

**BILAN FINANCIER & BOURSIER
DU PREMIER SEMESTRE 2025
ET
STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT
POUR LE SECOND SEMESTRE
SEIZE LEÇONS QUE NOUS LIVRE
LE PREMIER SEMESTRE
SUR LA BOURSE DE TUNIS**

Points clés

- Défiant les incertitudes géopolitiques et géoéconomiques mondiales (poursuite de la guerre russo-ukrainienne, survenance au printemps dernier de la crise indo-pakistanaise, exacerbation du conflit armé au Proche-Orient avec l'éclatement de la guerre entre l'Iran et Israël et contexte de guerres commerciales) et alors que les marchés boursiers des pays développés étaient jusqu'à une période récente en proie à des turbulences, la Bourse de Tunis a franchi le 4 avril 2025 la barre symbolique des 11 000 points pour la première fois de son histoire. Après un parcours sans faute sur les six premiers mois de l'année, l'indice TUNINDEX termine le mois de juin à 11 577 points, portant ainsi à 16,3 % sa progression depuis le 1^{er} janvier, contre 11,2 % pour la même période l'année dernière ; peu d'analystes osaient prédire un cru boursier aussi impressionnant pour un début d'année !
- À peine sorti de sa torpeur de fin d'année 2024, notre marché des actions est emporté par un véritable vent d'euphorie, profitant d'une amélioration relative des indicateurs de l'économie tunisienne, de la réévaluation récente de la note souveraine du pays et des attentes de baisse des taux d'intérêt ancrées par une inflation plus maîtrisée et par les conjectures des agences de notation internationales. Chose qui s'est effectivement produite fin mars 2025.
- Le regain d'enthousiasme des investisseurs pour les actifs risqués s'explique aussi par les anticipations de bons résultats d'entreprises au titre de l'exercice 2024, principalement des poids lourds de la cote et par leur politique généreuse de dividende. Les résultats 2024 dévoilés jusqu'à aujourd'hui sont venus, en effet, confirmer les récents sommets boursiers.
- Les investisseurs tunisiens tournent désormais leur regard vers les facteurs susceptibles de raviver la tendance haussière sur le deuxième semestre 2025. Sur la deuxième moitié de l'année, la trajectoire du TUNINDEX pourrait être influencée par des forces antagonistes, entre d'une part l'attractivité relative des valorisations boursières et, d'autre part, une visibilité toujours limitée en raison des incertitudes macroéconomiques, tant sur le plan domestique qu'international. La situation au Proche-Orient est à surveiller comme le lait sur le feu. Toute escalade des tensions, dans cette région du monde meurtrie par la guerre, introduit un facteur de risque supplémentaire, exacerbant une conjoncture mondiale déjà fragilisée par les séquelles des guerres commerciales et la crise de la COVID-19. En tout état de cause, les premières tendances de l'activité du deuxième trimestre 2025, attendues à la mi-juillet, seront un indicateur crucial pour l'évolution future du marché boursier. Ces publications permettront d'évaluer dans quelle mesure les fleurons tunisiens cotés sont en mesure de poursuivre leur croissance malgré l'environnement économique, et pourraient ainsi ouvrir la voie à une nouvelle phase de progression du marché des actions.
- Malgré un environnement complexe et exigeant, nous voyons des opportunités d'investissement claires sur la Bourse de Tunis. Les récentes notes de recherches publiées par TUNISIE VALEURS dévoilent des convictions affirmées sur une sélection de valeurs dont les fondamentaux sont nettement plus solides que ne laisse présumer leur cours. Des actions suffisamment liquides, offrant une fiabilité, une bonne visibilité et une marge de sécurité face aux aléas de la conjoncture.

«Malgré un environnement complexe, nous voyons des opportunités d'investissement claires sur la Bourse de Tunis. Les récentes notes de recherches publiées par TUNISIE VALEURS dévoilent des convictions affirmées sur une sélection de valeurs dont les fondamentaux sont nettement plus solides que ne laisse présumer leur cours. Des actions suffisamment liquides, offrant une fiabilité, une bonne visibilité et une marge de sécurité face aux aléas de la conjoncture»

I. Quelles leçons tirer de la première moitié de 2025 ?

Les périodes fastes, comme les crises, sont des moments riches en enseignements. Nous dressons, dans la présente étude, le bilan d'une bourse qui prouve pour la cinquième année de suite sa résilience et sa capacité à surfer sur la conjoncture.

1. Non, il n'y a pas de déconnexion entre la Bourse et l'économie en Tunisie quand il s'agit du sentiment du marché

Les partisans d'une déconnexion totale entre l'évolution économique et la sphère financière en Tunisie doivent se détromper. Les investisseurs à la Bourse de Tunis scrutent constamment l'actualité à la recherche de signaux macroéconomiques pour éclairer leurs décisions d'investissement. Et les indicateurs macroéconomiques sur la période récente ont été plutôt favorables à l'investissement en bourse. Accélération de la croissance économique (+1,4 % en 2024 contre 0 % en 2023 et +1,6 % en glissement annuel au T1 2025), reflux de l'inflation (7 % en moyenne en 2024 contre 9,3 % un an plus tôt et un taux d'inflation moyen de 5,7 % pour les six premiers mois de 2025) et réduction des déficits jumeaux (un solde courant de -1,7 % du PIB et un déficit budgétaire de -6 % du PIB avant dons et privatisations en 2024 contre un solde courant de -2,3 % du PIB et un déficit budgétaire de -7,6 % du PIB une année auparavant), sont autant de signaux positifs pour le moral des investisseurs.

Les réserves en devises de la Tunisie continuent à faire preuve de résilience. Elles se sont situées à 23 milliards de dinars (ou 99 jours d'importation) à la date du 30 juin 2025 contre 27,3 milliards de dinars (ou 121 jours) à fin 2024. Pour sa part, le taux de change du dinar tunisien s'est relativement bien comporté vis-à-vis des principales devises (-1,6 % face à l'euro et + 9,5 % face au dollar américain), continuant ainsi de soutenir le processus désinflationniste en cours.

Rappelons que l'agence de notation FITCH RATINGS a récemment confirmé les perspectives positives du dinar tunisien, mettant en lumière la discipline macroéconomique et les réformes engagées par la Tunisie. L'agence a salué notamment la maîtrise de l'inflation, la gestion responsable des déficits publics ainsi que le renforcement des réserves en devises. Elle souligne également les initiatives visant à diversifier l'économie, en particulier dans les secteurs du tourisme et des technologies, et ce, malgré un environnement international instable.

La Tunisie continue aussi à honorer ses échéances de dette extérieure et intérieure malgré des tensions sur les caisses de l'État et l'absence d'un accord avec le FMI ; un constat salué par les agences de notation (MOODY'S et FITCH RATINGS) qui ont entrepris de relever depuis 2024 d'un cran la note souveraine de la Tunisie. Et ces mêmes agences ont ancré des anticipations de baisse des taux qui se sont réalisées le 27 mars 2025 (baisse du taux directeur de la BCT de 50 pbs à 7,5 % à partir du 27 mars et réduction du taux minimum de rémunération de l'épargne de 7 % à 6,5 %). L'ensemble de ces événements ne peut qu'être récompensé par les investisseurs en bourse.

Le relâchement récent de la vis monétaire par l'institut d'émission constitue un signal fort pour les entreprises et les investisseurs, laissant entrevoir un allègement des conditions de financement en Tunisie. La détente monétaire a eu pour conséquence d'améliorer l'appétence des investisseurs au risque sur notre marché des actions, de donner un coup de pouce à l'investissement, à l'emploi et à la croissance en Tunisie.

La baisse des taux ne manquera pas aussi d'apporter un bol d'air à la rentabilité des entreprises tunisiennes cotées, surtout les plus endettées d'entre elles, dégonflant ainsi leur valorisation. Bref, la baisse des taux ouvre la porte à des opportunités d'arbitrage boursier en faveur des valeurs endettées sur la Bourse de Tunis.

L'attractivité de la Bourse devrait se renforcer davantage avec un deuxième assouplissement monétaire « espéré » sinon « attendu » par les économistes et les analystes financiers de la place si l'inflation poursuit sa détente graduelle et converge vers la cible de l'autorité monétaire (un taux d'inflation moyen anticipé pour 2025 de 5,3 %, selon les dernières prévisions de la BCT).

«La baisse des taux ne manquera pas aussi d'apporter un bol d'air à la rentabilité des entreprises tunisiennes cotées surtout les plus endettées d'entre elles, dégonflant ainsi leur valorisation. Bref, la baisse des taux ouvre la porte à des opportunités d'arbitrage boursier en faveur des valeurs endettées sur la Bourse de Tunis»

2. Un marché des actions résilient face aux remous des marchés financiers internationaux...

Le 2 avril 2025, le Président Trump a dévoilé la mise en place de taxes douanières sur une vaste partie des pays du monde, dont la Tunisie (28 %) et les alliés historiques des États-Unis : les pays de l'Union européenne (20 %¹). Cette offensive n'a rien de surprenant, puisqu'elle faisait partie des promesses de campagne de Trump en 2024 et s'inscrit dans la continuité des mesures prises lors de son premier mandat. Elle demeure, cependant, aussi violente qu'incertaine quant à ses objectifs, sa mise en œuvre et le soutien qu'elle suscite au sein du pays.

Cette hausse soudaine des droits de douane, touchant autant les pays alliés que les adversaires des États-Unis, a déclenché un krach boursier mondial, tout en provoquant une dépréciation du dollar américain, suggérant ainsi un avenir économique mondial très incertain.

Même si une « pause » de 90 jours pour les taxes douanières a été annoncée le 9 avril 2025 par le président étasunien, le débat en Tunisie sur la manière dont le pays doit se préparer à cette nouvelle ère de guerre commerciale mondiale a déjà commencé. L'impact immédiat de l'annonce américaine sur le marché boursier a été minime, voire inexistant. La dynamique positive de la Bourse de Tunis, amorcée en janvier, s'est poursuivie sur les mois d'avril, mai et juin 2025.

Les raisons pour lesquelles le marché boursier tunisien a réussi à maintenir cette dynamique sont multiples. Tout d'abord, la représentativité. Le marché des actions tunisien n'est pas représentatif de l'économie. Aucune grande entreprise publique, comme les compagnies de télécommunications, les sociétés de phosphate, de pétrole ou de gaz, n'est cotée en bourse. Aussi, aucun grand groupe hôtelier n'est coté, bien que le tourisme joue un rôle majeur dans l'économie. Deuxièmement, la liquidité du marché est particulièrement forte, et la décision de baisser les taux d'intérêt a stimulé la demande envers les actions cotées.

Même en ce qui concerne les exportations tunisiennes, nous ne pensons pas que les tarifs douaniers de Trump nuiront à l'ensemble du secteur extérieur. L'Amérique reste un partenaire commercial marginal de la Tunisie. Les échanges commerciaux avec le pays de l'Oncle Sam sont faibles : près de 2 % (en moyenne des cinq dernières années) du total des échanges extérieurs de la Tunisie. Par ailleurs, l'essentiel des exportations directes tunisiennes vers les États-Unis est constitué d'huile d'olive, de dattes et d'engrais chimiques. Et la production annuelle d'huile d'olive tunisienne est principalement vendue sur le marché de gros à de grands acheteurs italiens et espagnols. Ainsi, les exportations sont majoritairement orientées vers les acteurs européens, et non américains. Une infime partie de la production d'huile d'olive est vendue sous des marques tunisiennes, et nous ne pensons pas que les taxes américaines sur l'huile d'olive tunisienne conditionnée dissuaderont les consommateurs de l'acheter, même à un prix plus élevé.

Néanmoins, à plus long terme, les entreprises tunisiennes doivent se préparer aux grands changements à venir dans le commerce international, notamment celles opérant dans les secteurs du textile, des pièces automobiles, de l'électronique et de l'avionique. L'essentiel des exportations tunisiennes est constitué de produits manufacturés, principalement vendus en Europe. Les plus grands concurrents de la Tunisie sont les fabricants asiatiques. Si les exportations asiatiques vers le marché américain sont affectées – ce qui est très probable –, ces pays chercheront d'autres débouchés, et le marché européen sera leur principale cible. La concurrence avec les fabricants asiatiques n'est pas nouvelle. Le marché textile tunisien en a déjà souffert. Il y a survécu grâce à la proximité géographique du pays avec l'Europe et, surtout, grâce à un abandon de la production de masse au profit de produits nécessitant un savoir-faire technique plus élevé.

L'autre option pour contrer la concurrence asiatique en Europe est de s'associer avec des entreprises asiatiques. À l'avant-garde des industriels tunisiens, ONE TECH HOLDING, le fabricant de pièces automobiles, a annoncé mi-avril 2025 la finalisation d'un partenariat stratégique avec un acteur chinois (UNION GAIN ELECTRONICS TECHNOLOGY). Nous nous attendons à voir davantage de mouvements similaires de la part des industriels tunisiens. Mais l'ampleur de ces initiatives ne pourra être estimée que lorsque la situation aux États-Unis se stabilisera et que nous aurons une vision plus claire sur les tarifs douaniers. Notons que les États-Unis ont récemment baissé les droits de douane sur toutes les importations en provenance de la Tunisie, de 28 % à 25 % avec pour date d'effet le 1^{er} août 2025.

« Même en ce qui concerne les exportations tunisiennes, nous ne pensons pas que les tarifs douaniers de Trump nuiront à l'ensemble du secteur extérieur. L'Amérique reste un partenaire commercial marginal de la Tunisie »

1 relèvement des droits de douane à 30 % le 12 juillet 2025 avec une entrée en vigueur à partir du 1^{er} août 2025.

3. ...et aux chocs géopolitiques : la guerre entre Israël et l'Iran de 2025 comme exemple

Le Moyen-Orient aura tremblé pendant douze jours, et le monde avec lui. Du jeudi 12 juin au mardi 24 juin 2025, Israël a bombardé des sites nucléaires iraniens, et les États-Unis ont fait de même. Un cessez-le-feu est entré en vigueur mardi 24 juin 2025 entre l'Iran et Israël, après l'annonce d'une trêve par Donald Trump quelques heures plus tôt. Impassable, le marché des actions tunisien était de marbre face à ce choc géopolitique majeur.

La situation peut paraître contre-intuitive : les tensions géopolitiques au Moyen-Orient n'ont jamais été aussi fortes depuis des décennies, et pourtant le marché tunisien ne montre aucun signe de fébrilité. Inébranlable, le TUNINDEX a même pris +0,6 % entre le 12 et le 24 juin 2025.

La Bourse de Tunis a été relativement insensible au conflit entre Israël et l'Iran en raison de son faible niveau d'intégration avec les marchés financiers internationaux et de sa faible exposition aux risques géopolitiques régionaux. Les investisseurs locaux se concentrent davantage sur les facteurs économiques et politiques internes, tels que la stabilité politique, les réformes économiques et les performances des entreprises cotées, plutôt que sur les tensions internationales. De plus, le marché boursier tunisien, dominé par des acteurs locaux, réagit moins aux chocs externes que les places financières plus globalisées.

En outre, l'interconnexion du marché tunisien avec les marchés financiers ailleurs dans le monde est limitée. Les épisodes de stress financier que constituaient la crise des Subprimes de 2008 et la crise de la COVID-19 montrent bien que la Tunisie n'a pas connu un retrait massif des investisseurs étrangers comme cela était le cas pour la majorité des places financières internationales. Représentant 19,4 % de la capitalisation boursière globale, à fin juin 2025, 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 % de la capitalisation boursière totale de la place de Tunis, cette frange d'investisseurs de portefeuille a généralement (à moyen et long termes) peu d'effets sur les mouvements du marché. Par ailleurs, les investisseurs étrangers de portefeuille sur les dernières années se sont majoritairement désengagés de la place de Tunis au profit d'investisseurs locaux, comme les Family Offices, ce qui devrait limiter l'impact de leurs mouvements futurs sur la Bourse.

4. Tout vient à point à qui sait attendre

La patience est la condition de la réussite sur les marchés financiers. Les investisseurs qui savent rester patients demeurent les plus favorisés. Warren Buffett, gourou de la finance de marché et fondateur de Berkshire Hathaway s'est, ainsi, profilé comme l'exemple à suivre en matière d'investissement à long terme, à travers son approche «dans la valeur» de l'action (Value Stock). Ce style consiste à chercher les titres sous-évalués, grâce à l'analyse fondamentale des entreprises.

Pourtant, cette vertu est souvent oubliée en bourse, l'investissement étant de plus en plus orienté sur le court terme, particulièrement pour des marchés «Actions» étroits et dominés par de frileux petits porteurs, comme la Bourse de Tunis.

5. Toujours se fier à l'analyse fondamentale...

Sur notre marché, l'analyse fondamentale, dont la préoccupation majeure consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une valeur de placement en tentant de prévoir la rentabilité future de l'entreprise, manque d'adeptes.

L'analyse fondamentale est un outil idéal pour identifier les tendances à long terme pour un actif ou une classe d'actifs, ou des tendances sectorielles plus larges. L'identification des tendances peut renforcer la confiance de l'investisseur dans le fait qu'un actif atteindra une certaine valeur à long terme.

L'analyse fondamentale peut aussi parfois être utile à court terme, en particulier au moment de la publication des résultats, comme c'est le cas aujourd'hui.

Généralement, le volume de transactions augmente autour de la saison de publication des résultats, au cours de laquelle plusieurs sociétés d'un même secteur présentent leurs résultats financiers en même temps.

«La situation peut paraître contre-intuitive : les tensions géopolitiques au Moyen-Orient n'ont jamais été aussi fortes depuis des décennies, et pourtant le marché tunisien ne montre aucun signe de fébrilité. Inébranlable, le TUNINDEX a même pris +0,6 % entre le 12 et le 24 juin 2025»

«L'interconnexion du marché tunisien avec les marchés financiers ailleurs dans le monde est limitée. Les épisodes de stress financier que constituaient la crise des Subprimes de 2008 et la crise de la COVID-19 montrent bien que la Tunisie n'a pas connu un retrait massif des investisseurs étrangers, comme cela était le cas pour la majorité des places financières internationales.»

Que l'on traverse une phase de croissance ou une période marquée par une forte incertitude, il devient crucial d'examiner avec rigueur les bilans, d'évaluer la solidité des marges et de maîtriser les risques liés à la valorisation. S'appuyer sur les fondamentaux ne relève pas uniquement de la prudence, mais constitue une approche stratégique indispensable pour s'orienter efficacement dans un contexte économique complexe.

6. ...comme le montre le palmarès des plus grands gagnants et des plus grands perdants du S1 2025

À l'issue du premier semestre 2025, la balance des variations des titres de la cote a été largement tirée vers le haut : affichant 50 hausses et 23 baisses. Ce qui explique, d'ailleurs, la bonne orientation de tous les indices sectoriels, à l'exception de l'indice « Bâtiment et matériaux de construction » (-6,1 %) et de l'indice « des industries » (-0,5 %). L'analyse des performances boursières des secteurs cotés fait ressortir aussi que ce sont les sociétés de grande consommation (forte progression de l'indice des « Biens de consommation » de 27,3 % sur le S1 2025 et un poids de 23,4 % dans le benchmark de la cote) et sociétés financières (hausse de l'indice des sociétés financières de +15,3 % depuis le début de l'année et un poids de 58,4 % dans l'indice de référence) qui ont porté la croissance du TUNINDEX sur les six premiers mois de 2025.

Depuis l'année dernière, c'est un retour aux fondamentaux qui est perceptible sur le marché des actions tunisien. L'amélioration des indicateurs de la conjoncture économique nationale, la modération des prix de l'énergie et des matières premières à l'échelle internationale, la fin des cycles de resserrement monétaires par les principaux argentiers du monde et la poursuite de la publication des résultats d'entreprises convaincants en Tunisie (hausse de la masse bénéficiaire de la cote de 13,3 % sur l'exercice 2024 à 3,1 milliards de dinars, selon la BVMT, pour les 64 sociétés émettrices ayant publié leurs comptes de 2024 jusqu'au 14 juillet 2025) ont été des occasions d'arbitrages positifs. C'est peu ou prou la conclusion du parcours des perdants et des gagnants de la Bourse de Tunis sur les six derniers mois.

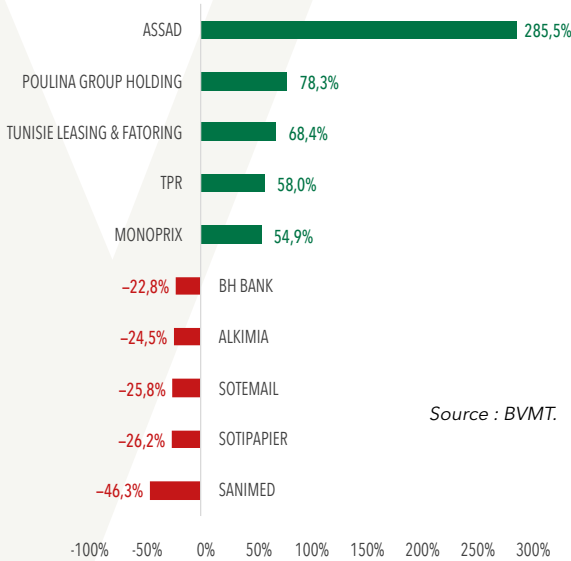
ASSAD : le retour de balancier boursier

Après avoir été longtemps aux oubliettes, le producteur des batteries automobiles a affiché sur le premier semestre 2025 un parcours boursier impressionnant qui lui a offert la palme d'or de la cote. Quadruplant quasiment de capitalisation (+285,5 %), le groupe ASSAD a affiché au titre de l'exercice 2024 un redressement remarquable de son bilan, marqué par un net regain de vigueur pour ce qui est des ventes locales et à l'export et un retour à la rentabilité. La grande question reste l'issue du contentieux opposant ASSAD aux Douanes tunisiennes dans l'affaire des vieilles batteries qui a infligé à la société des amendes de 234 MDt le 11 juillet 2024. Un appel a été interjeté contre le jugement de première instance, en date du 15 juillet 2024, et l'audience en appel, initialement prévue le 9 mai 2025, a été reportée au 26 septembre 2025. La direction de la société mère est confiante quant à la solidité de son dossier juridique. En outre, le management d'ASSAD a déposé une demande d'adhésion à l'amnistie douanière instituée par la loi de finances 2025. Une proposition des Douanes du 2 mai 2025 a arrêté le montant des taxes, droits et pénalités dus à 20,3 MDt à payer sur 20 tranches trimestrielles jusqu'au 27 janvier 2030. Par ailleurs, la société mère a soumis le 9 juin 2025 une demande d'adhésion à l'amnistie pour une deuxième infraction présumée érigée à son encontre par les Douanes tunisiennes à la suite de la saisie d'une cargaison de plomb dans la région de Kasserine, dont l'origine n'a pas pu être prouvée par le ferrailleur qui a déclaré avoir l'intention de livrer ce plomb au groupe ASSAD. Les amendes douanières totalisent un montant de 42,8 MDt selon la requête transmise au parquet. La société n'a pas connaissance d'une date d'audience désignée, cependant, la direction a opté pour l'adhésion à l'amnistie, ce qui permettrait de plafonner les pénalités à payer dans le cadre de cette affaire à un montant estimé par la direction à 3 MDt. Ainsi, malgré le caractère significatif des amendes qui pourrait impacter la situation nette de la société mère et mettre en péril la continuité d'exploitation, la direction estime que, compte tenu de l'amélioration de la performance de la société entamée au cours de l'exercice en cours et des solutions envisagées pour faire face à cette situation, elle dispose de tous les moyens nécessaires pour redresser la situation financière de la société, ce qui permet de maintenir le principe de continuité d'exploitation. Bref, la remise d'équerre du bilan du groupe a déclenché un véritable déclic boursier pour ASSAD. Les investisseurs croient aussi en la capacité du management à surmonter les difficultés actuelles et à résoudre le différend avec les Douanes tunisiennes. Voici alors un autre enseignement à tirer du S1 2025 : la prospérité sur le long terme passe parfois par la confrontation à des défis existentiels.

« Que l'on traverse une phase de croissance ou une période marquée par une forte incertitude, il devient crucial d'examiner avec rigueur les bilans, d'évaluer la solidité des marges et de maîtriser les risques liés à la valorisation »

« Depuis l'année dernière, c'est un retour aux fondamentaux qui est perceptible sur le marché des actions tunisien »

Les 5 plus grands gagnants et les 5 plus grands perdants du S1 2025



Source : BVMT.

POULINA GROUP HOLDING : un groupe qui change de profil

Le titre de la plus grande holding en Tunisie et de la quatrième plus grande capitalisation de la Bourse de Tunis, poursuit son embellie boursière, se hissant à la deuxième place du podium avec une envolée de 78,3 %. Le marché continue à applaudir les solides performances financières du groupe, réalisées dans une conjoncture sectorielle « challengeante » à bien des égards, et le relèvement graduel des dividendes. Les investisseurs semblent surtout être captivés par les derniers rebondissements dans l'Equity Story de la holding. Agissant tel un fonds d'investissement, PGH poursuit sa stratégie de diversification, briguant une participation indirecte de 29,9 % dans le capital d'un joyau de l'industrie des produits d'hygiène en Afrique : SAH LILAS. Selon le management de POULINA, cette acquisition finalisée le 7 juillet 2025 sur la base d'un prix unitaire du titre SAH LILAS de 12 dinars, devrait être financée par une réorganisation du portefeuille de participations de PGH. Ce rapprochement stratégique permettrait à PGH de concrétiser sa stratégie de diversification en disposant d'une plateforme de rentabilité prometteuse non seulement sur le moyen et long terme, mais également sur le court terme. SAH LILAS est sur le point de récolter les fruits de ses efforts d'investissement soutenus dans le métier des Cosmétiques (qui connaîtra sa première année pleine d'exploitation en 2025) et de démarrer une phase de génération de cash-flows avec l'atteinte des autres métiers (hygiène papier, ouate de cellulose et détergents) de leur rythme de croisière. Si elle se concrétisait, cette opération stratégique permettrait à PGH d'atteindre de nouveaux marchés et de nouveaux clients. PGH compte, également, achever sa prise de contrôle totale dans le capital du promoteur immobilier coté, la SITS à travers le lancement imminent d'une OPA simplifiée. Pour les années à venir, le groupe compte renforcer davantage ses investissements dans les secteurs agroalimentaire, avicole et Emballages ainsi que les projets des énergies renouvelables (installations photovoltaïques et cogénération) et la maîtrise du coût de l'énergie, en général. Une enveloppe moyenne d'investissement de 312 MDt est prévue sur la période 2025-2027, contre une enveloppe moyenne de 196 MDt entre 2020-2024. Durant la communication financière du 10 juin 2025, l'équipe de direction de PGH a annoncé le lancement d'une nouvelle activité brevetée, qui est l'industrie chimique. La filiale dédiée à cette nouvelle ligne de métier est baptisée POLYPHOS SA. Implantée dans le gouvernorat de Gabès, l'usine dédiée à cette activité devrait coûter la somme de 240 MDt sur la période 2025-2027. Cette dernière-née de POULINA sera spécialisée dans la production du *dicalcium phosphate* : un additif alimentaire destiné aussi bien à la consommation humaine qu'animale.

TUNISIE LEASING & FACTORING: creuse de plus en plus son écart par rapport à ses pairs tunisiens

Le leaseur n° 1 en Tunisie a accéléré son rebond sur le S1 2025, s'offrant un sursaut spectaculaire de 68,4 %. Un parcours qui va dans le sens des publications. Les résultats de 2024 du pionnier et du leader du secteur du leasing en Tunisie ont été de bonne qualité. Nonobstant une stagnation de son top line, le leaseur a atteint un nouveau palier de résultat net aussi bien au niveau individuel que consolidé (24,8 MDt et 37,5 MDt respectivement). Fort de son positionnement multiproduit et multimarchés, le groupe gagne en résilience. Il change de priorités, privilégiant la rentabilité aux parts de marché. TLF continue à remonter la pente, défiant le contexte inflationniste et la dégradation du climat des affaires dans ses marchés cibles. Outre l'amélioration des fondamentaux financiers du groupe, le marché a favorablement accueilli l'annonce de la cession de la branche africaine « ALIOS » ; opération qui devrait générer des reprises sur provisions, bonifiant ainsi la rentabilité nette du groupe. Le groupe dispose d'un important potentiel de croissance en Algérie, à moyen terme, où l'activité de leasing est émergente et où sa filiale MAGHREB LEASING ALGERIE est leader. Il jouit d'une bonne capacité à attirer les lignes de financement extérieures et les investisseurs institutionnels, dont les investisseurs étrangers en raison de sa taille adaptée à leurs tickets d'investissement.

TPR : vers un changement d'envergure

Le leader incontesté du secteur de la production de profilés d'aluminium avec une part de marché de l'ordre de 75 % en Tunisie et une forte présence sur les marchés export : TPR a connu un premier semestre 2025 glorieux, cumulant une ascension de 58 %. Dans la continuité des dernières années, le groupe a démontré une performance opérationnelle robuste et une solidité financière remarquable. Malgré un environnement économique national et international difficile, TPR a su maintenir le cap sur la croissance. Celle-ci a été soutenue par une stratégie centrée sur l'optimisation des processus industriels, la haute qualité de ses produits et une gestion rigoureuse des coûts opérationnels. TPR embrasse l'avenir avec beaucoup de sérénité au vu des perspectives prometteuses qu'offre le marché algérien où le groupe est implanté à travers sa filiale PROFAL MAGHREB et au vu de l'entrée pleine en exploitation à partir de 2027 de toutes les nouvelles entités situées dans la zone industrielle de Béja à savoir : TPR COLOR, TPR ANODAL, la ferme photovoltaïque et le nouveau site intégré. Ces investissements augmenteraient sensiblement la capacité de production du groupe et augureraient de nouvelles perspectives de croissance et de rentabilité pour TPR.

MONOPRIX : prévoit d'améliorer davantage sa rentabilité

MONOPRIX, acteur incontournable du secteur de la grande distribution en Tunisie, a connu un premier semestre 2025 fort concluant en bourse (un rallye de 55 %), effaçant ainsi sa contre-performance de l'année dernière. Le groupe, qui poursuit sa restructuration opérationnelle et son programme de transformation, a témoigné d'une activité d'exploitation dynamique et d'une rentabilité en nette amélioration depuis 2023, malgré le contexte opérationnel exigeant et de plus en plus concurrentiel. Pour l'exercice 2025, le management table sur un résultat net de la société mère de l'ordre de 8 MDt et un résultat net consolidé de l'ordre de 10 MDt.

SANIMED : le retour de manivelle boursier

Le producteur des articles sanitaires a effacé la performance de l'année précédente (une hausse de 16,7 %), par sa décrue boursière essuyée sur le S1 2025 (une contre-performance de - 46,3 %). Le flop boursier de la première moitié de 2025 n'a rien de surprenant. Il est le reflet naturel d'une activité en perte de vitesse et d'une dégradation sensible de sa rentabilité et de ses équilibres financiers, suscitant la défiance des investisseurs. Selon les indicateurs d'activité du T1 2025, une amélioration significative de l'activité est attendue à l'issue de la finalisation de l'opération d'augmentation de capital (2e trimestre 2025) en numéraire et par conversion des dettes en actions, réservée à la société AGRIMED (une levée de fonds, prime d'émission incluse de 16 MDt décidée par l'AGE du 18 décembre 2024), qui permettra de renforcer la production de SANIMED et de répondre au carnet de commandes à l'export, en forte croissance, selon le management.

SOTIPAPIER : n'est pas à ses meilleurs jours

La SOTIPAPIER, acteur clé de l'industrie papetière en Tunisie n'a pas fait bonne figure sur le marché en ce début d'année, essuyant une correction de -26,2 %. Malgré l'amélioration des indicateurs clés de rentabilité en 2024, la société n'a pas retrouvé ses performances passées. Et les pressions sur la trésorerie ont poussé la SOTIPAPIER à retenir la totalité de ses bénéfices en 2024, privant les actionnaires de dividendes cette année. Le management estime que la trésorerie disponible doit être mobilisée pour soutenir l'activité d'exploitation de la SOTIPAPIER. Dans un contexte international difficile, la priorité est donnée à la sécurisation de l'approvisionnement en matières premières et à la maîtrise de l'endettement. L'activité de la SOTIPAPIER est cyclique. Présentement, la société évolue dans un contexte imprévisible en raison du risque de quasi-disparition à terme du papier Kraft pour les sacs de ciment et de la concurrence exacerbée sur le papier pour Ondulé.

« Si le marché des actions tunisien a été globalement porteur sur les six premiers mois de 2025, plusieurs titres cotés ont, a contrario, grandement souffert, avec des baisses vertigineuses. »

SOTEMAIL : victime de la conjoncture... et de la guerre en Ukraine

Encore une société du secteur des matériaux de construction qui fait faux bond aux investisseurs. Évoluant à contre-courant de sa société mère, la SOMOCER avec un revers de -25,8 % qui efface tous les gains de l'année 2024, le spécialiste des carreaux en céramiques pointe à la troisième place des plus fortes chutes du S1 2025. L'atonie de l'activité de la filiale du groupe SOMOCER, le creusement de ses déficits et le fort appétit à l'endettement ont pesé sur le sentiment du marché envers le titre. SOTEMAIL enchaînera probablement en 2024 et en 2025 des exercices déficitaires. Selon le management, les contre-performances de la SOTEMAIL sur la période récente trouvent leur origine dans un environnement économique international complexe, marqué par un ralentissement prononcé en Europe, principal débouché pour les produits d'exportation, mais également par la conjoncture économique du marché tunisien. Le repli est remarquable sur le marché local, soulignant les difficultés structurelles du secteur immobilier. L'hôtellerie, autre secteur-clé, a quant à elle vu ses investissements différés, ce qui a freiné la demande en matériaux de revêtement. À cela s'ajoute la réforme du système de paiement par chèque qui a désorganisé temporairement le circuit de paiement des principaux clients de la SOTEMAIL.

Outre la corrélation de l'activité de la société avec le secteur du BTP, la SOTEMAIL a souffert des répercussions directes et indirectes de la guerre en Ukraine (amont de l'approvisionnement « bon marché » en poudre atomisée, matière première utilisée dans la production des carreaux en céramiques, crise de l'énergie et dégradation du pouvoir d'achat en Europe), de la crise sécuritaire en Libye (prolongement naturel du marché tunisien) et des méfaits du marché parallèle avec une part importante de produits de mauvaise qualité, en provenance d'Inde notamment, importés illégalement et offerts sur le marché à très bas prix.

ALKIMIA : n'est pas au bout de ses peines

L'hémorragie boursière se poursuit pour le titre ALKIMIA (un dérochage de -24,5 %) qui évolue toujours dans les profondeurs boursières. Le parcours boursier est le reflet de résultats en déclin. Depuis 2016, ALKIMIA continue de subir de plein fouet l'instabilité de l'approvisionnement et des prix de l'acide phosphorique qui lui ont causé la perte d'importants clients ayant choisi d'abandonner le STTP et de le remplacer par d'autres produits ayant des prix moins chers et plus stables. La mise en œuvre de la première étape du plan de restructuration de la société a été déclenchée au T2 2024 avec la réalisation de l'augmentation de capital de la société de 20 MDt. En effet, les dernières souscriptions à cette augmentation ont été clôturées au mois de juin 2024 et la libération des premiers versements a été effectuée. Rappelons que cette augmentation comporte une augmentation en numéraire de 12 MDt et une augmentation par conversion de créances du Groupe Chimique Tunisien à concurrence de 8 MDt. « Ceci étant, la situation instable qu'elle traverse rend très difficile l'opération de sauvetage d'ALKIMIA qui pourtant a le mérite de valoriser un produit national en produisant des produits finis destinés à l'export vers l'Europe, les États-Unis d'Amérique et la région MENA, sachant que le Plan de Sauvetage se base sur une garantie de disponibilité et de continuité de livraison par le Groupe Chimique Tunisien des matières premières nécessaires à des prix mieux étudiés pour assurer l'exploitation des usines de la société », dixit le management d'ALKIMIA.

BH BANK: une année 2024 au goût des provisions

La BH BANK a connu un parcours boursier difficile sur la première moitié de 2025 (une baisse de -22,8 %). La banque a enregistré en 2024 une croissance à deux chiffres de son PNB. Toutefois, la flambée du coût du risque qui s'est établi à un niveau historiquement élevé (de 349,6 MDt) a tiré vers le bas la rentabilité. La BH BANK a dégagé un résultat net en fort repli de -49,7 % à 70,4 MDt. En dépit de la baisse de la rentabilité, l'assise financière de la banque reste solide avec un ratio de solvabilité Tier 1 de 12,5 % et un ratio de solvabilité globale de 14,6 % à fin 2024. Les efforts de la banque courant l'année 2025 seront principalement axés sur le renforcement de l'efficacité du dispositif du recouvrement des créances douteuses.

7. 2025 : le vent continuera-t-il à souffler dans la bonne direction pour les banques ?

Les résultats de 2024 ont été globalement de bonne qualité pour le secteur bancaire coté, première force de notre bourse et son pacemaker, surtout du côté de la croissance bénéficiaire, de la solidité bilancielle et de la politique de dividende. Le bilan est toutefois, globalement, moins satisfaisant en ce qui concerne la qualité du portefeuille et la productivité.

Mais un voile d'incertitude entoure le millésime 2025 qui s'annonce, a priori, maussade pour les banques tunisiennes en raison des pressions conjoncturelles, de la baisse des taux qui devrait affecter la marge d'intérêt des banques, du tour de vis fiscal opéré par les autorités et de pratiques prudentielles de plus en plus exigeantes avec à leur tête la nouvelle loi n° 41-2024 relative aux chèques sans provision. Et les agences de notation internationales qui couvrent les banques tunisiennes anticipent déjà une contraction de la masse bénéficiaire de 2025 du secteur, malgré une revalorisation de leur profil de risque, corrélativement au récent rehaussement de la note souveraine de la Tunisie.

Donnant un avant-goût des résultats 2025, les indicateurs d'activité bancaires des prochains trimestres seront très suivis par les investisseurs. Ils refléteront la capacité des banques à naviguer à travers les transformations réglementaires en cours et à surmonter les pressions conjoncturelles et concurrentielles.

D'ailleurs, les chiffres du T1 2025 des banques cotées en disent long sur le ralentissement de la croissance du secteur bancaire :

- Une hausse du PNB agrégé du secteur bancaire coté limitée à 2,1 % en glissement annuel contre des charges opératoires qui se sont élargies de 6,6 %, ce qui implique une dégradation mécanique de la productivité du secteur ;
- Une activité de collecte qui préserve sa dynamique positive (+9,3 % en glissement annuel en ce qui concerne l'encours agrégé des dépôts du secteur bancaire coté), ce qui contraste avec la morosité de l'activité du crédit (progression timide de l'encours agrégé des crédits du secteur bancaire coté de +1,6 %, en glissement annuel).

Dans un environnement économique de plus en plus complexe, les banques devraient déployer une vigilance accrue face au risque de crédit et intensifier leurs efforts de recouvrement dans ses trois dimensions : recouvrement commercial, recouvrement dynamique et recouvrement contentieux. Ce n'est que grâce à une gestion proactive et prudente du portefeuille de crédits que les banques pourraient réduire leur coût net du risque et faire face à l'alourdissement de la pression fiscale.

Dans ce contexte, une nouvelle normalité s'impose au secteur bancaire tunisien, celle du ralentissement de la croissance. Dès lors, la sélection des valeurs bancaires les plus solides devient cruciale. Nous continuons à recommander la sous-pondération du secteur bancaire (voir la section V : Portefeuille type conventionnel de TUNISIE VALEURS). Les établissements, tels que la **BIAT**, **AMEN BANK** et **ATTIJARI BANK** apparaissent comme les mieux armés pour naviguer dans ce climat incertain, grâce à leur solidité financière, leur prudence stratégique et leur capacité d'adaptation.

8. Contre vents et marées, le secteur privé tunisien non financier se porte bien

Le secteur privé non financier coté avec ses deux branches : industrielle et de services continue à faire preuve de résilience, faisant progresser son activité et sa rentabilité. C'est ce qui ressort de l'analyse des comptes 2024 rendus publics à cette date.

Témoignant d'une bonne capacité à manœuvrer à travers les changements, à s'adapter et à anticiper les méandres de la conjoncture, les managements des entreprises privées cotées continuent d'investir dans la croissance, d'embaucher, d'innover et de moderniser leur appareil productif. Pierre angulaire de la croissance tunisienne, le secteur privé attend impatiemment une amélioration du climat des affaires pour passer à la vitesse supérieure.

Absorbant rapidement le durcissement de la fiscalité et profitant d'un contexte financier plus clément, les sociétés industrielles et de services de qualité sont bien parties pour terminer l'année boursière 2025 en beauté.

«Donnant un avant-goût des résultats 2025, les indicateurs d'activité bancaires des prochains trimestres seront très suivis par les investisseurs.

Ils refléteront la capacité des banques à naviguer à travers les transformations réglementaires en cours et à surmonter les pressions conjoncturelles et concurrentielles»

«Pierre angulaire de la croissance tunisienne, le secteur privé attend impatiemment une amélioration du climat des affaires pour passer à la vitesse supérieure»

«Dans un marché des actions comme le nôtre, dominé par les petits porteurs, les perspectives de rémunération de capital revêtent un intérêt majeur.

Réinvestis en partie sur la Bourse, les dividendes distribués [...] suscitent en fait, un effet d'entraînement sur l'ensemble du marché»

9. Les annonces de dividendes, les splits et les attributions gratuites continuent à dicter le tempo à la Bourse de Tunis

Aux côtés des résultats 2024, ce sont les annonces de dividendes et d’opérations d’augmentation de capital par incorporation des réserves qui ont contribué à galvaniser le marché.

En général, l’augmentation des dividendes et les attributions gratuites témoignent de la bonne santé financière de la société émettrice et de sa volonté de récompenser ses actionnaires en numéraire ou en nature.

Dans un marché des actions comme le nôtre, dominé par les petits porteurs, les perspectives de rémunération de capital revêtent un intérêt majeur. Réinvestis en partie sur la Bourse, les dividendes distribués – qui proviennent essentiellement du secteur financier – suscitent en fait, un effet d’entraînement sur l’ensemble du marché.

Malgré l’encadrement de la politique des dividendes des banques et des établissements financiers par la BCT (circulaire BCT n° 2025-02 du 29 janvier 2025) au titre de l’exercice 2024, la majeure partie de ces institutions ont révisé à la hausse leurs dividendes par action par rapport à 2023.

Pour leur part, loin d’être un simple jeu de reclassement comptable ou une illusion monétaire, les opérations d’attribution gratuite représentent un catalyseur indéniable pour notre marché. Et la raison à cela est double :

- L’augmentation de la liquidité des titres en question qui découlerait d’un nombre d’actions plus important à la suite des attributions gratuites rendrait lesdits titres financièrement plus accessibles d’un point de vue psychologique ;
- L’augmentation du nombre d’actions en circulation pour une société qui opère une attribution gratuite s’accompagne généralement d’une meilleure rémunération future du capital sous l’hypothèse que la société concernée ne diminue pas en conséquence le montant du dividende par action futur. Ce qui est souvent le cas pour les sociétés cotées tunisiennes.

À noter que, jusqu’à présent, deux attributions gratuites et trois splits sont annoncés par des sociétés cotées. Elles se rapportent à **ATTIJARI BANK** (attribution d’actions gratuites à raison de 4 actions nouvelles pour 21 anciennes avec une jouissance en dividendes à partir du 1^{er} janvier 2025), à la **STAR** (split de la valeur nominale de l’action 10 Dt à 5 Dt et attribution d’actions gratuites à raison de 7 actions nouvelles pour 6 anciennes avec une jouissance en dividendes à partir du 1^{er} janvier 2025), à **MPBS** (split de la valeur nominale de l’action de 2 Dt à 1 Dt avec pour date d’effet le 15 juillet 2025) et à **DÉLICE HOLDING** (split de la valeur nominale de l’action de 10 Dt à 5 Dt avec pour date d’effet le 1^{er} août 2025).

« Pour leur part, loin d’être un simple jeu de reclassement comptable ou une illusion monétaire, les opérations d’attribution gratuite représentent un catalyseur indéniable pour notre marché »

Les opérations de splits annoncés jusqu’au 30 juin 2025 pour les sociétés cotées

Émetteur	Division de la valeur nominale	Date d’effet
DÉLICE HOLDING	De 10 Dt à 5 Dt	01/08/2025
STAR	De 10 Dt à 5 Dt	NC
MPBS	De 2 Dt à 1 Dt	15/07/2025

Source : BVMT.

Les opérations d’augmentation de capital par incorporation de réserves annoncés jusqu’au 30.06.2025 pour les sociétés cotées

Émetteur	Parité de l’augmentation de capital par incorporation de réserves	Date d’effet	Jouissance en dividendes
ATTIJARI BANK	4 actions nouvelles pour 21 actions anciennes	03/04/2025	01/01/2025
STAR	7 actions nouvelles pour 6 actions anciennes	NC	01/01/2025

Source : BVMT.

Même s’ils n’affectent pas directement la valeur intrinsèque des entreprises concernées ni le montant global des investissements détenus par les actionnaires, les splits pourraient améliorer l’image perçue par le marché et favoriser, à terme, une valorisation plus élevée desdites sociétés.

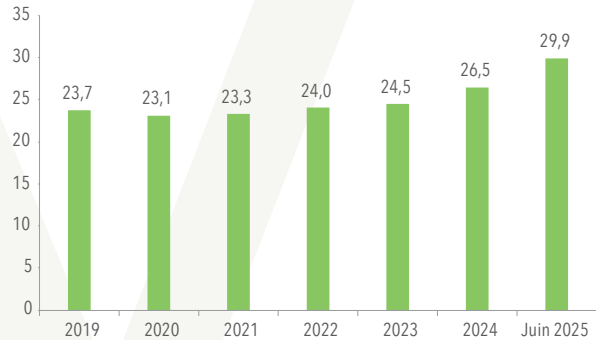
10. Une capitalisation boursière qui reprend nettement du poil de la bête et quatre mouvements capitalistiques

Depuis le début de l’année en cours, la capitalisation boursière de la place de Tunis a vigoureusement progressé de 12,8 %, flirtant avec les 30 milliards de dinars, soit 18,1 % du PIB. Le parcours fructueux des grosses capitalisations de la Cote a compensé l’absence de nouvelles mises et d’augmentations de capital en numéraire sur le marché. Parallèlement, le premier semestre de 2025 a connu un répit sur le plan des sorties de la Bourse après deux années marquées par une vague d’OPR. Ce faisant, le nombre de sociétés cotées a été maintenu stable à 74 sociétés depuis le début de l’année en cours.

Dans le même registre, les mouvements capitalistiques comme l’acquisition de **STA** par le groupe KILANI (acquisition de 51,2 % du capital, dans une transaction boursière exécutée le 24 avril 2025, valorisant le concessionnaire officiel de la marque chinoise Chery à 48,8 MDt, qui a été suivie d’une OPA Obligatoire (ouverte le 22 mai et clôturée le 20 juin 2025, permettant à son initiateur, le groupe KILANI, de monter à 68,5 % dans le capital) et les négociations, entourant la **SOTUVER** (à la suite de l’acceptation à la mi-mars 2025 d’une offre non engageante de la part d’un important producteur international d’emballage en verre pour l’acquisition d’un bloc d’actions représentant 41 % du capital de la société) et **SAH LILAS** (acquisition de POULINA GROUP HOLDING du bloc d’actions détenu par OLEA HOLDING finalisée le 7 juillet 2025, représentant 45,5 % du capital de JM HOLDING, principal actionnaire de la SAH) ou encore l’OPA simplifiée que compte lancer PGH sur la **SITS** (visant 12,3 % du capital du promoteur immobilier) témoignent d’un marché des actions en pleine effervescence. Ils illustrent aussi le rôle clé de la Bourse comme un tremplin pour les opérations de fusions-acquisitions. Un accélérateur de création de valeur pour l’économie nationale qui permet aux entreprises cotées d’améliorer leur visibilité, de renforcer leurs fonds propres en favorisant l’innovation et la croissance, de rassurer leurs clients et d’attirer des nouveaux investisseurs et partenaires stratégiques.

« Même s’ils n’affectent pas directement la valeur intrinsèque des entreprises concernées, ni le montant global des investissements détenus par les actionnaires, les splits pourraient améliorer l’image perçue par le marché et favoriser, à terme, une valorisation plus élevée desdites sociétés »

Évolution de la capitalisation boursière de la place de Tunis (en milliards de dinars)



Source : BVMT.

« Les mouvements capitalistiques annoncés depuis le début de l’année en cours illustrent aussi le rôle clé de la Bourse comme un tremplin pour les opérations de fusions-acquisitions. Un accélérateur de création de valeur pour l’économie nationale qui permet aux entreprises cotées d’améliorer leur visibilité, de renforcer leurs fonds propres en favorisant l’innovation et la croissance, de rassurer leurs clients et d’attirer des nouveaux investisseurs et partenaires stratégiques »

Les mouvements capitalistiques annoncés sur le S1 2025 pour les sociétés cotées

Société	Nature du mouvement capitalistique	Date dénouement opération	Initiateur opération	Cédant	Prix unitaire transaction	Valo. retenue transaction	OPA
STA	Acquisition de 51,2 % du capital	24 avril 2025	Groupe KILANI	Groupe CHAABANE (pour le bloc de contrôle)	24,400 Dt	48,8 MDt	OPA Obligatoire à un prix de 24,400 Dt l'action (du 22.05 au 20.06.2025)
SOTUVER	Acquisition de 41 % du capital	Fin septembre 2025	Producteur international d'emballage en verre	Groupe BAYAH	13,480 Dt	529,2 MDt	OPA Obligatoire (les conditions seront fixées ultérieurement) après l'opération de changement de contrôle de la société
SAH LILAS	Acquisition de 45,5 % du capital de JM HOLDING, actionnaire principal de SAH LILAS conférant à l'acquéreur une participation indirecte de 29,9 % dans le capital de SAH LILAS	7 juillet 2025	POULINA GROUP HOLDING	OLEA HOLDING	Sur la base d'un prix de 12,000 Dt du titre SAH LILAS	Sur la base d'une valo. de SAH LILAS de 1 008,2 MDt	Pas d'OPA
SITS	Acquisition de 12,3 % du capital	NC	POULINA GROUP HOLDING	Public	NC	NC	OPA Simplifiée dont les conditions seront fixées très prochainement

Sources : CMF et BVMT

La capitalisation boursière de la place de Tunis n’a, ainsi, progressé que de 5,5 milliards de dinars entre 2018 et le S1 2025 soit +22,3 %, tandis que l’inflation sur cette période a dépassé en cumul les 50 %.

11. Le statu quo règne sur l’investissement étranger

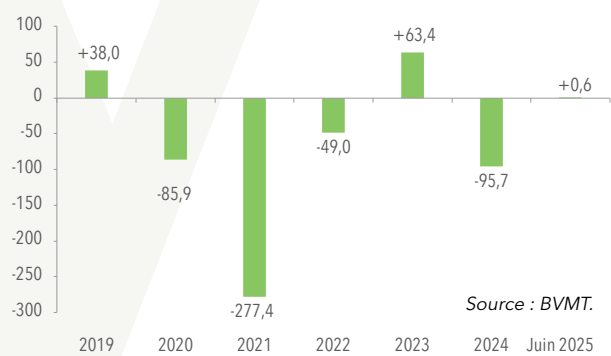
Depuis l’année 2024, les achats des étrangers se sont faits rares sur la Bourse de Tunis, avec des investisseurs étrangers devenus globalement vendeurs nets, sauf pour ceux ayant des positions stratégiques dans certaines entreprises cotées. Cette tendance semble légèrement changer en ce début d’année. Jusqu’à fin juin 2025, les transactions boursières cumulées des étrangers ont dégagé un solde net légèrement positif de +0,6 MDt avec 14,2 MDt pour les achats et 13,6 MDt pour les ventes.

En fait, grâce à quelques transactions d’achat, ciblant essentiellement des « Big Caps » comme la **SFBT**, le taux moyen pondéré de la participation étrangère dans la capitalisation boursière de la place de Tunis s’est maintenu aux alentours de 19,5 %.

12. Le Flight-to-Safety prévaut

Au milieu de ces incertitudes, les investisseurs – boursicoteurs ou non – cherchent à être rassurés en plaçant leur épargne dans des valeurs « à faible profil de risque » suffisamment liquides pour minimiser les risques. Et les fleurons financiers et industriels cotés leur offrent un minimum de transparence, la diversification de l’épargne, la souplesse de l’investissement (pas de contrainte de ticket d’investissement minimum, liquidité presque immédiate, de faibles coûts de transactions et une fiscalité favorable) avec en prime une couverture contre le risque d’érosion du pouvoir d’achat, étant donné l’hypothèse de résistance des marges des entreprises sélectionnées à la hausse des prix.

Évolution du flux net des investissements des étrangers (en MDt)



Source : BVMT.

Le phénomène de «Flight-to-Quality», peut être synonyme d'optimisme pour les uns et de crainte pour les autres. Ce report vers des investissements moins risqués, a priori logique si on se met à la place des investisseurs, permet de renforcer l'attractivité des valeurs fondamentalement solides, le plus souvent des grandes capitalisations au détriment des PME fréquemment endettées et dont le positionnement concurrentiel n'est pas assez robuste pour résister aux pressions conjoncturelles et concurrentielles.

13. Malgré les aléas de la conjoncture, la liquidité existe à la Bourse de Tunis

Le parcours favorable du TUNINDEX s'est accompagné d'une amélioration globale du rythme des échanges sur notre marché des actions (un volume quotidien moyen échangé de 8,7 MDt sur les six premiers mois de 2025 contre un flux moyen de 5,7 MDt par séance une année plus tôt). Et le marché des blocs a bien joué son rôle de tremplin pour les échanges du marché. 48 transactions de bloc, ont eu lieu sur le S1 2025, cumulant 194 MDt, contre 37 transactions de bloc, cumulant 105,6 MDt une année auparavant.

Le retour de la liquidité au marché des actions trouve, à notre sens, son origine dans :

- La résilience des grands comptes (les *Family Offices*) qui ont pu « reprendre le flambeau » des investissements de portefeuille des étrangers, ayant manqué à l'appel sur les dernières années ;
- La bonne collecte des OPCVM mixtes et des FCP Actions et CEA qui génèrent une bonne partie des volumes en bourse ;
- La bonne collecte bancaire, qui semble-t-il, a été réallouée en partie vers la Bourse au vu de la faiblesse de la demande des crédits et de l'intérêt croissant de la clientèle bancaire pour le compte CEA. Ce produit d'épargne défiscalisé et rentable assure chaque année une rentrée d'argent frais et stable à la Bourse – ô combien nécessaire dans cette conjoncture hésitante.

Sans grande surprise, ce sont les «Big Caps» qui ont dominé le palmarès des échanges sur les six premiers mois de 2025.

POULINA GROUP HOLDING : retrouve ses lettres de noblesse sur le front des volumes

Avec des capitaux transigés de 115,8 MDt, POULINA GROUP HOLDING retrouve sa place de leader incontesté en 2025 en matière de volumes. La volumétrie relativement élevée du titre a profité de la réalisation de 17 transactions de bloc depuis le début de l'année, cumulant une enveloppe globale de près de 31 MDt. La dynamique remarquable du titre sur le marché des blocs s'est accélérée après l'annonce faite par PGH, début mai 2025, de son intention d'acquérir une participation dans JM HOLDING, actionnaire de référence dans SAH LILAS.

TPR : une liquidité nettement améliorée grâce notamment à une transaction de bloc réalisée le 30 juin 2025

Le titre TPR caracole à la deuxième position dans le palmarès des titres les plus actifs du S1 2025. En mobilisant des échanges de 100 MDt, l'action de l'extrudeur d'aluminium a atteint un nouveau palier de liquidité en 2025. Cette prestation est notamment redevable à la réalisation d'une transaction de bloc portant sur une enveloppe de 58 MDt (soit 11,6 % du capital) le 30 juin 2025 (une opération de réorganisation des participations du groupe BAYAH). Depuis le début de l'année en cours, 10,7 millions de titres TPR ont changé de main, ce qui représente 21,4 % du capital de la société.

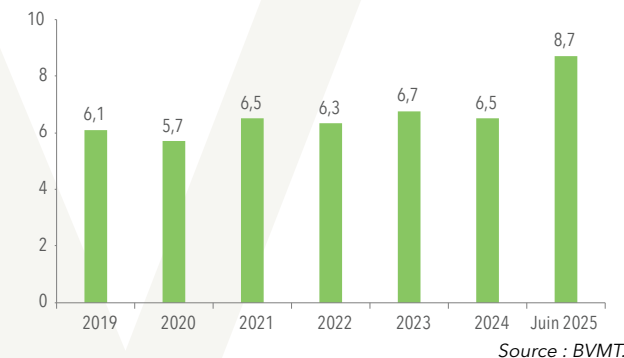
AMEN BANK : récolter les fruits du programme d'attribution gratuite passé

Avec un flux transactionnel de 73,6 MDt, AMEN BANK échoue à la troisième place du podium des titres les plus dynamiques de la cote. Depuis la mise en place d'un programme d'augmentation de capital par incorporation des réserves étalé sur la période 2023 (selon une parité d'attribution d'une action nouvelle gratuite pour sept anciennes avec une jouissance en dividendes à partir du 1^{er} janvier 2023) – 2024 (selon une parité d'attribution de deux actions nouvelles gratuites pour treize anciennes avec une jouissance en dividendes à partir du 1^{er} janvier 2024), la liquidité du titre AMEN BANK s'est nettement améliorée.

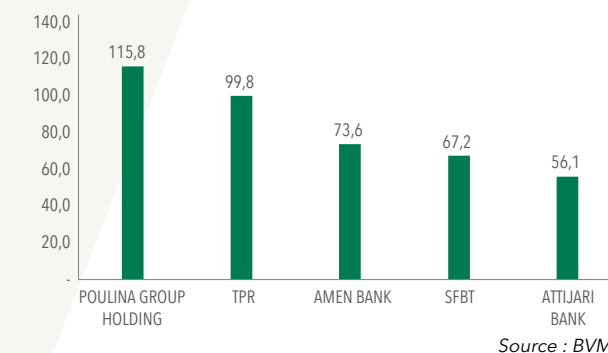
« Les fleurons financiers et industriels cotés offrent aux investisseurs un minimum de transparence, la diversification de l'épargne, la souplesse de l'investissement [...] avec en prime une couverture contre le risque d'érosion du pouvoir d'achat, étant donné l'hypothèse de résistance des marges des entreprises sélectionnées à la hausse des prix »

« Les Family Offices ont pu "reprendre le flambeau" des investissements de portefeuille des étrangers, ayant manqué à l'appel sur les dernières années »

Évolution des volumes moyens du marché des actions
(en MDt)



Les 5 valeurs les plus actives de la cote sur le S1 2025
(en MDt)



SFBT : «LA» valeur liquide par excellence

Le géant industriel des boissons SFBT qui a longtemps «trôné» sur le classement des titres les plus convoités de la cote, s'est placé au 4^e rang, en animant le marché avec des capitaux de 67,2 MDt. Le premier semestre a été marqué par la rotation de 5,5 millions de titres SFBT soit 2 % du capital de la société. Selon le management de la SFBT, le courant vendeur observé sur le titre sur la période récente s'explique par la sortie d'une génération d'héritiers dont les ascendants étaient des actionnaires de la SFBT pendant des décennies. Et d'ajouter que l'appétit manifesté par les fonds d'investissement étrangers pour le titre a permis d'absorber une partie de ces pressions vendeuses.

ATTIJARI BANK : une banque dynamique tant en matière de dépôts que sur le marché boursier

Une deuxième banque a réussi à se distinguer sur le front des échanges sur le S1 2025. Il s'agit d'ATTIJARI BANK. La filiale tunisienne du groupe ATTIJARIWABA BANK a alimenté le marché avec un flux de 56,1 MDt, complétant ainsi le top 5 des valeurs les plus dynamiques du S1 2025. Outre le bon millésime de 2024 et l'effet d'annonce du rehaussement des dividendes, l'attrait du titre a été renforcé par la réalisation d'une opération d'augmentation de capital par incorporation de réserves (à raison de 4 actions nouvelles gratuites pour 21 actions anciennes avec une jouissance en dividendes à partir du 1^{er} janvier 2025); des opérations très appréciées par les petits porteurs.

14. Une industrie de gestion d'actifs qui se porte à merveille

Malgré la conjoncture économique difficile, l'industrie de la gestion d'actifs confirme sa pleine forme. Malgré la quasi-stabilité du nombre d'OPCVM par rapport à fin 2024 (à 128 véhicules), les actifs gérés ont nettement repris du poil de la bête (+22,8 %), atteignant un niveau record de 8,6 milliards de dinars avec une collecte additionnelle nette de 1,6 milliard de dinars.

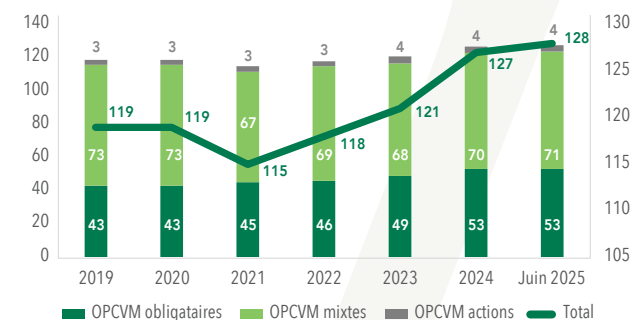
La bonne santé de la collecte des OPCVM est d'autant plus louable qu'elle revêt un caractère généralisé, touchant aussi bien les OPCVM obligataires (+24,7 % à 7,5 milliards de dinars avec une collecte nette de 1,5 milliard de dinars), qui confirment leur place de valeur refuge alors que le papier de l'État bien rémunéré est largement disponible, que les OPCVM Mixtes et Actions (+11,3 % à 1,1 milliard de dinars avec une collecte nette de 111 MDt).

15. Une revitalisation des émissions obligataires privées

Sur le marché obligataire privé, les sociétés financières continuent à manifester un appétit pour les émissions obligataires. 10 émissions obligataires, dont 3 avec appel public à l'épargne (APE), ont pu être clôturées depuis le début de l'année (du 1^{er} janvier au 30 juin 2025) pour une enveloppe globale de 560 MDt. Une performance qui est déjà supérieure à celle de l'ensemble de l'année 2024.

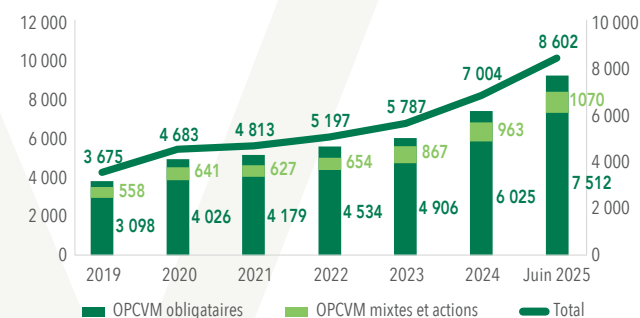
Ainsi, le premier semestre 2025 a été marqué par le retour en force des emprunts obligataires sans APE qui ont totalisé une enveloppe de 400 MDt, soutenue par les émissions des banques (5 émissions portant sur un montant global 350 MDt) dont une émission conforme aux principes de la finance islamique opérée par **WIFAK BANK** pour 30 MDt.

Évolution du nombre d'OPCVM en Tunisie



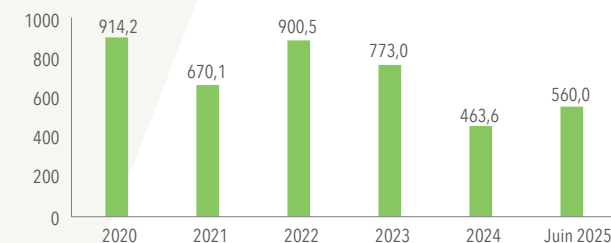
Source : CMF.

Évolution de l'actif net de la gestion collective en Tunisie (en MDt)



Source : CMF.

Évolution des émissions d'obligations privées effectivement souscrites (en MDt)



Source : CMF.

16. Une baisse générale des levées du Trésor Public

Depuis le début de l'année en cours, le Trésor a effectué 10 adjudications de BTA (dont une adjudication d'échange), qui ont toutes été fructueuses, ce qui lui a permis de lever 5 620,9 MDt contre un besoin annuel prévu de 8 162 MDt (selon la loi de finances 2025). Rappelons que le ministère des Finances a annoncé, en septembre 2024, que les adjudications BTA seront, désormais, récurrentes et réservées aux 10 plus grandes banques de la place pour une enveloppe globale de près de 9 milliards de dinars, étalée sur la période octobre 2024/août 2025.

Dans le prolongement des dernières années, les adjudications de BTC se sont multipliées en 2025. Au total, 26 adjudications de BTC ont eu lieu, jusqu'au 30 juin 2025, permettant au Trésor de mobiliser 2 861,2 MDt. Ce montant tient compte d'une émission exceptionnelle, portant sur 1 200 MDt, réalisée selon la technique de l'open market.

Alors qu'il a programmé l'émission d'un Emprunt obligataire national pour un montant de 4 800 MDt dans le cadre de la loi de finances de 2025, le Trésor n'en a émis aucune tranche sur le premier semestre 2025. Par ailleurs, aucune émission d'emprunts syndiqués en devises n'a été réalisée par l'État depuis le début de l'année.

L'ARP a adopté, fin 2024, dans le cadre de la loi de finances 2025, un article permettant à la BCT d'accorder, en 2025, des facilités à l'État d'une valeur de 7 milliards de dinars pour financer le budget de l'État au titre de l'année 2025. Ces facilités seront remboursées sur une durée de 15 ans, dont trois années de grâce.

Les émissions du Trésor sur le marché intérieur de la dette

Chiffres en MDt	2020	2021	2022	2023	2024	Juin 2025	LF 2025
BTA	3 258	3 498	2 442	2 093	5 049	5 621	8 162
BTC	5 851	6 014	14 010	16 077	9 746	2 861	1 067*
Emprunt obligataire national	-	1 806	2 975	3 798	5 095	-	4 800
Prêt syndiqué en devises	1 180	1 260	342	1 150	570	-	7 843**
Total	10 289	12 578	19 769	23 118	20 459	8 482	21 872

* Pour les BTC, il s'agit d'un montant visé pour les BTC 52 s.

** Il s'agit d'autres emprunts intérieurs, y compris les emprunts syndiqués en devises.

Sources : ministère des Finances et TUNISIE CLEARING.

Au total, le Trésor a levé un montant de 8,5 milliards de dinars (entre BTA et BTC), jusqu'à fin juin 2025, contre un montant annoncé de 21,9 milliards de dinars sur le marché intérieur de la dette (selon la loi de finances 2025), ce qui représente un taux de réalisation du budget de 38,8 %.

STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT POUR LE SECOND SEMESTRE

III. À quoi s'attendre d'ici la fin de l'année ?

Profitant de vents favorables tant micro que macroéconomiques, la dynamique boursière de ce début d'année fait presque oublier les tensions géopolitiques et géoéconomiques mondiales et traduit une confiance renouvelée dans la Bourse.

Cependant, cette effervescence boursière ne place pas-t-elle la barre trop haut pour un début d'année ? Les facteurs susmentionnés à l'origine de ce coup d'accélérateur de notre marché des actions ne se sont pas-t-ils aujourd'hui totalement intégrés dans les cours ?

Le maintien d'une tendance haussière sur toute l'année n'est pas certain, mais nous estimons que le premier semestre constitue la période de l'année la plus déterminante, car elle est la plus riche en informations financières (saison des annonces de résultats, des AGO et des dividendes) et durant laquelle il a fallu acheter au son du canon.

Sur la seconde moitié de l'année, le comportement du TUNINDEX pourrait être « tiraillé » entre l'attractivité des valorisations et le manque de visibilité entachant la conjoncture économique tant internationale que nationale.

Malgré le fragile cessez-le-feu entre l'Iran et Israël annoncé récemment, la situation au Moyen-Orient demeure sur une corde raide. Toute reprise des hostilités dans cette région est susceptible d'ajouter de nouveaux défis à une conjoncture économique mondiale déjà durement affectée par les guerres commerciales. En perturbant les chaînes d'approvisionnement régionales et en faisant grimper les prix de l'énergie, l'éventuelle résurgence du conflit est susceptible d'intensifier les pressions inflationnistes dans de nombreux pays. De plus, l'incertitude géopolitique accrue freine les investissements et renforce l'instabilité des marchés financiers, compliquant davantage les efforts de redressement économique entrepris dans les pays éprouvés par la pandémie de la COVID-19.

Sur le plan national, durant le second semestre 2025, avec la publication des indicateurs d'activité et des comptes au 30.06.2025, les investisseurs sont appelés à « peser » l'impact de la nouvelle loi sur les chèques sans provision tous secteurs cotés confondus. Les répercussions de cette loi représentent à notre avis une source d'incertitudes qu'il ne faut pas sous-estimer. Ce « brouillage fondamental » pourrait susciter des mouvements erratiques des cours sur le court terme avant de s'estomper, le temps qu'il soit « digéré » par le marché.

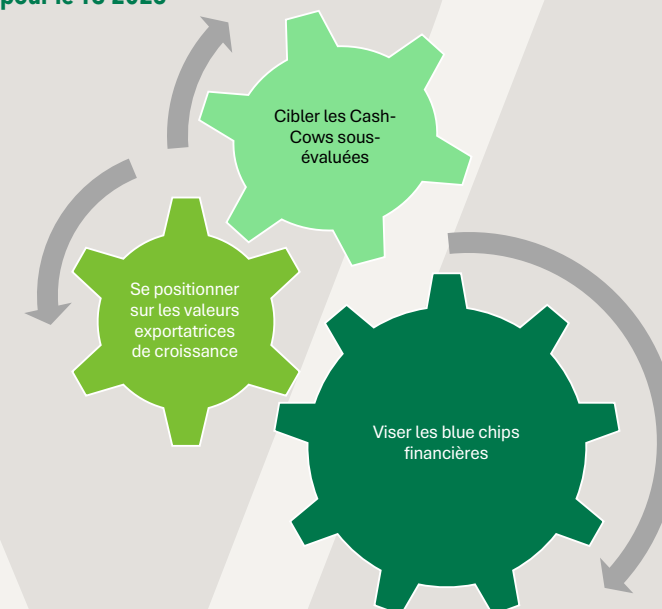
C'est ici que le fameux adage « Time in the market beats timing the market » trouve tout son sens. Les investisseurs de long terme avec une approche équilibrée et disciplinée peuvent non seulement effacer leurs pertes éventuelles des cycles baissiers momentanés, mais aussi profiter de l'accélération éventuelle du marché. Garder la tête froide même dans une conjoncture économique difficile est la meilleure attitude à adopter sur le long terme pour un investisseur.

Partant de ce constat, l'horizon de placement est un facteur primordial dans notre stratégie d'investissement. Pour surmonter la volatilité « injustifiée » sur certaines valeurs et profiter d'un bon retour sur investissement, nous recommandons un horizon de placement relativement long, d'au moins 18 mois.

Fin juin 2025, le marché des actions continue d'afficher des niveaux de valorisation attrayants, de l'ordre de 9,9 x les bénéfices attendus en 2025 et un P/B de 1,4 x pour 2024. D'un point de vue purement fondamental, ces ratios nous amènent à conclure qu'une poursuite du redressement au niveau des cours est très probable sur le long terme. Le rendement en dividende moyen du marché des actions pour 2024 reste aussi intéressant (6,7 %).

Ainsi, le marché tunisien reste selon nous à des niveaux acheteurs, surtout si l'on s'intéresse à des titres de qualité. Des valeurs traitant à des niveaux de valorisation, déconnectés de la qualité de leurs fondamentaux et de leurs potentiels de rebond à moyen et à long terme.

Stratégie d'investissement de TUNISIE VALEURS pour le T3 2025



« Sur le plan national, durant le second semestre 2025, avec la publication des indicateurs d'activité et des comptes au 30-06-2025, les investisseurs sont appelés à "peser" l'impact de la nouvelle loi sur les chèques sans provision tous secteurs cotés confondus »

IV. Vers un retour des introductions en bourse sur le S2 2025 ?

Les entrées en bourse devraient reprendre en 2025, après une période 2023-2024 de vaches maigres en termes de nouvelles cotations d'entreprises et une vague de sorties de la Bourse. Rappelons que sur les deux dernières années, huit entreprises se sont retirées de la cote (ADWYA, CÉRÉALIS, AMS, SOPAT, SERVICOM, ELECTROSTAR, MIP et GIF FILTER). Et les raisons à cela étaient soit des OPAs « amicales » (ADWYA et CÉRÉALIS), le faible flottant (SOPAT) ou les difficultés financières (AMS, SERVICOM, ELECTROSTAR, MIP et GIF FILTER).

Deux IPO ont été officialisées à ce jour par la Bourse de Tunis, dans l'attente du feu vert du CMF. Elles se rapportent à la **BNA ASSURANCES** (ex-AMI ASSURANCES), dont les actions sont présentement négociées sur le marché hors cote, et à **TARAJI HOLDING**.

BNA ASSURANCES, le bras assurantiel du groupe BNA et ancienne mutuelle a déposé un dossier d'admission. Le rapport d'évaluation établi par le cabinet AMC Ernst & Young en date du 30 septembre 2024 fait ressortir une valorisation de 1,790 Dt par action (ce qui correspond à une capitalisation boursière de 156,4 MDt). Même si la nature de l'opération n'est pas connue à ce jour (augmentation de capital ou cession de titres), elle permettra surtout d'élargir l'offre de papier assurantiel pour les OPCVM et les boursicoteurs détenant des comptes gérés (comptes CGP et CEA gérés). BNA ASSURANCES constitue incontestablement un « cas d'école » en matière de démutualisation qui illustre une fois de plus le rôle crucial joué par le marché boursier en matière de restructuration financière. Le pas envisagé vers la Cote de la Bourse marquera sans doute une nouvelle page dans l'histoire de cette compagnie d'assurance. Il lui permettra d'accéder à un canal permanent de ressources stables et de cibler une nouvelle catégorie d'investisseurs. En cas de réussite, l'IPO de BNA ASSURANCES ne tardera pas à faire des émules, inspirant d'autres assureurs à suivre le même chemin.

L'Espérance Sportive de Tunis (EST) envisage de faire un pas historique dans le monde du sport tunisien en annonçant son introduction en bourse à travers la société Holding, TARAJI HOLDING ; un dossier en attente depuis 2022. Cette initiative s'inscrit dans la stratégie adoptée par la direction du club Sang & Or de la capitale qui cherche à diversifier et à pérenniser ses sources de financement pour les années à venir. Peu de détails ont été divulgués sur cette opération, mais le holding qui ouvrira son capital au public (TARAJI HOLDING) regroupera, a priori, les principales activités économiques du club, notamment ses services de téléphonie « Taraji Mobile » et ses boutiques « Taraji Stores ». L'histoire retiendra que l'EST était le premier club tunisien et arabe à frapper à la porte de la Bourse. Espérons que cette opération rencontrera du succès, car elle contribuera à démocratiser la culture boursière en Tunisie, à apporter de « l'argent frais » à la Bourse – ô combien nécessaire dans cette conjoncture – et de générer un « effet boule de neige » positif sur l'ensemble du marché financier.

Ces IPO, une fois approuvées par le régulateur du marché, devraient contribuer à relancer la dynamique du marché boursier tunisien sur le S2 2025. Il est également vraisemblable que le parcours boursier du titre TARAJI HOLDING devrait être soutenu par l'affection indéfectible de la large base supporters du prestigieux club de la capitale. Néanmoins, l'appétit des investisseurs pour ces nouvelles mises sur le marché dépendrait, également, de la viabilité des Business Models présentés dans cette conjoncture et des niveaux de valorisation proposés qui ont tout d'intérêt à être attractifs pour se démarquer de l'offre de papier existante.

« BNA ASSURANCES constitue incontestablement un "cas d'école" en matière de démutualisation qui illustre une fois de plus le rôle crucial joué par le marché boursier en matière de restructuration financière. Le pas envisagé vers la cote de la Bourse marquera sans doute une nouvelle page dans l'histoire de cette compagnie d'assurance. Il lui permettra d'accéder à un canal permanent de ressources stables et de cibler une nouvelle catégorie d'investisseurs. En cas de réussite, l'IPO de BNA ASSURANCES ne tardera pas à faire des émules, inspirant d'autres assureurs à suivre le même chemin »

« Ces IPO [...] devraient contribuer à relancer la dynamique du marché boursier tunisien sur le S2 2025. Il est vraisemblable que le parcours boursier du titre TARAJI HOLDING devrait être soutenu par l'affection indéfectible de la large base supporters du prestigieux club de la capitale. Néanmoins, l'appétit des investisseurs pour ces nouvelles mises sur le marché dépendrait, également, de la viabilité des Business Models présentés dans cette conjoncture difficile et des niveaux de valorisation proposés qui ont tout d'intérêt à être attractifs pour se démarquer de l'offre de papier existantes »

IV. Quelle stratégie d'investissement adopter sur le T3 2025 ? L'heure est plus que jamais à la qualité

Le Stock Picking demeure le mot d'ordre. La qualité du management, la résilience de la rentabilité et la solidité des fondamentaux restent notre mantra face aux vicissitudes de l'environnement. Nous recommandons, ainsi, une stratégie de Stock Picking axée sur les thématiques suivantes :

i) **Les «Cash cows» sous-évaluées** qui continuent d'investir dans la croissance malgré le contexte économique ardu du fait de leur force de frappe financière, sont les plus à même de résister aux cycles économiques baissiers et offrent une relative protection contre la volatilité du marché (**SFBT** et **DÉLICE HOLDING**) en raison de leur décorrélation relative avec les fluctuations du marché et de leur rémunération attractive en dividende. Par ailleurs, les turbulences géopolitiques actuelles (poursuite de la guerre en Ukraine et risques d'enlisement du conflit armé au Proche-Orient) devraient créer un climat général d'incertitude en Tunisie qui favorisera les secteurs défensifs, comme les boissons et l'industrie laitière ; secteurs où la SFBT et DÉLICE HOLDING jouissent respectivement d'une position dominante ;

ii) **Les valeurs exportatrices de croissance** disposant de leviers de croissance au-delà des frontières sont en bonne posture pour se prémunir contre le risque de baisse du taux de change du dinar et contrer l'exiguïté du marché local. Les Equity Stories de fleurons nationaux comme **SAH LILAS** (entrée de POULINA GROUP HOLDING dans le tour de table, montée en puissance du projet Cosmétiques, maîtrise du BFR, désendettement progressif du bilan, allègement de la «facture» des charges financières et expansion à l'international), **SOTUVER** (atteinte de la filiale SGI totalement exportatrice de son rythme de croisière, reconstruction du four n° 1 permettant au verrier de développer de nouveaux produits et de cibler de nouvelles niches, processus très avancé dans l'ouverture du capital à un partenaire stratégique qui devrait se boucler fin septembre 2025 et qui déboucherait sur une OPA) et **TPR** (des perspectives prometteuses de PROFAL MAGHREB sur le marché algérien et entrée en exploitation à partir de 2027 des nouvelles entités TPR COLOR et TPR ANODAL, de la ferme photovoltaïque et du nouveau site intégré à Béja) sont de nature à stimuler l'appétit des investisseurs aussi bien locaux qu'étrangers. Ces compagnies ont déjà commencé à se doter d'outils d'évaluation de leur empreinte carbone et à engager des investissements de productivité et de décarbonation pour se préparer à l'entrée en vigueur définitive en 2026/2027 de la taxe carbone aux frontières de l'Union européenne (MACF) ;

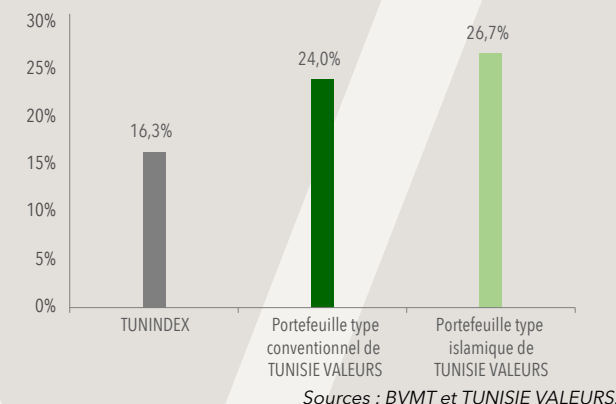
iii) **Les «Blue Chips» financières** – poids lourds du marché des actions – sont aussi à recommander ne serait-ce que dans une optique de réplication de l'indice. Cependant, le rallye boursier des dernières années, une conjoncture économique difficile, une fiscalité plus pesante, la baisse des taux et une réglementation prudentielle plus assertive (convergence vers Bâle III, migration aux normes IFRS et nouvelle loi sur les chèques sans provision) appellent à plus de sélectivité. C'est en ce sens que nous limitons notre choix à la **BIAT**, **AMEN BANK**, **ATTIJARI BANK**, **TUNISIE LEASING & FACTORING** et la **STAR**. La solidité financière de ces institutions, leur discipline prudentielle et leur préparation opérationnelle à l'adoption des normes IFRS nous confortent dans l'idée que ces titres figurent aujourd'hui parmi les valeurs financières incontournables de la Bourse de Tunis à l'aune du «Flight-To-Quality».

Il est important de noter que les groupes DÉLICE HOLDING, SAH LILAS et SOTUVER seront relativement épargnés du relèvement du taux d'impôt sur les sociétés opéré par les autorités à partir de l'exercice 2024 du fait de la présence de la majorité de leurs opérations dans des zones de développement régional (imposition au taux d'IS de 10 % au lieu de 20 %). Un élément non sans importance qui favorisera davantage l'arbitrage boursier en faveur de ces valeurs dans un environnement caractérisé par la montée de la pression fiscale.

La présence d'une stratégie ESG est aussi un critère déterminant dans notre stratégie d'investissement. Les «Blue Chips» sélectionnées veillent toujours à mettre la responsabilité sociétale et environnementale au cœur de leurs priorités.

Les comptes de 2024 publiés jusqu'à présent nous confortent dans notre stratégie sélective et rigoureuse et dans notre orientation vers la sous-pondération du secteur bancaire dans le portefeuille type. Toutes les sociétés sélectionnées ont bien performé en bourse, permettant à notre portefeuille type conventionnel d'afficher une hausse cumulée de +24 % et à notre portefeuille type islamique de réaliser une performance de +26,7 % à fin juin 2025. À noter que depuis le début de l'année en cours, notre portefeuille type a été actualisé à deux reprises.

Performances des portefeuilles types de TUNISIE VALEURS vs. TUNINDEX (jusqu'au 30 juin 2025)



«Toutes les sociétés sélectionnées ont bien performé en bourse, permettant à notre portefeuille type conventionnel d'afficher une hausse cumulée de +24 % et à notre portefeuille type islamique de réaliser une performance de +26,7 % à fin juin 2025.

Les éventuelles prochaines introductions en bourse seront pour nous une autre occasion pour «tester» l'appétit des investisseurs pour le papier frais, après plusieurs années de vaches maigres en termes de nouvelles cotations d'entreprises et une vague de sorties de la Bourse. En cas de réussite, les IPO annoncées ne tarderont pas à faire des émules, inspirant d'autres entreprises à suivre le même chemin, et de générer un «effet boule de neige» positif sur l'ensemble du marché financier tunisien. Offre de papier sur le marché, visibilité commerciale, pérennité et potentiel de développement des entreprises, rentabilité pour les investisseurs, liquidité du marché et attractivité de la Tunisie aux yeux des étrangers... Bref, d'une introduction en bourse, tout le monde sort gagnant.

Malgré les aléas de la conjoncture et la concurrence des placements monétaires et obligataires, les prochains rendez-vous avec les investisseurs (communiqués des sociétés cotées, indicateurs du T2 2025 et comptes semestriels du S1 2025, communications financières, publications macroéconomiques et décisions de la BCT) en 2025 sauront apporter leur lot d'opportunités et de défis pour les actifs risqués.

Nous suivrons de près les publications des sociétés cotées et actualiserons au fil de l'eau nos recommandations tenant compte des «mouvances» de la conjoncture. La chasse aux actions de valeur qualitative est ouverte.

Restons alors sur le qui-vive !

«Malgré les aléas de la conjoncture et la concurrence des placements monétaires et obligataires, les prochains rendez-vous avec les investisseurs (communiqués des sociétés cotées, indicateurs du T2 2025 et comptes semestriels du S1 2025, communications financières, publications macroéconomiques et décisions de la BCT) en 2025 sauront apporter leur lot d'opportunités et de défis pour les actifs risqués»

V. Portefeuille type conventionnel de TUNISIE VALEURS pour le T3 2025 : un portefeuille équilibré, combinant croissance et résilience

SOCIÉTÉ		THÈSE D'INVESTISSEMENT
SFBT		• La nomination d'un nouveau Directeur Général (M. Elyès FAKHFAKH) devrait donner un nouveau départ à la stratégie du groupe. • Dans les prochaines années, la SFBT poursuivra ses efforts d'adaptation pour maintenir sa dynamique de croissance et sa rentabilité. Le renforcement du réseau de distribution, l'optimisation des coûts et la modernisation des processus internes resteront des axes stratégiques. Par ailleurs, les initiatives lancées en 2024, notamment en matière de transformation RH, de productivité (projet de tri génération qui permettra au groupe d'atteindre 100 % d'autonomie en matière de CO₂ alimentaire) et d'amélioration logistique, devraient porter leurs fruits en 2025, renforçant ainsi la compétitivité de l'entreprise. • En parallèle, la société entamera une étude de diversification et de croissance externe pour explorer de nouvelles opportunités notamment dans le secteur des boissons et des produits de convivialité. L'objectif est de trouver un quatrième pilier à l'activité du groupe aux côtés des boissons gazeuses, les boissons alcoolisées, et l'eau et les jus. • Outre la résistance de l'activité d'exploitation, les réalisations futures du groupe devraient bénéficier de sa manne du cash qui génère régulièrement des produits de placement conséquents, bonifiant la rentabilité nette. • La SFBT affiche des niveaux de valorisation intéressants comparativement à ses pairs régionaux. La position de force du groupe, sa solidité financière et la qualité de son management en font l'investissement incontournable pour des investisseurs en quête de «Cash Cows» et d'actifs refuges.
En quête d'un quatrième pilier pour alimenter sa croissance...		
PER 2025e	11,6 x	
P/B 2024	2,9 x	
Dividend yield 2025e	6,5 %	
Performance 2025	12,9 %	
Pondération cible	10 %	

SOCIÉTÉ		THÈSE D'INVESTISSEMENT
DÉLICE HOLDING		- Le groupe devra intensifier ses efforts d'investissement dans les prochains exercices, consacrant, à titre d'illustration, une enveloppe d'investissement de 100 MDt en 2025. Parmi les projets phares de DÉLICE sur le court terme, figure le projet de la deuxième unité de production d'eau minérale sise à Mornag qui devrait entrer en exploitation fin 2025-début 2026. - DÉLICE continu à percevoir la subvention de l'État sur le lait demi-écrémé malgré les difficultés des finances publiques. Il a mis en place une gestion centralisée de la trésorerie et des solutions de financement intragroupe. Résultat des courses : DÉLICE est entré dans une phase de désendettement et de génération de cash-flows qui continue à conforter sa trésorerie et à réduire sensiblement le poids de ses charges financières nettes. Le groupe a ainsi une plus grande capacité à rémunérer généreusement ses actionnaires. - La valorisation actuelle de DÉLICE HOLDING offre un point d'entrée intéressant sur un major de l'industrie laitière et des boissons, en pleine phase de consolidation et aux fondamentaux solides.
Une résilience confirmée et un avenir «goûteux»		
PER 2025e	11,7 x	
P/B 2024	2,8 x	
Dividend yield 2025e	4,3 %	
Performance 2025	43,0 %	
Pondération cible	10 %	
SAH LILAS		- Avec la création de ses filiales AZUR INDUSTRIE COSMÉTIQUE et AZUR D'ARTICLES PLASTIQUES, le groupe SAH a sonné la fin de son cycle d'investissement lourd (des investissements de 470 MDt sur la période 2018-2024) et entame une nouvelle phase d'expansion avec l'entrée en production de ces deux filiales. Le groupe devrait, en conséquence, récolter les fruits de ses investissements et atteindre de nouveaux paliers de rentabilité dans les prochaines années. - Le groupe SAH continue à explorer de nouveaux marchés à l'export notamment au Moyen-Orient, en Mauritanie et en Afrique subsaharienne, et à renforcer son positionnement sur les marchés locaux dans lesquels il est implanté à savoir la Tunisie, la Libye, l'Algérie, la Côte d'Ivoire, et le Sénégal. - Le groupe SAH prévoit un accroissement dans sa rentabilité accentué par l'entrée en exploitation de sa filiale dédiée aux produits cosmétiques, la consolidation de l'activité Détergents ainsi que la baisse progressive des prix des matières premières sur les marchés internationaux. La baisse des prix des matières premières a déjà commencé à impacter positivement la rentabilité sur les dernières années. - Le groupe SAH met l'accent sur l'optimisation de son besoin en fonds de roulement en améliorant les délais de paiement de ses clients, en réduisant les niveaux de stocks et en négociant des termes de paiement favorables avec les fournisseurs, dans l'objectif de diminuer ses engagements financiers à court terme. Cet effort a commencé à porter ses fruits sur les dernières années. - Le monde industriel en Tunisie a été marqué par l'annonce, début mai 2025, d'un rapprochement stratégique entre deux mastodontes de la Bourse de Tunis, à savoir POULINA GROUP HOLDING et SAH LILAS (prise de participation indirecte de 29,9 % dans le capital de SAH LILAS par PGH). L'adossement du champion national des produits d'hygiène à PGH, plus grand holding en Tunisie, le doterait avant tout de plus de « muscles » et d'une force de frappe financière. Ce mariage entre ces deux titans de la Bourse devrait être un catalyseur pour le titre SAH LILAS. - SAH LILAS affiche présentement un niveau de valorisation attractif comparativement à la moyenne internationale. Par ailleurs, nous estimons que ce niveau de valorisation ne reflète pas intégralement les perspectives de croissance organique du groupe et son potentiel de rebond à moyen terme.
Une Equity Story palpitante		
PER 2025e	12,7 x	
P/B 2024	3,3 x	
Dividend yield 2025e	3,6 %	
Performance 2025	27,7 %	
Pondération cible	15 %	

SOCIÉTÉ		THÈSE D'INVESTISSEMENT
SOTUVER		- La nouvelle entité exportatrice SGI a été créée dans le but de mieux répondre à la demande mondiale grandissante en verre creux. Elle sera détenue totalement par la SOTUVER SA d'ici la fin de l'année en cours. Les efforts de diversification des marchés à l'export (Afrique, Europe et Moyen-Orient) permettront au verrier d'écouler toute sa production et de réduire son exposition au marché algérien. - Dans le cadre du projet d'ouverture du capital de la SOTUVER, les actionnaires de référence de la société ont accepté une offre non engageante de la part d'un important producteur international d'emballage en verre pour l'acquisition d'un bloc d'actions, représentant 41 % du capital social de la SOTUVER. À titre indicatif, et sur la base des comptes provisoires de 2024, le prix de l'action coupon attaché 2024 sur lequel se ferait l'opération serait, sous réserve des ajustements résultants des audits d'acquisition de 13,480 Dt par action. La concrétisation de cette opération est conditionnée par la réalisation des audits d'acquisition et par la signature des documents contractuels usuels, ainsi que par l'obtention des autorisations administratives requises. Le calendrier envisagé est de finaliser, dans la mesure du possible, l'opération fin septembre 2025. Cette opération s'inscrit dans le cadre d'un partenariat stratégique qui a pour objectif d'accélérer et de renforcer le développement de la SOTUVER. Conformément à la réglementation du marché, une offre publique d'achat (OPA) sera lancée dès la réalisation de la transaction sur le bloc d'actions. Les actionnaires de référence se joindront à l'acquéreur dans le cadre de cette OPA en se portant acquéreurs de 50 % des actions à acheter. - La reconstruction du four numéro 1 est prévue pour 2026. Selon le management de la SOTUVER, cette reconstruction nécessitera un effort financier particulier (qui dépassera éventuellement l'EBITDA du groupe, soit un investissement supérieur à 100 MDt) et beaucoup plus de temps que la reconstruction du deuxième four. En effet, à travers cet investissement, l'industriel en collaboration avec son potentiel partenaire stratégique, œuvrera à développer de nouveaux produits et à cibler de nouvelles niches (telles que les pots de sauce et de confiture) et à renforcer les niches à fort potentiel de croissance (telles que les bouteilles d'huiles d'olive), notamment que les bouteilles de vin et de bière subissent de plein fouet la concurrence féroce du plastique alimentaire et de l'aluminium ; des produits moins chers et plus légers que le verre. - Le titre SOTUVER affiche encore un niveau de valorisation attrayant, inférieur à celui de ses pairs internationaux. Les niveaux de valorisation intéressants et les nouvelles perspectives du groupe notamment grâce au retour sur investissement de la nouvelle usine et l'entrée au capital du nouveau partenaire stratégique, appuient notre recommandation à l'Achat sur la valeur.
PER 2025e	8,1 x	
P/B 2024	3,8 x	
Dividend yield 2025e	4,1 %	
Performance 2025	5,5 %	
Pondération cible	10 %	
TPR		
Avance à pas de géant		
PER 2025e	10,9 x	
P/B 2024	2,4 x	
Dividend yield 2025e	4,0 %	
Performance 2025	58,0 %	
Pondération cible	15 %	

SOCIÉTÉ		THÈSE D'INVESTISSEMENT
BIAT		- Dans les prochaines années, la BIAT œuvrera pour consolider ses résultats à travers notamment une rationalisation de la collecte de dépôts, une surveillance proactive du risque, un suivi de l'équilibre de la liquidité et une optimisation de la gestion de la trésorerie et ce, dans le cadre du respect scrupuleux des ratios et normes réglementaires en vigueur. Parallèlement, la banque continuera à investir dans le développement des compétences de ses ressources humaines, dans son système d'information et dans le réaménagement de son siège social et de ses agences. - La valorisation actuelle de la banque nous semble intéressante. Elle intègre les surcoûts réglementaires et conjoncturels et sous-estime les atouts de la banque en ce qui concerne sa position de leadership sur le marché, de marge de manœuvre sur le coût des ressources, et la solidité des fonds propres. - Le secteur bancaire est confronté à une avalanche d'évolutions réglementaires : nouvelle loi n° 41-2024 relative aux chèques sans provision, renforcement des normes de solvabilité, montée en charge des exigences de liquidité et migration prochaine vers les normes comptables internationales (normes IFRS). Avec sa bonne qualité de management, sa gouvernance solide et sa capacité à relever les défis de la concurrence et à absorber les chocs externes, la BIAT est bien armée.
Un modèle bancaire résilient		
PER 2025e	10,1 x	
P/B 2024	1,9 x	
Dividend yield 2025e	6,4 %	
Performance 2025	6,6 %	
Pondération cible	10 %	
AMEN BANK		- Dans le prolongement des dernières années, le tournant vers une croissance plus équilibrée se confirme avec la poursuite de la rationalisation de l'appareil d'octroi des crédits et la qualité du portefeuille continue à converger vers les standards du secteur privé. Dans le cadre du programme de transformation NEXT, lancé en 2019, AMEN BANK devrait, dans les prochaines années, continuer à rééquilibrer son business model entre le Corporate et le Retail, diversifier les revenus et renforcer la maîtrise des risques et des charges. - Globalement, le bilan des derniers exercices nous conforte dans la capacité de la banque à résister à la conjoncture morose. Le niveau de solvabilité appréciable dont jouit AMEN BANK sera l'atout majeur de la banque. Il lui permettrait d'absorber le « choc fondamental » de la loi relative aux chèques sans provision et de répartir rapidement à la quête de la croissance dès les premiers signes de reprise économique. - AMEN BANK devrait être valorisée comme la moyenne du secteur bancaire en Tunisie. Elle présente actuellement une valorisation intéressante dans l'absolu. Les multiples actuels de la banque ne reflètent pas l'amélioration sensible de son profil de risque sur les dernières années et le rapprochement de ses fondamentaux des meilleurs élèves du secteur bancaire tunisien. L'alignement des multiples de valorisation d'AMEN BANK à ceux des majors du secteur bancaire privé laisse entrevoir un important potentiel de réévaluation du titre par le marché. Par ailleurs, la gestion rigoureuse de la banque (maîtrise des charges) et sa solidité bilancielle (maîtrise des risques) suggèrent à notre avis, une poursuite de la rémunération généreuse des actionnaires dans les prochaines années.
Quand croissance rime avec rigueur et rendement		
PER 2025e	6,2 x	
P/B 2024	0,9 x	
Dividend yield 2025e	7,9 %	
Performance 2025	22,4 %	
Pondération cible	10 %	
ATTIJARI BANK		- Les prochaines années représentent un défi majeur pour la banque qui vise à maintenir son élan de développement rentable malgré un climat des affaires difficile, marqué par des aléas économiques. Cependant, grâce à son assise financière solide et à sa bonne discipline prudentielle, ATTIJARI BANK est bien armée pour naviguer à un bon rythme de croisière. D'ailleurs, dans une optique d'amélioration de la productivité, la banque a commencé, depuis 2019, le déploiement d'une nouvelle stratégie de rationalisation du réseau d'agences en optimisant sa présence dans le pays. - Malgré le rallye boursier affiché sur les dernières années, l'action traite à une valorisation intéressante qui sous-estime les qualités fondamentales d'ATTIJARI (une bonne qualité du portefeuille et un ratio de transformation Crédits/Dépôts parmi les plus faibles du secteur) et son profil de croissance organique supérieur à ses pairs cotés. Prisée par les investisseurs étrangers pour la qualité de son management, sa liquidité boursière élevée et sa réactivité commerciale, ATTIJARI BANK est un bon véhicule pour s'exposer au secteur bancaire tunisien.
Des marges de manœuvre confortables		
PER 2025e	12,4 x	
P/B 2024	2,9 x	
Dividend yield 2025e	8,8 %	
Performance 2025	54,3 %	
Pondération cible	5 %	

SOCIÉTÉ		THÈSE D'INVESTISSEMENT
TUNISIE LEASING & FACTORING		• TLF a annoncé, à la mi-mai 2025, la finalisation du processus de cession de ses participations dans les sociétés «SAFCA» (ALIOS FINANCE CÔTE D'IVOIRE), «SOCCA» (ALIOS FINANCE CAMEROUN) et «SOGACA» (ALIOS FINANCE GABON). Cette cession a été réalisée au profit de la société CRÉDIT D'AFRIQUE GROUP, holding ivoirien dont le principal actionnaire est M. Serge BILE. Cette transaction pourrait générer des reprises sur provisions, bonifiant ainsi le résultat net de l'exercice 2025. • Le groupe dispose d'un important potentiel de croissance en Algérie, à moyen terme, où il est présent à travers sa filiale MLA (MAGHREB LEASING ALGÉRIE, dont la contribution dans le bottom line consolidé de TLF croît d'année en année, atteignant à titre d'illustration 12,8 MDt en 2024) et, où l'activité du leasing est émergente et où MLA est leader. • TLF jouit d'une bonne capacité à attirer les lignes de financement extérieures et les investisseurs institutionnels en raison de sa taille adaptée à leurs tickets d'investissement. • Malgré son parcours depuis le début de l'année, le titre offre encore un important potentiel de réévaluation par le marché, si l'on suppose l'alignement des multiples de valorisation de TLF sur ceux des majors du secteur du leasing coté en Tunisie.
À pas sûrs sur la voie de la consolidation de la rentabilité		
PER 2025e	6,8 x	
P/B 2024	1,2 x	
Dividend yield 2025e	6,7 %	
Performance 2025	68,4 %	
Pondération cible	10 %	
STAR		• Durant l'année 2024, la STAR a poursuivi ses projets d'innovation technologique et financière pour répondre aux attentes de sa clientèle et améliorer en permanence la qualité de service. En effet, la STAR a lancé une plateforme digitale pour la gestion des sinistres centralisant les échanges entre gestionnaires, experts, réparateurs et partenaires externes, ainsi qu'un programme d'accompagnement des startups tunisiennes STARLAB. Également, à partir de mai 2025, un mode de paiement échelonné pour les polices d'assurance (<i>Buy Now Pay Later</i>) a été en place. • Selon le nouveau management de la STAR, la compagnie serait en mesure, en 2025, d'améliorer son résultat net de 15 %, tout en tenant compte du relèvement de la pression fiscale sur les assureurs. La direction de la compagnie estime que l'achèvement des objectifs d'assainissement de la branche Automobile permettrait de maîtriser d'avantage le coût de la sinistralité de cette branche. La compagnie compte également poursuivre ses efforts de développement de l'activité Vie et d'amélioration de sa marge technique. Le management s'attend aussi à une meilleure maîtrise des frais généraux pour ramener le ratio (frais généraux/CA) à 32 % grâce à un coût moindre du plan de départ à la retraite. • Il convient de préciser qu'au vu des bons fondamentaux de la compagnie et du potentiel de croissance que devrait générer le passage aux normes internationales en 2025, qui revalorisera aussi bien l'actif que le passif de la compagnie, nous réitérons notre opinion à l'Achat sur la valeur. Le positionnement sur l'action est parfaitement approprié pour un profil d'investisseur «Buy and Hold», à la recherche de valeurs de fond de portefeuille aux fondamentaux solides et dont l'horizon de placement est à moyen et long terme.
Sur la bonne voie pour améliorer sa rentabilité technique		
PER 2025e	14,7 x	
P/B 2024	1,1 x	
Dividend yield 2025e	4,3 %	
Performance 2025	14,3 %	
Pondération cible	5 %	
Portefeuille type conventionnel de TUNISIE VALEURS		
PER 2025e	10,3 x	Notre portefeuille type conventionnel affiche ainsi un PER 2025e et un P/B 2024 pondérés moyens de 10,3 x et de 2,4 x, respectivement. Ces niveaux de valorisation peuvent paraître plus élevés que la moyenne de notre marché des actions. Cependant, les qualités fondamentales des titres sélectionnés et leur liquidité boursière élevée justifient amplement cette prime par rapport au marché.
P/B 2024	2,4 x	
Dividend yield 2025e	5,4 %	
Performance 2025	32,2 %	
Pondération cible	100 %	

VI. Portefeuille type islamique de TUNISIE VALEURS pour le T3 2025 : un portefeuille de bon père de famille alliant performance et éthique religieuse

SOCIÉTÉ		THÈSE D'INVESTISSEMENT
DÉLICE HOLDING		- Le groupe devra intensifier ses efforts d'investissement dans les prochains exercices, consacrant, à titre d'illustration, une enveloppe d'investissement de 100 MDt en 2025. Parmi les projets phares de DÉLICE sur le court terme, figure le projet de la deuxième unité de production d'eau minérale sise à Mornag qui devrait entrer en exploitation fin 2025-début 2026. - DÉLICE continu à percevoir la subvention de l'État sur le lait demi-écrémé malgré les difficultés des finances publiques. Il a mis en place une gestion centralisée de la trésorerie et des solutions de financement intragroupe. Résultat des courses : DÉLICE est entré dans une phase de désendettement et de génération de cash-flows qui continue à conforter sa trésorerie et à réduire sensiblement le poids de ses charges financières nettes. Le groupe a ainsi une plus grande capacité à rémunérer généreusement ses actionnaires. - La valorisation actuelle de DÉLICE HOLDING offre un point d'entrée intéressant sur un major de l'industrie laitière et des boissons, en pleine phase de consolidation et aux fondamentaux solides.
Une résilience confirmée et un avenir «goûteux»		
PER 2025e	11,7 x	
P/B 2024	2,8 x	
Dividend yield 2025e	4,3 %	
Performance 2025	43,0 %	
Pondération cible	20 %	
SAH LILAS		- Avec la création de ses filiales AZUR INDUSTRIE COSMÉTIQUE et AZUR D'ARTICLES PLASTIQUES, le groupe SAH a sonné la fin de son cycle d'investissement lourd (des investissements de 470 MDt sur la période 2018 - 2024) et entame une nouvelle phase d'expansion avec l'entrée en production de ces deux filiales. Le groupe devrait, en conséquence, récolter les fruits de ses investissements et atteindre de nouveaux paliers de rentabilité dans les prochaines années. - Le groupe SAH continue à explorer de nouveaux marchés à l'export notamment au Moyen-Orient, en Mauritanie et en Afrique subsaharienne, et à renforcer son positionnement sur les marchés locaux dans lesquels il est implanté à savoir la Tunisie, la Libye, l'Algérie, la Côte d'Ivoire, et le Sénégal. - Le groupe SAH prévoit un accroissement dans sa rentabilité accentué par l'entrée en exploitation de sa filiale dédiée aux produits cosmétiques, la consolidation de l'activité Détergents ainsi que la baisse progressive des prix des matières premières sur les marchés internationaux. La baisse des prix des matières premières a déjà commencé à impacter positivement la rentabilité sur les dernières années. - Le groupe SAH met l'accent sur l'optimisation de son besoin en fonds de roulement en améliorant les délais de paiement de ses clients, en réduisant les niveaux de stocks et en négociant des termes de paiement favorables avec les fournisseurs, dans l'objectif de diminuer ses engagements financiers à court terme. Cet effort a commencé à porter ses fruits sur les dernières années. - Le monde industriel en Tunisie a été marqué par l'annonce, début mai 2025, d'un rapprochement stratégique entre deux mastodontes de la Bourse de Tunis, à savoir POULINA GROUP HOLDING et SAH LILAS (prise de participation indirecte de 29,9 % dans le capital de SAH LILAS par PGH). L'adossement du champion national des produits d'hygiène à PGH, plus grand holding en Tunisie, le doterait avant tout de plus de « muscles » et d'une force de frappe financière. Ce mariage entre ces deux titans de la Bourse devrait être un catalyseur pour le titre SAH LILAS. - SAH LILAS affiche présentement un niveau de valorisation attractif comparativement à la moyenne internationale. Par ailleurs, nous estimons que ce niveau de valorisation ne reflète pas intégralement les perspectives de croissance organique du groupe et son potentiel de rebond à moyen terme.
Une Equity Story palpitante		
PER 2025e	12,7 x	
P/B 2024	3,3 x	
Dividend yield 2025e	3,6 %	
Performance 2025	27,7 %	
Pondération cible	30 %	

SOCIÉTÉ		THÈSE D'INVESTISSEMENT
MPBS		- En dépit d'un contexte opérationnel difficile en 2024, marqué par un secteur du bâtiment en berne, des tensions persistantes sur les chaînes d'approvisionnement ainsi que des coûts de logistiques en hausse, le groupe MPBS a su s'adapter et même accélérer sa dynamique de croissance et améliorer sa rentabilité. - Pour les prochaines années, MPBS s'est fixé comme objectifs de consolider sa position sur le marché local par rapport à la concurrence et de développer l'activité export visant de nouveaux marchés, et ce à travers le développement de nouveaux produits à plus forte valeur ajoutée, l'investissement dans de nouvelles lignes de production permettant une diversification des produits MPBS et l'adoption d'une approche commerciale plus agile et adaptée aux développements du marché. - Le management de la société prévoit d'investir un montant de 5 MDt durant les années 2025 à 2026, afin de renforcer l'activité de la société mère MPBS et celle des filiales du groupe. Le spécialiste en bois œuvre à développer l'activité de commerce électronique et à accomplir sa transformation digitale. - Le manufacturier de bois table sur un chiffre d'affaires consolidé en progression annuelle de 17 % à 189,5 MDt. Une croissance qui sera soutenue par l'amélioration des ventes de l'industriel sur le marché local. - Le management table sur un résultat net part du groupe de l'ordre de 10 MDt en 2025, en hausse de 19 % par rapport à 2024, soit une marge nette de 5,3%, contre une marge nette de 5,2% en 2024. - Au vu de l'amélioration des perspectives du groupe MPBS, nous continuons à recommander l'Achat du titre.
Accélère sa croissance et améliore sa rentabilité		
PER 2025e	13,9 x	
P/B 2024	2,1 x	
Dividend yield 2025e	1,6 %	
Performance 2025	11,1 %	
Pondération cible	20 %	
TPR		- Le management de TPR embrasse l'avenir avec beaucoup de sérénité au vu des perspectives prometteuses qu'offre le marché algérien où le groupe est implanté à travers sa filiale PROFAL MAGHREB et au vu de l'entrée pleine en exploitation à partir de 2027 des toutes les nouvelles entités situées dans la zone industrielle de Béja à savoir : TPR COLOR, TPR ANODAL, la ferme photovoltaïque et le nouveau site intégré. Ces investissements augmenteraient sensiblement la capacité de production du groupe et augureraient de nouvelles perspectives de croissance et de rentabilité pour le groupe. - Le titre TPR affiche encore un niveau de valorisation attrayant, nettement inférieur à celui de ses pairs internationaux. Aujourd'hui, l'acheteur du titre TPR devrait bénéficier de la contribution des trois presses actuelles de TPR, de la troisième presse sur le site de PROFAL MAGHREB à partir de septembre 2025, mais également d'une presse sur le nouveau site intégré situé à Béja à partir de 2027.
Avance à pas de géant		
PER 2025e	10,9 x	
P/B 2024	2,4 x	
Dividend yield 2025e	4,0 %	
Performance 2025	58,0 %	
Pondération cible	30 %	
Portefeuille type islamique de TUNISIE VALEURS		
PER 2025e	12,2 x	Sous la supervision du Comité charaïque, TUNISIE VALEURS a pris en compte, dans son approche de filtrage sectoriel et financier, les derniers développements de la finance islamique dans le monde. Malgré l'absence des poids lourds de la cote (secteur bancaire conventionnel et SFBT), notre stratégie de stock picking axée sur les valeurs de fond de portefeuille est en résonance avec les principes de la finance islamique : écarter les valeurs surendettées, privilégier les sociétés affichant une bonne maîtrise du métier et favoriser la génération régulière de cash-flows.
P/B 2024	2,7 x	
Dividend yield 2025e	3,5 %	
Performance 2025	36,5 %	
Pondération cible	100 %	

Notons qu'outre les valeurs intégrées dans notre portefeuille type, l'univers des titres conformes à la Charia inclut, au 30 juin 2025, les actions suivantes : **AIR LIQUIDE, CITY CARS, ENNAKL AUTOMOBILES, ICF, ONE TECH HOLDING, SIAME, SITS, UNIMED, SAM, STA, WIFAK INTERNATIONAL BANK** et **BEST LEASE** (toutes deux conformes de facto).

VI. Conclusions

La Bourse de Tunis a démontré une résilience remarquable au cours du premier semestre 2025, malgré un contexte international marqué par des tensions géopolitiques et géoéconomiques. Les indicateurs macroéconomiques tunisiens se sont améliorés, avec une croissance du PIB en hausse, une inflation en baisse et une réduction des déficits publics. La Banque Centrale a assoupli sa politique monétaire en baissant le taux directeur, soutenant ainsi la liquidité et stimulant l’investissement. Ces facteurs ont renforcé la confiance des investisseurs, malgré les incertitudes liées à l’absence d’un accord avec le FMI.

Les turbulences internationales ont eu, jusqu’à présent, un impact limité sur le marché des actions tunisien. Les taxes douanières imposées par les États-Unis ne devraient pas affecter significativement les exportations tunisiennes, celles-ci étant principalement tournées vers l’Europe. De même, le conflit armé entre Israël et l’Iran n’a pas provoqué des pressions vendeuses sur la Bourse émanant notamment des investisseurs étrangers, dont la présence reste « stratégique » et stable à 19,4 % de la capitalisation boursière.

Plusieurs secteurs ont tiré la performance de la Bourse. Les banques, bien que confrontées à un ralentissement attendu en 2025, ont affiché des résultats solides en 2024. Les entreprises industrielles et de services, comme **SAH LILAS, POULINA GROUP HOLDING** et **TPR**, ont brillé par leur résilience et leur performances boursières. Les valeurs défensives, telles que **SFBT** et **DÉLICE HOLDING**, ont également attiré les investisseurs en cette période d’incertitude. D’autres sociétés ont, a contrario, grandement souffert, prouvant l’importance de l’analyse fondamentale dans les choix d’investissement et justifiant une réallocation stratégique des portefeuilles vers des titres plus résilients.

Les tendances du marché des actions ont été marquées par une hausse des dividendes et les mouvements capitalistiques. Les splits et attributions gratuites ont dynamisé certains titres, tandis que des acquisitions stratégiques visant **STA, SOTUVER, SAH LILAS** et **SITS** ont témoigné d’un marché des actions national en effervescence. La liquidité s’est améliorée, avec une augmentation des volumes échangés aussi bien sur le marché central que sur le marché des blocs, soutenue par les investisseurs locaux (aussi bien les *Family Offices* que les épargnants CEA) et les OPCVM.

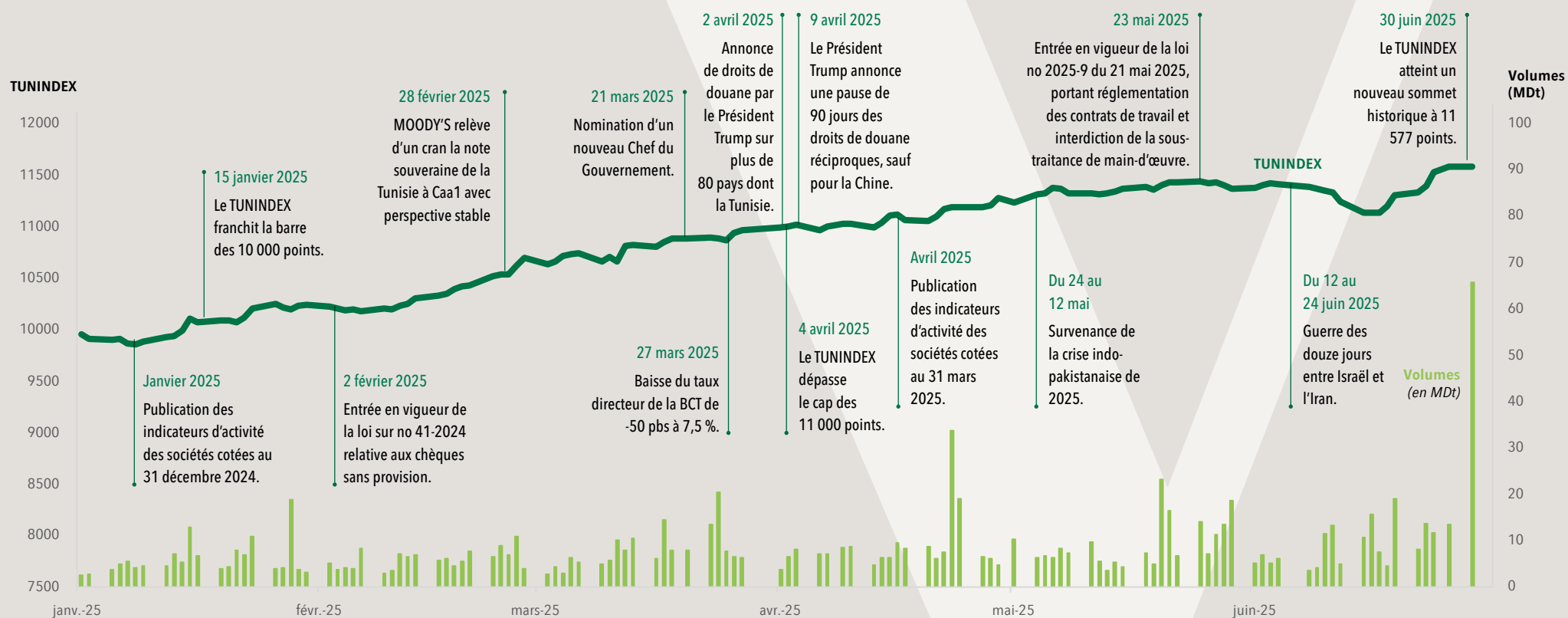
Les comptes de 2024 publiés jusqu’à présent nous confortent dans notre stratégie sélective et rigoureuse et dans notre orientation vers la sous-pondération du secteur bancaire dans le portefeuille type. Toutes les sociétés sélectionnées ont bien performé en bourse, permettant à notre portefeuille type d’afficher une hausse cumulée de +24 % pour la sélection de valeurs conventionnelles et de +26,7 % pour notre portefeuille type islamique à fin juin 2025 (contre une progression de 16,3 % pour le TUNINDEX).

Pour le second semestre 2025, les perspectives restent prudentes, mais opportunes. Les mouvances de la conjoncture économique internationale et le contexte économique exigeant à l’échelle nationale pourraient peser sur certains secteurs, mais les valorisations attractives et la solidité des fondamentaux offrent des opportunités d’investissement. Tandis que les prochaines éventuelles entrées au marché pourraient apporter un élan additionnel à notre marché, à condition que les modèles économiques présentés soient solides et que les valorisations proposées soient compétitives. Attendons de voir... mais, pour l’heure, une stratégie de stock-picking ciblant les valeurs refuges (**SFBT** et **DÉLICE HOLDING**), les exportateurs résilients (**SAH LILAS, TPR** et **SOTUVER**) et les blue chips financières (**BIAT, AMEN BANK, ATTIJARI BANK, STAR** et **TUNISIE LEASING & FACTORING**) est recommandée. En somme, malgré les défis, la Bourse de Tunis conserve un potentiel de croissance pour les investisseurs patients et disciplinés.

Principaux multiples boursiers du marché des actions*	2024e	2025e
PER	10,2 x	9,9 x
P/B	1,4 x	1,3 x
Rendement en dividende	6,7 %	6,7 %

* Données au 30/06/2025.
Source : BVMT calculs de TUNISIE VALEURS

Annexe 1 : Évolution du TUNINDEX et des volumes, et principaux faits marquants de l'année 2025



Annexe 2 : Chiffres clés du marché financier tunisien

Chiffres clés du marché financier tunisien (en MDt)		2020	2021	2022	2023	2024	Juin 2025
Marché actions	Performance du TUNINDEX	-3,3 %	2,3 %	15,1 %	7,9 %	13,7 %	16,3 %
	Capitalisation boursière (en milliards de dinars)	23,1	23,3	24	24,5	26,5	29,9
	Capitalisation boursière en % PIB	20,8 %	17,9 %	16,7 %	16,0 %	16,0 %	18,1 %
	Nombre de sociétés cotées	80	80	82	78	74	74
	Volumes de transaction (en MDt)	1 423	1 614	1 624	1 700	1 630	1 049
	dont volumes du marché des blocs (en MDt)	230	564	326	529	432	194
	Volumes moyens par séance (en MDt)	5,7	6,5	6,3	6,7	6,5	8,7
	Flux net des investissements des étrangers (en MDt)	-85,9	-277,4	-49	+63,4	-95,7	+0,6
	Participation étrangère	25,3 %	23,1 %	20,9 %	21,2 %	19,6 %	19,4 %
Marché OPCVM	Nombre d'OPCVM en activité	119	115	118	121	127	128
	Actifs gérés des OPCVM (en MDt)	4 683	4 813	5 197	5 787	7 005	8 602
Marché obligataire	Émissions de l'État sur le marché de la dette intérieure (en MDt)	10 289	12 578	19 769	23 118	20 459	8 482
	Émissions des entreprises privées sur le marché obligataire (en MDt)	914	670	901	773	464	560

Sources : ministère des Finances, CMF et BVMT.

Annexe 3 : Palmarès de la Cote de la Bourse de Tunis au 30 juin 2025



Source : BVMT.

AVERTISSEMENT : Les appréciations formulées dans ce document reflètent l'opinion de TUNISIE VALEURS à sa date de publication et sont susceptibles d'être révisées ultérieurement et à tout moment. Les informations fournies proviennent de sources dignes de foi. Cependant, TUNISIE VALEURS ne garantit pas leur exactitude et leur caractère exhaustif aussi fiables soient-elles. Cette documentation n'a pas pour objet d'être une offre ou une sollicitation d'achat ou de vente d'actions.

Le présent document vous est fourni personnellement, à simple titre d'information. Nous recommandons avant toute décision d'investissement de vous informer soigneusement et de faire procéder à une étude personnalisée de votre situation.