                    | 2020    | 2021    | 2022    | 2023    | 2024    | 2025    |
|------------------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Capitaux échangés (MD)             | 1 575,6 | 1 649,5 | 1 767,0 | 1 819,5 | 1 766,8 | 3 060,4 |
| Transactions de bloc (MD)          | 238,2   | 575,9   | 340,6   | 527,4   | 431,7   | 548,0   |
| Volume quotidien en MD (Hors bloc) | 5,3     | 4,4     | 5,6     | 5,1     | 5,3     | 10,1    |

Les valeurs les plus actives en 2025 (MD)





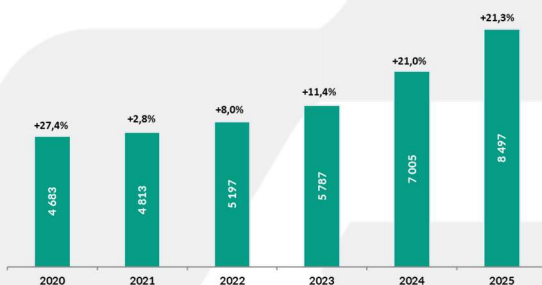
redressement de la rentabilité du groupe passant d'un déficit de 9,6MD en 2023 à un bénéfice de 3,7MD en 2024. Le titre **Tuninvest SICAR**, lui aussi a enregistré une hausse spectaculaire de son cours de plus 300% suite aux dividendes perçus de sa participation dans le capital de **Nouvel Air**. En troisième place du podium, le titre **PGH** a vu son cours s'envoler de +100% suite à son acquisition indirecte dans le capital de **SAH** ainsi que son projet de carve-out de son pôle agroalimentaire : Une opération visant à soutenir la croissance du pôle, attirer des partenaires stratégiques et offrir de nouvelles perspectives aux actionnaires : Une initiative fortement saluée par le marché. En tête de liste des valeurs les moins performantes, on trouve les valeurs du groupe **ABDENNADHER** placées sous administration judiciaire, à savoir **SANIMED** ayant perdu 61,2% de sa valeur et **SOTEMAIL** avec un repli de 30,3%, suivi de **SOTIPAPIER** (-43,1%), **Alkimia** (-25,6%) et **SIAME** (-23,2%). Du côté des levées de fonds, seulement deux augmentations de capital ont été réalisées et réservées essentiellement à l'actionnaire de référence : **ATB** ayant levé plus de 70MD à travers l'Arab Bank et **SANIMED** avec 12MD via **AGRIMED**.

L'année 2025 s'est caractérisée par deux opérations capitalistiques :

- Après avoir acquis un bloc d'actions représentant 51,2% du capital de la STA (Concessionnaire de la marque chinoise Chery), la holding du groupe **KILANI** a été soumise à une OPA obligatoire visant l'acquisition du reste du capital. Au terme de cette OPA, le groupe détient désormais 68,5% du capital.
- Le groupe **PGH** a lancé une OPA visant l'acquisition de 12,3% du capital de la **SITS**. Un volume de 693mD a été généré permettant au groupe **PGH** de détenir désormais 89,2% du capital de la société.

A fin 2025, la capitalisation boursière s'est élevée à 34 666MD en hausse de 31% par rapport à 2024 soutenue par l'appréciation des plus grandes capitalisations ainsi que l'introduction en bourse de **BNA Assurances** avec une capitalisation de plus de 320MD. Le nombre des sociétés cotées est passé à 75 valeurs.

### 3- Marché des OPCVM en 2025



La dynamique de croissance enregistrée ces dernières années s'est confirmée en 2025, avec des actifs sous gestion franchissant le seuil des 8 000 MD pour s'établir à 8 497 MD, soit une progression de 21,3 %.

Cette évolution a été principalement portée par les OPCVM obligataires, dont les encours ont atteint 7 254 MD, correspondant à une collecte nette de plus de 1 200 MD. Néanmoins, cette performance aurait pu être encore plus soutenue sans un mouvement de décollecte observé au cours du dernier mois





|   | 2022  | 2023  | 2024  | 2025  |
|---|-------|-------|-------|-------|
| OPCVM Obligataires de capitalisation (MD) | 2 594 | 2 901 | 3 919 | 4 947 |

de l'année, consécutif à l'intégration des OPCVM dans le champ d'application de l'impôt sur la fortune, entraînant une éviction de plus de 700 MD.

La collecte s'est principalement orientée vers les OPCVM obligataires de capitalisation, qui représentent désormais 70 % de l'ensemble des OPCVM obligataires. Cette tendance traduit un engouement marqué pour ce type de produits, particulièrement de la part des personnes physiques, en raison de l'exonération de la plus-value réalisée lors du rachat des titres.

Par ailleurs, les OPCVM mixtes confirment leur montée en puissance. Pour la troisième année consécutive, leurs actifs ont progressé de 27 %, soit une collecte de plus de 260 MD. Ils représentent désormais 14,6 % de l'ensemble des actifs gérés sur la place.

## 4- Marché Obligataire en 2025

### - Les émissions publiques

L'année 2025 a été marquée par un retour significatif de l'État sur le marché des BTA, avec des émissions totalisant 11 551MD. Ce volume a permis de porter l'encours des BTA à 30 988MD, contre 20 175 MD une année auparavant. À titre de comparaison, les émissions de BTA en 2024 s'étaient limitées à 4 585MD.

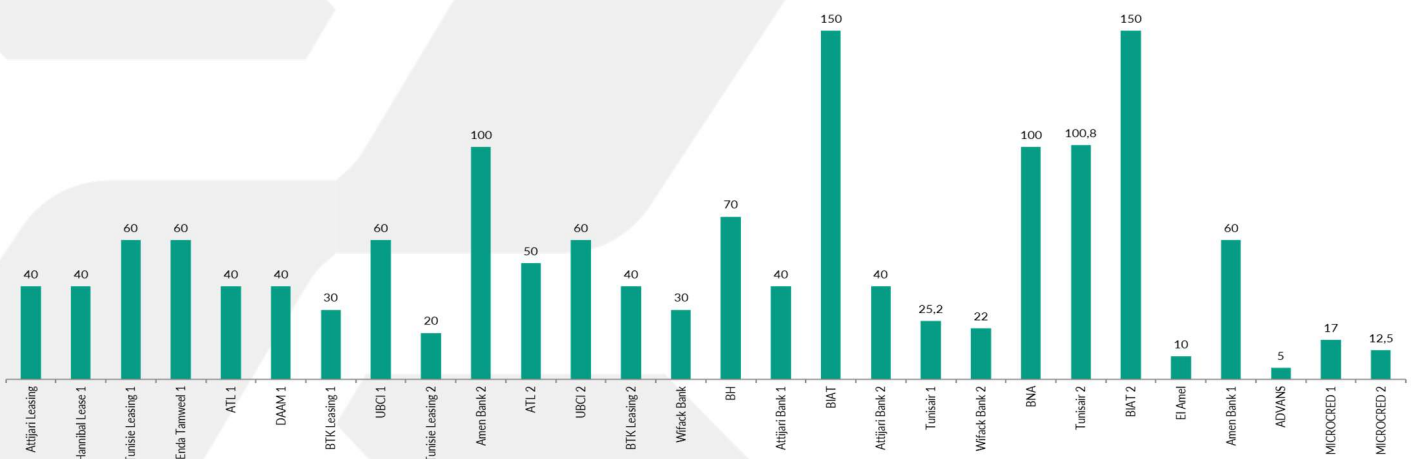
Par ailleurs et bien que la loi de finances 2025 ait prévu le recours à un emprunt national pour un montant global de 4 800MD, aucune tranche n'a été effectivement levée par le Trésor au cours de l'exercice 2025.

### - Les émissions privées

En 2025, les émissions privées d'emprunts obligataires ont été multipliées par 3 avec un montant de 1 473MD réparti à hauteur de 60% pour les banques, 22% pour les sociétés de leasing, 10% pour les établissements de micro finance et 9% pour Tunisair.

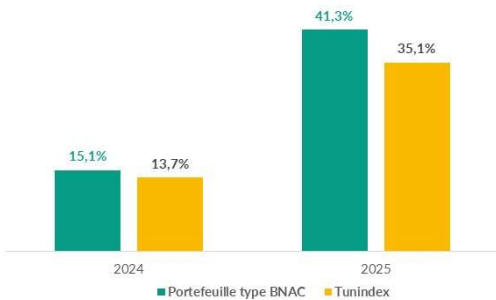
L'année 2025 s'est caractérisée aussi par un retour en force des émissions sans recours à l'appel Public à l'Épargne totalisant un montant de 872MD soit 60% de l'ensemble des émissions.

Dans un contexte inflationniste, les emprunts obligataires privés sont devenus très prisés par les investisseurs et la majorité des émetteurs ont collecté leur montant souhaité.





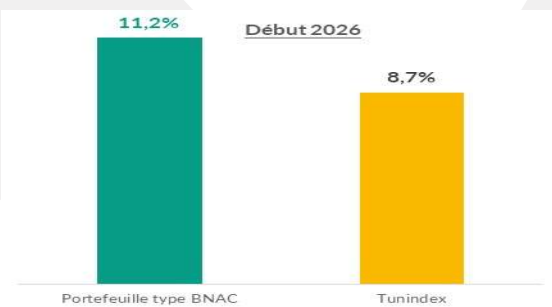
## 5- Stratégie d'investissement pour 2026



Dans une perspective défensive et afin de se prémunir contre les turbulences possibles du marché, le choix des valeurs sur lesquelles il faut miser au cours de la période à venir, reste très limité.

Compte tenu de la raréfaction des opportunités et des nouvelles introductions en bourse, notre stratégie se base sur un horizon de placement à moyen terme, pour profiter pleinement des éléments fondants notre opinion.

En dépit d'une baisse du TMM, nous maintenons pour au moins les 6 prochains mois, notre intérêt pour le secteur financier et essentiellement le secteur bancaire qui devrait maintenir un rythme de croissance positif de ses bénéfices en 2025, avec probablement un petit ralentissement par rapport l'année dernière compte tenu de la baisse prévue des marges, une augmentation du coût du risque ainsi qu'une forte pression fiscale au courant de l'année 2025.



Depuis le début de l'année en cours, notre portefeuille type a performé de plus 11% suite à la bonne tenue de la majorité des valeurs et essentiellement du secteur financier. Le marché affiche son orientation vers les valeurs à rendement récurrent, dans le cadre d'une prévision d'ajustement probable des cours, après la forte croissance de 2025.

Durant les deux dernières années, notre portefeuille type a toujours battu l'indice de référence dénotant notre choix rigoureux de valeurs à fort potentiel, notre discipline d'investissement et la pertinence de notre stratégie axée sur la création de valeur durable.

En 2025, notre portefeuille type a réalisé une performance de 41,3%, battant ainsi le Tunindex de +6,1%. L'essentiel de la performance a été réalisé durant les 8 premiers mois avec +35,2%. Le portefeuille a été soutenu essentiellement par les valeurs défensives, à savoir les valeurs financières et les valeurs à rendement récurrent.

|   | Cours au 18/02/2026 | PE 2025e | Dividende | Div Yield | P/BV | Performance début 2026 |
|---|---------------------|----------|-----------|-----------|------|------------------------|
| <b>Valeurs défensives</b>                   |                     |          |           |           |      |                        |
| ATL   | 8,490               | 10,4     | 0,400     | 4,7%      | 1,9  | 39,2%                  |
| ATTIJARI BANK                               | 67,800              | 14,6     | 5,000     | 7,4%      | 3,1  | 1,4%                   |
| BIAT  | 131,400             | 13,9     | 6,000     | 4,6%      | 2,4  | 18,4%                  |
| BNA   | 13,240              | 3,1      | 1,100     | 8,3%      | 0,4  | 9,7%                   |
| BT  | 6,700               | 8,9      | 0,350     | 5,2%      | 1,3  | 4,7%                   |
| BNA Assurances                              | 3,030               | 18,3     | 0,000     | 0,0%      | 2,6  | -3,5%                  |
| TUNIS RE                                    | 14,010              | 12,1     | 0,480     | 3,4%      | 1,1  | 35,0%                  |
| Attijari Leasing                            | 33,500              | 9,2      | 2,200     | 6,6%      | 1,2  | 14,5%                  |
| STAR  | 57,390              | 17,9     | 4,199     | 7,3%      | 1,4  | -10,0%                 |
| CIL   | 35,000              | 11,4     | 2,200     | 6,3%      | 1,8  | 23,9%                  |
| <b>Sociétés industrielles</b>               |                     |          |           |           |      |                        |
| SFBT  | 13,500              | 12,1     | 0,800     | 5,9%      | 2,6  | 7,1%                   |
| PGH   | 22,450              | 22,5     | 0,450     | 2,0%      | 3,5  | 21,4%                  |
| SAH   | 14,100              | 15,8     | 0,400     | 2,8%      | 2,6  | 1,4%                   |
| SOTUVER                                     | 14,850              | 12,9     | 0,250     | 1,7%      | 3,9  | 8,4%                   |
| OTH   | 8,800               | 21,7     | 0,260     | 3,0%      | 1,8  | 0,6%                   |
| Meubles Intérieurs                          | 4,520               | 9,0      | 0,450     | 10,0%     | 1,8  | -3,8%                  |
| UNIMED                                      | 9,230               | 13,4     | 0,570     | 6,2%      | 2,5  | -2,3%                  |
| <b>Valeurs à rendement récurrent</b>        |                     |          |           |           |      |                        |
| SOTRAPIL                                    | 23,500              | 9,4      | 1,600     | 6,8%      | 1,6  | 3,6%                   |
| SOTUMAG                                     | 9,930               | 17,2     | 0,480     | 4,8%      | 3,8  | 11,6%                  |
| ARTES                                       | 14,000              | 11,5     | 0,800     | 5,7%      | 2,4  | 21,7%                  |
| SPDIT SICAF                                 | 13,000              | 11,4     | 1,000     | 7,7%      | 4,0  | 2,4%                   |
| City Cars                                   | 27,970              | 15,5     | 1,250     | 4,5%      | 5,0  | 42,0%                  |
| Performance moyenne depuis le début de 2026 |                     |          |           |           |      | 11,2%                  |
| Performance du Tunindex                     |                     |          |           |           |      | 8,7%                   |
| Performance du Tunindex 20                  |                     |          |           |           |      | 8,5%                   |

En sélectionnant le secteur coté, on ne peut que s'intéresser pour la période à venir au niveau des banques aux titres **ATTIJARI BANK, BIAT, BT** et **BNA**.

D'autres opérateurs du secteur financier, opérant dans une branche assez rentable et qui présentent un profil de Risque/Rendement assez intéressant en 2026, sont **ATL, Attijari Leasing** et la **CIL**.

Du côté des assurances, on optera pour le choix de **BNA Assurances, Tunis Re** et **STAR**.

Pour le reste du marché coté, on préfère recommander certains des industriels les plus prospères cette dernière décennie à savoir **SFBT, PGH, SAH, SOTUVER, OTH, Meubles Intérieurs** et **UNIMED**. Ces industriels présentent une stabilité de leur production et de leurs marchés ainsi qu'une parfaite maîtrise de leur activité. De plus, ces industriels disposent d'une taille qui leur permet d'investir dans leur développement et d'assurer un certain réconfort quant à leur avenir.

Une troisième catégorie est à considérer lors du choix des titres sur lesquels il est possible de miser, est celle des titres à fort rendement qu'on liste ci-après, **SOTRAPIL, SOTUMAG, ARTES, SPDIT SICAF** et **City Cars**.





## 6- Panorama des principales valeurs



La compagnie de leasing se distingue par rapport à ses pairs par une bonne assise financière confortable avec des fonds propres de +142MD en 2025. Au niveau de la qualité du portefeuille, l'ATL a réalisé une excellente performance avec une baisse du taux des CDL d'une année à une autre pour s'établir à 7% en 2025. En dépit d'une conjoncture nationale difficile, l'ATL a su se maintenir en tant que challenger du secteur du Leasing en Tunisie. L'année 2025 s'est soldée par une progression des mises en force de l'ordre de 8% à 411,5MD, des produits nets de leasing de 10% à 61MD et un bénéfice net qui devrait s'établir à 24MD. Le titre **ATL** se distingue par une générosité de la rémunération, avec un Div Yield de 4,7% compte tenu d'une forte capacité bénéficiaire en 2025.



La filiale du groupe Attijariwafa Bank a affiché durant les dernières années une croissance remarquable de son activité suite à une très forte dynamique commerciale (184 agences) et une panoplie de services distingués par rapport au secteur. La banque présente des ratios de couverture du risque assez confortables et une qualité d'actifs irréprochable. Le titre Attijari Bank, présente un profil de rendement distingué par rapport au secteur coté et au marché, en dépit d'un gain de 61,4% en 2025, et un Div Yield de 7,4%.



La **BIAT** demeure incontestablement le leader du secteur bancaire en 2025. La première banque en termes de collecte de dépôts et de PNB, se distingue par un fonds de commerce remarquable sur le marché national par rapport à ses pairs. En effet, la qualité de ses services et sa réactivité, grâce à système d'information performant et une large autonomie des points commerciaux est le socle porteur de l'activité de la **BIAT**. Du côté des ratios de sécurité et de solidité financière, la **BIAT** par une qualité d'actifs irréprochable et des ratios prudentiels largement respectés. La solidité financière de l'institution couplée aux performances récentes nous incite à recommander le titre en tant que valeur de fonds de portefeuille.



La **BNA** enregistre depuis plus d'une décennie un redressement remarquable au niveau de sa structure, de sa rentabilité et de ses performances. En effet, la banque a assumé au cours des dernières années son appartenance à un secteur fortement concurrentiel et en évolution constante. Les efforts engagés ces dernières années ont permis à la **BNA** de renforcer durablement sa situation financière. La banque affiche des niveaux de solvabilité confortables, ce qui la positionne de manière distincte et solide sur le marché.

Sur la bourse, le titre **BNA** s'est illustré parmi les meilleures performances du secteur bancaire, enregistrant une hausse de 59,8%. Cette évolution témoigne de la solidité financière de la banque. Le titre se négocie à des niveaux de valorisation particulièrement attractifs (PE de 3,1x et P/BV de 0,4x) offrant un rendement en dividende (Div Yield de 9,7%) particulièrement séduisant pour les investisseurs.



Au cours des dernières années, la **BT** a enregistré une progression soutenue de l'ensemble de ses revenus, tout en maintenant une gestion rigoureuse de ses charges d'exploitation et en respectant scrupuleusement les ratios prudentiels. La banque a par ailleurs engagé plusieurs chantiers stratégiques majeurs, notamment la modernisation de son système d'information ainsi que la réorganisation de son dispositif commercial.

La **BT** s'appuie sur des fondamentaux solides : une assise financière robuste, un niveau de solvabilité parmi les plus confortables du secteur, une productivité de premier plan et une politique de crédit particulièrement sélective. Classée sixième capitalisation de la cote (1 839 MD), la banque présente une valorisation attrayante au regard du marché, avec un PER de 9x et un rendement en dividende de 5,2%.



Filiale à part entière du groupe BNA depuis 2021, la société récemment introduite sur le marché principal de la cote de la bourse de Tunis depuis Août 2025, ne cesse d'accroître son activité et de multiplier ses performances. En effet, l'activité de la compagnie s'est nettement redressée avec une évolution du chiffre d'affaires et un bottom line qui s'est multiplié par 5. Ce retournement de tendance est le fruit d'une collaboration plus étroite avec la banque mère et la mise en place d'une stratégie de bancassurance. Côté ratios prudentiels, la société affiche des niveaux très acceptables et en ligne avec les normes exigées par l'autorité de tutelle. Pour les prochaines années, les perspectives sont très prometteuses et le bénéfice net avoisinera les 15MD d'ici 2027.





La société de réassurance a maintenu durant ces dernières années une croissance tendancielle de ses performances. En effet, le chiffre d'affaires de **Tunis Re** a atteint les 238,3MD en 2025. La société affiche au terme du premier semestre 2025, une exceptionnelle croissance du bénéfice net (+34,8%) à 17,4MD, ce qui présage d'une excellente année 2025 pour les actionnaires de la société. En bourse, le **Tunis Re** se traite à 14,000D après une superbe performance en 2025 +32,4% et un gain de 35% depuis le début de l'année 2026, en réaction avec les extraordinaires performances et en prévision de leur impact sur la rentabilité des fonds propres et des actionnaires. Aussi, le titre présente une valorisation en dessous de la moyenne du secteur, et largement en décote par rapport à la moitié de ses pairs et par rapport au marché dans sa globalité.



La société réalise depuis plusieurs exercices une croissance stable et solide de son volume d'affaires qui a atteint 275,6MD en 2025 en quasi-stabilisation par rapport à 2024. Le PNL de la société s'est accru constamment sur les 4 derniers exercices pour atteindre 33,2MD en 2025 contre 32,9MD une année auparavant. Le bénéfice net reste tributaire des dotations aux provisions qui seront affectés lors de l'établissement des états financiers. Sur le marché, le titre **Attijari Leasing** se traite actuellement à 32,600D suite à une croissance de 11,5% depuis le début de l'année 2026 et affiche une valorisation assez attrayante, qui présente une décote de plus de 18% par rapport à son secteur d'activité et plus de 32% par rapport au marché. Le rendement en dividende s'élève à 6,6%, le meilleur rendement du secteur pour un titre aussi liquide.



En dépit d'une concurrence soutenue, la **STAR** a su maintenir le cap de sa stratégie de transformation et de modernisation couvrant l'ensemble des activités : Systèmes d'information - Processus opérationnels - Développement du réseau d'agences. Ce programme ambitieux s'est traduit par Une croissance des primes - Un développement de l'assurance Vie - Une amélioration du résultat technique et Un renforcement de la marge de solvabilité. Sur la bourse, le titre se valorise à 18x ses bénéfices et offre un Yied de 7,3%. Rappelons qu'en 2025 et afin d'améliorer la liquidité du titre, une opération de split (1/2) a été réalisée couplée à une attribution d'actions gratuites très généreuse pour les actionnaires.



La **CIL** a historiquement été exemplaire en termes de rentabilité des fonds propres, de la qualité de son portefeuille et de la rémunération de ses actionnaires. En effet, l'année 2025 s'est soldée avec un encours des engagements de 718MD en augmentation de 6% par rapport à l'exercice précédent 2024 (675MD). Les grandes lignes de l'évolution de l'activité, montrent une croissance sensible de la marge bénéficiaire de la société en 2025, couplée à une probable amélioration de la qualité du portefeuille, suite à une croissance plus importante de l'encours par rapport aux engagements classés. Concernant le titre **CIL** en bourse, il performé de 22,3% en 2025, suivi d'une croissance de 23,9% en 2026 pour s'établir à 35D. En dépit de cette croissance, l'action de la compagnie, demeure l'une des plus rentables du marché et de son secteur, avec un rendement en dividende de 6,3% et un PE de 11,4x.



Blue chip du marché, le Groupe **SFBT** fait partie du Groupe Castel qui est l'un des premiers acteurs mondiaux dans le domaine du vin, des bières et boissons gazeuses. Le groupe **SFBT** jouit d'un quasi-monopole tant sur le marché de la bière que des boissons gazeuses. Le groupe dispose d'une situation financière très saine caractérisée par un endettement vierge. Il bénéficie en plus d'un outil de production pratiquement amorti lui permettant de générer des cash flows considérables. Sur la bourse, le cours du titre **SFBT** s'est apprécié de 15,5% en 2025 laissant la voie pour une appréciation potentielle du cours du titre, qui présente un niveau de rentabilité distingué (Div Yield =6%) par rapport à son secteur d'activité, mais aussi par rapport au marché. Le titre **SFBT** est considéré comme une valeur de fonds de portefeuille par excellence au vu de ses fondamentaux solides et de sa rentabilité récurrente.



L'année 2025 est très intéressante pour le mastodonte multi disciplinaire **PGH**, qui a acquis quasiment 30% du capital du géant national des produits hygiéniques et cosmétiques **SAH**. **PGH** avait annoncé sa réorganisation et un probable détachement des activités en pôles spécialisés. Du côté des performances, les revenus consolidés ont augmenté de 6,3% en 2025 (4,16Mrd dinars) par rapport à 2024 (3,91Mrd dinars) et on devrait s'attendre à une bonne progression du Bottom line au vu des réalisations semestrielles. Le groupe ne cesse de se développer, que ce soit par voie d'acquisition ou de création de valeur.





Le groupe **SAH** a affiché en 2025 une légère progression de son chiffre d'affaires de +0,4% à 981,1MD, qui confirme la récurrence de croissance record enregistrée au cours des deux derniers exercices. L'EBITDA du groupe devrait atteindre les 185MD pour la même période de référence, ce qui permettrait de réaliser un RNPG de plus de 60MD. Le partenariat stratégique avec le groupe PGH (vis une participation indirecte) ne serait que bénéfique pour SAH. Sur la bourse, le titre a gagné 40% en 2025 et plus de 1,4% depuis le début de l'année pour atteindre le cours de 14,100D actuellement. La rentabilité du titre est assez timide à ce niveau de cours, mais elle pourra s'améliorer avec l'amélioration du Bottom line au fur et à mesure de la baisse des charges opérationnelles et financières. Compte tenu de la taille du groupe, son ancrage et sa capacité à se développer d'une année à une autre, mais aussi de sa rentabilité potentielle lors de la stabilisation de sa croissance, nous recommandons de se positionner sur le titre pour un horizon de placement à moyen et long terme.



Durant les cinq dernières années, les résultats du groupe ont affiché une croissance moyenne remarquable, fruit d'une diversification commerciale surtout à l'export et notamment à travers la nouvelle entité SGI créée afin de répondre à une demande internationale importante. Pour 2026, le Groupe s'appuiera sur les marchés exports récemment ouverts et ses activités locales pour poursuivre son développement de façon maîtrisée et durable. Un projet d'ouverture du capital de la société est en cours d'étude. Ce projet vise la cession de 41,3% du capital à BA Glass BV, société du groupe BA Glass, l'un des plus importants acteurs de l'industrie mondiale de l'emballage en verre. Le prix de la cession est fixé à 13,020D. Cette opération permettra d'accompagner le développement à long terme de SOTUVER, à renforcer sa structure financière et à soutenir ses perspectives de croissance. Côté bourse, le titre se traite à 12,9x ses bénéfices et offre 1,7% de rendement en dividende : une valorisation correcte au vu des bonnes perspectives du groupe notamment le retour sur investissement de la nouvelle filiale ainsi que l'entrée au capital du nouveau partenaire stratégique.



Le titre **OTH** présente des fondamentaux assez solides avec la forte croissance de l'activité « Mécatronique » et « Câblerie » considérée comme la « vache à lait » du groupe. Il affiche un niveau d'endettement assez maîtrisé laissant une marge de manœuvre confortable pour financer son programme d'investissement futur. **OTH** se positionne comme un leader technologique avec le programme "Challenge 2028", misant sur la croissance et la diversification des activités, des partenariats technologiques internationaux et portera le groupe vers une nouvelle dimension. Le titre est considéré comme une valeur de croissance à moyen terme.



Le groupe **Ateliers du Meuble intérieurs** a affiché sur les trois derniers exercices une stabilité de ses revenus autour de 29MD, et une marge sur coût matière confortable de plus de 40%. Néanmoins l'exercice 2025, présente une baisse du chiffre d'affaires consolidé de 6,6% (-1,9MD) à 27,3MD. La baisse est essentiellement due à la baisse des revenus de la société mère de 8,4% : L'exercice 2024 a enregistré une commande exceptionnelle vers la Libye. La baisse sera néanmoins réduite en pourcentage par le maintien du niveau d'activité du groupe dans sa globalité. Pour le titre **SAM** en bourse, il se traite actuellement à 4,520D, soit 9x ses bénéfices. Le rendement en dividende du titre est le plus élevé du marché avec 10%. Le titre présente une valorisation attrayante par rapport au marché et un rendement distingué par rapport à ses pairs.



Les bons résultats affichés durant l'année écoulée et le niveau de dividende assez généreux distribué ont été fortement salués par le marché avec +19,6% de gains pour le cours depuis le début de l'année. L'année 2025 devrait suivre avec un chiffre d'affaires de 149MD et un bénéfice net de 21MD. La société opère dans un secteur très défensif avec d'importantes barrières à l'entrée. Les perspectives de la société sont assez réconfortantes avec une récurrence des revenus et une croissance bénéficiaire.



Le transporteur national des hydrocarbures est reconnu pour la récurrence de ses revenus avec une croissance annuelle moyenne de 20,2% durant les 5 dernières années, mais surtout la consistance de ses marges. En 2025, la société a réalisé un chiffre d'affaires de l'ordre de 17,1MD et le bénéfice net devrait s'établir à 10,3MD légère hausse de 15,3%. Le titre présente un caractère défensif avec une valorisation assez attrayante (9,4x les bénéfices estimés pour 2025) et un rendement en dividende alléchant (6,8%).





La société présente des performances remarquables durant les derniers exercices : Une activité à revenu récurrent grâce aux loyers perçus. L'année 2025 n'a pas fait exception étant que les revenus d'exploitation affichent une croissance de 12,3% à 23,5MD contre 20,9MD une année auparavant. Le titre est actuellement négocié sur le marché à 9,990D après une remarquable performance de 50,1% en 2025 et une évolution de 11,6% depuis le début de l'année 2026. Le profil de l'action **SOTUMAG** reflète son attrait pour les investisseurs de la place, étant qu'il se traite à 17,2x ses bénéfices. Le rendement en dividende est de 4,8% par rapport au dernier dividende distribué en 2025.



Le concessionnaire multimarque ARTES, a réalisé une progression notable (+19,3%) au niveau de son chiffre d'affaires en 2025, à 307,1MD contre 257,3MD une année auparavant. L'année 2025 devrait s'annoncer positive pour les actionnaires de la société, en probable croissance par rapport à l'exercice précédent. Le titre **ARTES** se traite à des niveaux de valorisation assez attractifs avec un PE de 11,5x et un P/BV est à 2,4x ses fonds propres. Le rendement en dividende du titre est de 6%, ce qui le distingue comme valeur de fonds de portefeuille à fort rendement, en dépit d'une performance de 50,0% en 2025 et d'une augmentation de 21,7% de la valeur de l'action depuis le début de l'année 2026.



La **SPDIT SICAF**, SICAF du groupe SFBT dispose d'un actif net de presque 100MD pour une capitalisation boursière de 361MD. Elle est considérée comme étant le bras financier du groupe SFBT à travers l'émission de billets de trésorerie. La **SPDIT SICAF** fait également vocation de Holding du groupe SFBT avec d'importantes participations dans les filiales : 43% dans la SINDT, 30,6% dans la SEABG, 28% dans la SBT, 15,3% dans la SGBIA .... Ces participations représentant 16,4% de l'actif et générant autant de dividendes chaque année. En 2025, les dividendes perçus s'élevaient à 18,6MD dont 75% reçus de la part de SEABG : une filiale considérée comme étant la vache à lait du groupe. Ces participations constituent des gisements très importants en termes de plus-values latentes. Aussi, la SICAF dispose aussi d'un important portefeuille coté qui recèle une plus-value latente importante. Sur la bourse, le titre se traite à 11,3 fois ses bénéfices et 4 fois ses fonds propres : une valorisation que nous jugeons correcte et qui ne tient pas compte de l'important gisement de plus-values latentes que recèle le portefeuille de la SICAF, que ce soit sur la partie cotée que celui des participations revenant au groupe SFBT. Aussi, le titre affiche un rendement en dividende de 7,7% : un niveau jugé très appréciable par rapport à la moyenne du marché.



Le concessionnaire de la marque KIA en Tunisie a affiché en 2025 des revenus de 386MD en croissance de 6,0% par rapport à 2024 (364MD). Le distributeur de la marque Sud-Coréenne a su gérer au mieux les aléas du marché de l'automobile Tunisien, en renforçant sa position sur le marché de 1,4points à 11%. La stratégie du constructeur de repositionner la marque KIA à moyen gamme supérieur aide à faire front aux limites d'importations et d'améliorer la marge sur vente. Compte tenu de la résilience de la société et de l'ancrage de la marque dans l'esprit du consommateur Tunisien, nous considérons l'activité prometteuse et assez stable pour les années à venir. Le titre **City Cars** se traite à des niveaux très intéressants par rapport au secteur et par rapport au marché. En effet, l'action **City Cars** se valorise actuellement à 13,7x le bénéfice estimé pour 2025 et offre un rendement en dividende de 4,5% (Dividende distribué en 2025), des niveaux positivement comparables avec son secteur d'activité et surtout par rapport au marché, en dépit d'une performance de 65% en 2025. Nous recommandons l'action pour un placement à moyen terme, notamment pour les comptes CEA.





*Le présent document a été préparé par le Département « Analyse & Ingénierie financière » de BNA Capitaux. Il est basé sur des informations publiques. Ce document est publié uniquement dans un objectif d'information, il ne constitue pas une publicité et ne doit pas être interprété comme une sollicitation ou une offre d'achat ou de vente de valeurs mobilières. Les informations contenues dans ce document n'ont qu'une valeur indicative, elles ne peuvent en conséquence engager directement ou indirectement la responsabilité de BNA Capitaux ou de ses collaborateurs. BNA Capitaux met tout en œuvre pour utiliser une information fiable, exacte et complète. Toutefois, aucune garantie, expresse ou implicite, n'est fournie en ce qui concerne l'exactitude, l'exhaustivité ou la fiabilité des informations contenues dans ce document.*

