



Donner du sens à la valeur

BILAN FINANCIER & BOURSIER DES NEUF PREMIERS MOIS DE 2026 ET STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT POUR LE DERNIER TRIMESTRE

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES | 07.10.2026

Quand les fondamentaux reprennent le dessus

POINTS CLÉS

❶ Le marché financier tunisien traverse actuellement un cycle globalement favorable :

- i) un marché des actions qui monte progressivement en régime, profitant du réveil de la demande,
- ii) un marché des OPCVM qui vole de record en record favorisé par l'abondance de la liquidité et l'attractivité des rendements et
- iii) un marché obligataire qui confirme son rôle de levier de financement pérenne aussi bien pour l'État tunisien que pour les entreprises.

❷ Pour le reste de l'année 2026, les perspectives des actions cotées tunisiennes restent prudentes, mais présentes : Après une première moitié d'année dynamique, le TUNINDEX entre dans une phase marquée par davantage de sélectivité, les publications semestrielles et les indicateurs du T3 devant orienter les arbitrages des investisseurs. La correction observée depuis juillet (-15 %) semble davantage relever d'une consolidation que d'un retournement, malgré les tensions géopolitiques et les incertitudes économiques. Dans ce contexte, les investisseurs devront privilégier les entreprises affichant des fondamentaux solides, des marges soutenables, une bonne génération de cash-flows et une visibilité suffisante sur leurs bénéfices. Enfin, l'évolution du marché au T4 2026 restera particulièrement sensible aux risques géopolitiques, à la conjoncture économique internationale et aux éventuelles nouvelles mesures fiscales de la prochaine loi de Finances.

❸ Malgré un environnement complexe et exigeant, nous voyons des opportunités d'investissement claires sur la Bourse de Tunis : Depuis le début de l'année, la Bourse de Tunis bénéficie d'un fort engouement des investisseurs, porté par une liquidité abondante et la recherche constante de nouvelles opportunités d'investissement. C'est dans cette optique que nous avons entrepris, à huit reprises, de rajuster l'univers d'investissement de nos portefeuilles types afin d'exploiter les meilleures opportunités offertes par le marché, et ce, à la lumière des réalisations opérationnelles et financières des sociétés cotées. Pour la suite de l'année, notre stratégie d'investissement privilégie les valeurs offrant des fondamentaux solides, qu'il s'agisse de «Cash-Cows» sous-évaluées, valeurs de croissance ou de «Blue Chips» financières. Nous retenons également les distributeurs résilients, avec une approche axée sur la qualité des résultats et le potentiel de croissance à moyen terme.

I. Rétrospective des neuf premiers mois de 2026 : un parcours synchronisé des compartiments du marché financier

1) Marché des actions : un bilan concluant malgré tout

Portés par l'euphorie en début d'année puis plongés dans la torpeur depuis le mois de juillet, les investisseurs auront été animés depuis le début de l'année par une large palette de sentiments. Mais, au 30 septembre 2026, c'est l'optimisme qui l'a emporté, le marché cumulant une embellie remarquable de 36,7 %, à cette date.

a) Un début d'année en beauté : du 2 janvier au 17 juillet 2026

Après un début d'année laborieux pénalisé par les mouvements de prises de bénéfices post-2025, le marché a été rapidement emporté par une vague d'euphorie qui s'est déclenchée le 9 janvier et qui s'est poursuivie jusqu'au 17 juillet 2026.

Le parcours favorable des sept premiers mois de l'année (une envolée de 60,2 % jusqu'au 17 juillet 2026) ne doit rien au hasard. Il s'inscrit dans la continuité de l'année d'avant (une progression du TUNINDEX de 35,1 % en 2025) et est bel et bien le résultat d'une réévaluation naturelle du marché après une période post-Révolution en berne.

Cette dynamique, qui fait presque oublier les tensions géopolitiques et commerciales mondiales, s'explique par un contexte national plus favorable, marqué par l'amélioration de la perception du risque souverain tunisien, l'assouplissement monétaire opéré en début d'année avec la baisse du taux directeur de la Banque centrale de Tunisie (BCT) à 7 %, ainsi qu'une liquidité abondante ayant encouragé une réallocation progressive de l'épargne vers les actifs boursiers. La solidité des performances publiées par les sociétés cotées, conjuguée à leurs politiques de distribution attractives, a également renforcé l'attrait du marché des actions.

b) Une fin du troisième trimestre sous pression : du 20 juillet au 30 septembre 2026

Après avoir culminé à plus de 21 000 points à la mi-juillet 2026, et porté sa performance annuelle à plus de 60 %, le marché a entamé une longue descente, sur fond de prises de bénéfices, qui s'est poursuivie tout au long des mois d'août et de septembre. Cette décrue boursière est certes une respiration technique tout à fait légitime après l'épopée haussière des sept premiers mois de l'année. Cependant, elle traduit une sélectivité accrue des investisseurs à l'égard des actions cotées. Ces derniers privilégient désormais la prudence, dans l'attente d'une meilleure visibilité sur la conjoncture économique, notamment quant à l'impact de la guerre en Iran sur les équilibres macroéconomiques de la Tunisie, ainsi qu'au coût économique des coupures d'électricité ayant marqué l'été 2026. À cela s'ajoutent les incertitudes entourant la loi de Finances 2027.

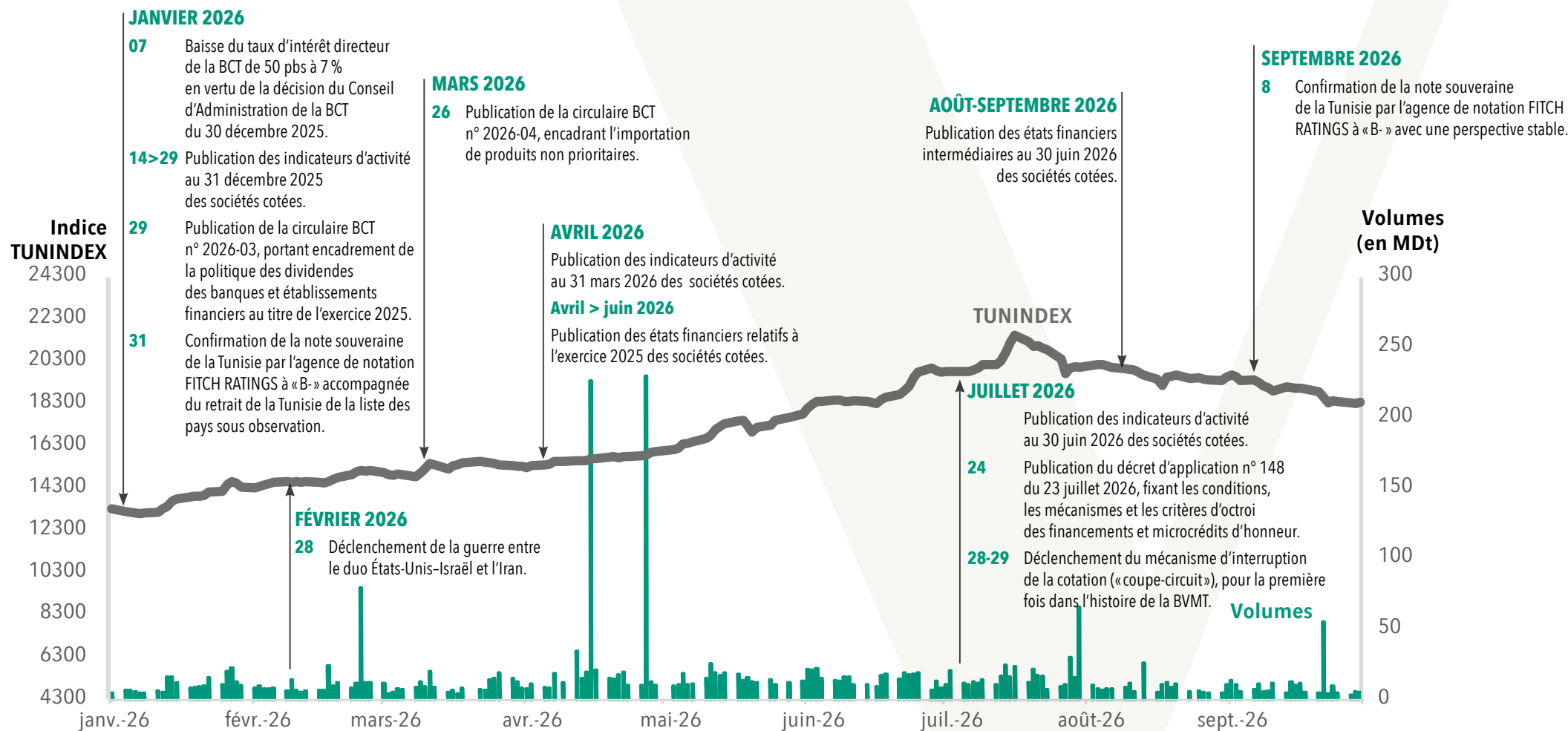
Le parcours globalement favorable du TUNINDEX s'est accompagné d'une amélioration significative du rythme des échanges sur le marché des actions (un volume quotidien moyen de 15,2 MDt sur les neuf premiers mois de 2026 contre un flux moyen de 8,5 MDt par séance sur l'ensemble de 2025). Et le marché des blocs a bien joué son rôle de tremplin pour les échanges du marché. 73 transactions de blocs ont eu lieu depuis le début de l'année, cumulant 738,2 MDt, contre 67 transactions de blocs, cumulant 310,4 MDt enregistrées sur l'ensemble de l'année 2025.

L'afflux 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.

« Cette décrue boursière est certes une respiration technique tout à fait légitime après l'épopée haussière des sept premiers mois de l'année. Cependant, elle traduit une sélectivité accrue des investisseurs à l'égard des actions cotées. »

Évolution du TUNINDEX et des volumes & principaux faits marquants de l'année 2026



Sources : BVMT et TUNISIE VALEURS.

À l'issue du T3 2026, la capitalisation boursière de la place de Tunis a vigoureusement progressé (+31,1%), tutoyant les 46 milliards de dinars, soit 24,2% du PIB de la Tunisie. Le parcours fructueux des grosses capitalisations de la cote dans un contexte d'absence d'introductions en bourse explique cette bonne prestation. Le nombre de sociétés cotées, au 30 septembre 2026, est ainsi resté stable à 75 sociétés.

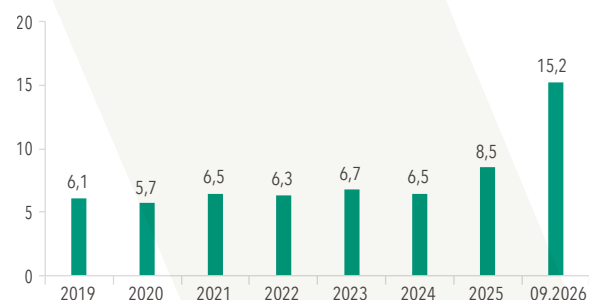
Plusieurs secteurs ont tiré leur épingle du jeu sur les neuf premiers mois de l'année. La palme des hausses est revenue au secteur des assurances. Ce dernier s'est adjugé une envolée de près de 51%, porté par ASTRÉE, le groupe ASSURANCES MAGHREBIA et sa filiale MAGHREBIA VIE mais aussi par la STAR. Le secteur bancaire a affiché une progression soutenue de 42,2% porté par la BIAT, AMEN BANK, la BT et la BNA. Pour sa part, le secteur de l'agroalimentaire et boissons a pris plus de 30%; une performance soutenue par DÉLICE HOLDING et POULINA GROUP HOLDING. De son côté, le secteur des services aux consommateurs a réalisé une embellie de 42,5%, boosté par la STA et SMART TUNISIE. Enfin, le secteur des industries s'est offert une solide progression de 22%, soutenue par la SOTUVER.

Sur les neuf derniers mois, le marché primaire a été caractérisé par le retour des augmentations de capital par appel au marché. Début août 2026, OFFICE PLAST, le spécialiste des fournitures bureautiques et scolaires a opéré une augmentation de capital en numéraire de 6 MDt pour renflouer ses fonds propres, améliorer sa trésorerie et restaurer pleinement sa capacité de production après l'incendie survenu mi-2025. Dans la foulée, le 15 septembre 2026, le réassureur national TUNIS RE a donné le coup d'envoi à sa recapitalisation, moyennant une levée de fonds de 120 MDt; une opération d'envergure jugée vitale par le management pour renforcer l'assise financière de la compagnie, préserver son activité et soutenir sa capacité de souscription à l'étranger.

Dans le même registre, les mouvements capitalistiques, comme l'entrée d'un partenaire stratégique au capital de la SOTUVER (cession d'actions représentant 41,3% du capital de la SOTUVER au groupe BA GLASS, l'un des plus importants acteurs de l'industrie mondiale de l'emballage en verre, effective le 16 avril 2026) qui a été suivie d'une OPA obligatoire (ouverte le 5 août et clôturée le 26 août 2026 au prix unitaire de 13,390 Dt) et l'opération stratégique, ciblant LAND'OR (projet d'acquisition d'un bloc d'actions majoritaire dans le capital du producteur de fromages par POULINA GROUP HOLDING, sur la base d'une valorisation des fonds propres de la cible de 204,8 MDt, correspondant à un prix de 14,860 Dt par action LAND'OR), témoignent d'un marché des actions en pleine effervescence. Ces opérations structurantes illustrent aussi le rôle central de la Bourse de Tunis en tant que facilitatrice des opérations de fusion-acquisition; 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.

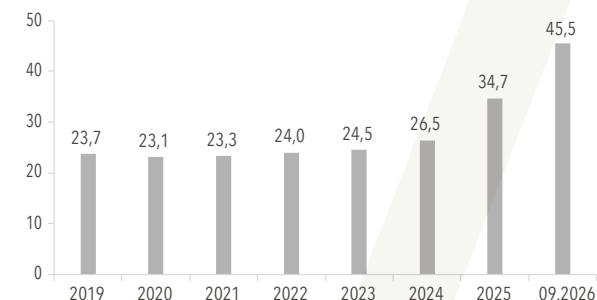
Sur les dernières années, les achats des étrangers se sont faits rares sur la Bourse de Tunis, avec des investisseurs étrangers devenus globalement vendeurs nets, sauf pour ceux ayant des positions stratégiques dans certaines entreprises cotées. Cette tendance a légèrement changé depuis 2025. Pour 2026, les transactions boursières cumulées des étrangers ont dégagé un solde net positif de +222,4 MDt avec 242,4 MDt pour les achats et 20,1 MDt pour les ventes, et ce, grâce à quelques transactions d'achat, ciblant essentiellement des *Big Caps*, comme la SOTUVER (matérialisant l'entrée du groupe BA GLASS au capital) et la SFBT. Cela étant, le taux moyen pondéré de la participation étrangère dans la capitalisation boursière de la place de Tunis a régressé, dans la continuité des dernières années, s'établissant à 17,9%, fin septembre 2026, contre une proportion de 18,9% à l'issue de 2025.

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



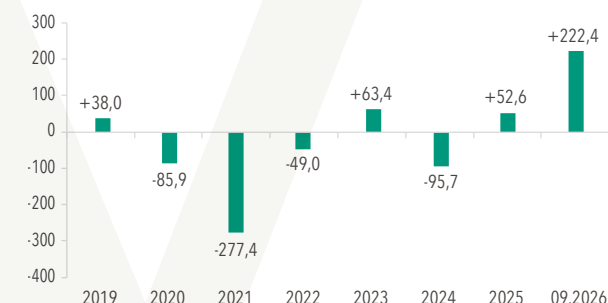
Sources : BVMT et TUNISIE VALEURS.

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



Source : BVMT.

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



Source : BVMT.

2) Marché des OPCVM : une industrie qui affiche une forme éclatante

Au 30 septembre 2026, les actifs nets de l'industrie des OPCVM en Tunisie se sont élevés à 11 961,7 MDt, en progression fulgurante de 40,8% par rapport à fin décembre 2025 (8 496,6 MDt). Cette évolution, correspondant à une collecte nette de 3 465 MDt, traduit la poursuite de la dynamique de collecte observée depuis le début de l'année, dans un environnement marqué par des niveaux de taux d'intérêt toujours attractifs et une bonne orientation du marché financier tunisien.

Cette collecte a été principalement portée par les OPCVM obligataires. Ce type de véhicules d'investissement demeure le principal moteur de croissance du marché. Leurs actifs nets ont progressé de 40,7%, passant de 7 253 MDt à 10 204 MDt, soit une collecte nette de près de 3 milliards de dinars sur les neuf premiers mois de l'année. Cette catégorie d'OPCVM représente désormais plus de 85 % des actifs gérés par l'industrie de la gestion collective. Cette dynamique confirme le maintien de l'intérêt des investisseurs pour les supports obligataires, favorisé par des rendements monétaires encore élevés et une recherche de placements, présentant un profil de risque maîtrisé.

Les OPCVM mixtes ont également enregistré une évolution favorable, leurs actifs nets augmentant de 40,8% pour atteindre 1 721 MDt, à l'issue du mois de septembre 2026 contre 1 222 MDt à fin décembre 2025. Cette progression concerne l'ensemble des segments :

- OPCVM mixtes classiques : +43,0% ;
- OPCVM mixtes CEA : +37,4% ;
- OPCVM institutionnels : +40,4%

La hausse simultanée des encours sur l'ensemble des catégories traduit un retour progressif de l'appétit des investisseurs pour les supports diversifiés, bénéficiant de la bonne tenue du marché actions tunisien au cours des trois premiers trimestres de l'année.

3) Marché obligataire : un levier essentiel pour la mobilisation des capitaux

a) Marché primaire des titres d'État : une baisse du recours à l'endettement par le Trésor

Sur les neuf premiers mois de 2026, le Trésor a effectué 18 adjudications de BTA (dont une adjudication d'échange et une adjudication infructueuse), ce qui lui a permis de lever 6 355,7 MDt contre un besoin annuel prévu de 4 840 MDt (selon la loi de Finances 2026).

Les adjudications de BTC sont devenues moins nombreuses depuis le début de l'année 2026, comparativement à la même période de 2025. Au total, 20 adjudications de BTC ont eu lieu, jusqu'au 30 septembre 2026 (dont une adjudication infructueuse) permettant au Trésor de mobiliser 1 538,6 MDt.

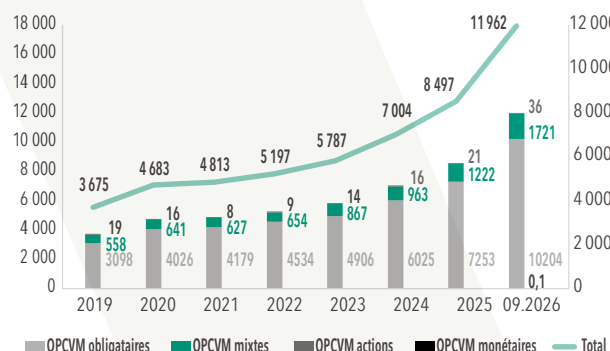
Émissions annuelles du Trésor sur le marché de la dette intérieure (en MDt)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	09.2026	LF 2026*
BTA	1 216	696	3 258	3 498	2 442	2 093	5 049	12 367	6 356	4 840
BTC	1 516	436	5 851	6 014	14 010	16 077	9 746	3 808	1 539	2 500*
Emprunt obligataire national	-	-	-	1 806	2 975	3 798	5 095	-	-	-
Emprunt syndiqué en devises	-	1 189	1 180	1 260	342	1 150	570	-	-	716
Financement direct de la BCT	-	-	2 800	-	-	-	7 000	7 000	NC	11 000
Total	2 732	2 321	13 089	12 578	19 769	23 118	27 459	23 175	7894**	19 056

* Pour les BTC, il s'agit du montant budgétisé pour les BTC 52s.

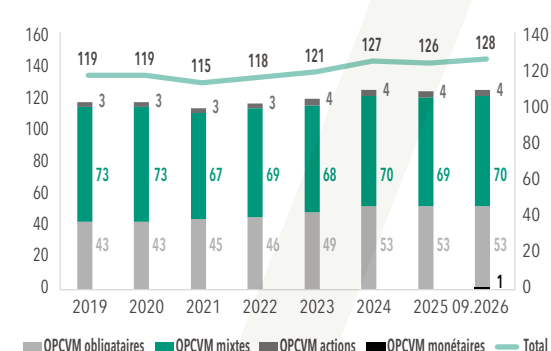
** Émissions de BTA et de BTC seulement.

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



Source : CMF.

Évolution du nombre d'OPCVM en activité en Tunisie



Source : CMF.

Sources : ministère des Finances et TUNISIE CLEARING.

Aucune émission d'emprunts syndiqués en devises n'a été réalisée par l'État depuis le début de l'année, alors que le budget de l'État tablait sur des financements en devises après des banques locales pour l'équivalent de 716 MDt. Ce faisant, le Trésor a levé, *in fine*, un montant de 7,9 milliards de dinars (entre BTA et BTC) sur les neuf premiers mois de 2026, contre un montant visé de 19,1 milliards de dinars sur le marché intérieur de la dette (selon la loi de Finances 2026).

Encours des valeurs du Trésor (en MDt)

	2021	2022	2023	2024	2025	S1 2026	Variation 2025 - S1 2026
Encours des BTA	16 972	16 870	16 138	19 175	30 988	34 437	11,1 %
Encours des BTC	3 205	7 134	10 805	7 265	3 059	1 694	-44,6 %
Emprunt obligataire national	1 878	4 829	8 604	13 679	13 106	12 586	-4,0 %
Total	22 055	28 833	35 547	40 120	47 153	48 718	3,3 %

Source : TUNISIE CLEARING.

Sur le premier semestre 2026, l'encours des valeurs du Trésor s'est élargi de 3,3 % à 48,7 milliards de dinars. Derrière cette timide progression se cache une réalité plus contrastée. En effet, la baisse de l'encours des BTC et de l'emprunt national a été neutralisée par la progression de l'encours des BTA (voir tableau ci-dessus).

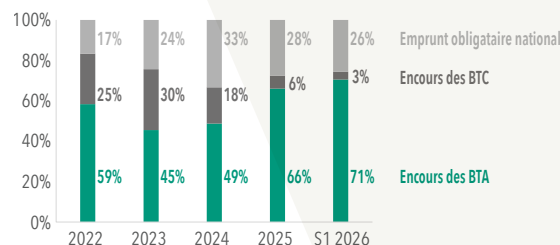
Après avoir atteint un pic de 30,4 % en 2023, le poids des BTC dans l'encours global de la dette intérieure a suivi une trajectoire résolument baissière sur les trois dernières années, se repliant à 3,5 % au terme du S1 2026.

Dans la continuité des dernières années, l'encours de la dette publique est principalement porté par les banques (72 % au terme du S1 2026), malgré l'encadrement de la politique de placement en bons du Trésor depuis 2018¹. Et pour cause, les bons du Trésor constituent un support de refinancement des banques auprès de la Banque centrale et leur permettent de générer des revenus de placement conséquents. Par ailleurs, les bons du Trésor sont considérés par l'autorité monétaire comme des actifs liquides de haute qualité, entrant dans le calcul du LCR (*Liquidity Coverage Ratio*²) qui doit être, depuis 2019, en permanence supérieur à 100 %.

Depuis 2022, la contribution des OPCVM dans le financement de l'État s'est réduite à 9 % (contre 11 % en 2021) étant donné que les taux monétaires demeurent intéressants avec une durée plus faible, et ce, malgré le changement du « ton » monétaire de la BCT.

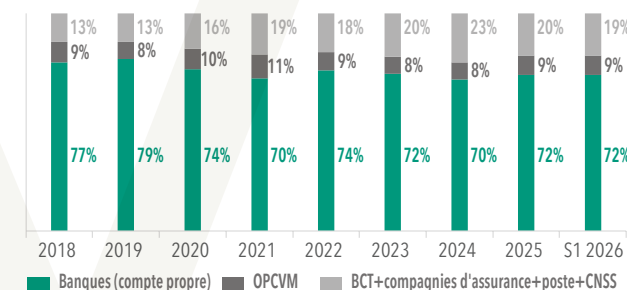
Nonobstant l'abondance de la collecte de l'industrie de la gestion d'actifs en Tunisie sur le S1 2026 (une croissance de l'actif net de la gestion collective en Tunisie de 31,9 %, soit une collecte nette de 2,7 milliards de dinars à 11,2 milliards de dinars), l'orientation des OPCVM vers le papier de l'État n'a que faiblement augmenté comparativement aux dernières années (une contribution dans l'encours des valeurs du Trésor passant de 8 % en 2024 à 9 % en 2025 et au terme du S1 2026). L'absence de l'émission d'un emprunt obligataire national sur les deux dernières années et la persistance de contraintes dans la gestion des OPCVM, principalement des véhicules obligataires, à savoir les ratios d'emploi expliquent, à notre avis, ce constat.

Structure de l'encours des valeurs du Trésor



Source : TUNISIE CLEARING.

Répartition de l'encours des valeurs du Trésor par souscripteur



Source : TUNISIE CLEARING.

1 Il s'agit de : ① l'obligation pour les banques de définir l'orientation de leur politique de placement dans les bons du Trésor, et ② le passage à la valorisation selon le modèle « Mark-to-Market » à partir de 2018.

2 Le *Liquidity Coverage Ratio* sert à déterminer si les banques disposent d'une quantité suffisante d'actifs liquides de premier rang pour faire face à des sorties de trésorerie nettes cumulatives pendant une période de 30 jours.

b) Marché primaire des obligations privées : une dynamique préservée

Sur les neuf premiers mois de 2026, le marché obligataire privé continue de faire preuve d'une bonne dynamique. Depuis le début de l'année, douze émissions obligataires, dont 7 avec appel public à l'épargne (APE), pour une enveloppe globale de 675 MDt.

Les neuf premiers mois de l'année ont été marqués par la poursuite de la reprise vigoureuse des émissions obligataires subordonnées des banques (ayant totalisé 380 MDt et étant réalisées essentiellement sans APE). En revanche, les compagnies de leasing, moteur traditionnel du marché obligataire privé, et les institutions de microfinance ont réduit le rythme de leurs émissions ; un ralentissement qui pourrait trouver son origine non seulement dans la disponibilité de l'alternative du financement bancaire, notamment pour les établissements comptant des banques dans leur tour de table, mais aussi par une base de comparaison défavorable ; 2025 ayant été une année « riche » en émissions pour les leaseurs et les sociétés de microfinance.

La vitalité des émissions obligataires subordonnées faites par les banques, observée depuis 2025, témoignent du rôle clé du marché obligataire privé en tant que canal permanent de mobilisation des ressources dans un contexte de montée générale des exigences en fonds propres.

Outre les entreprises du secteur financier, grandes habituées du marché obligataire, trois entreprises non financières ont recouru au marché obligataire pour lever des fonds, et ce, sans faire appel à l'épargne publique. Il s'agit de la société BIOSPHERE (une émission de 5 MDt), le promoteur immobilier LA LYRE IMMOBILIÈRE (une émission de 10 MDt) et du concessionnaire automobile ENNAKL AUTOMOBILES. Ce dernier a bouclé la première tranche de son émission obligataire de 60 MDt. Cette émission obligataire vise à mobiliser les liquidités requises pour le renouvellement des SBLC (*Standby Letters of Credit*) existantes auprès des intermédiaires agréés, en conformité avec les dispositions de la circulaire BCT n° 2026-04 encadrant les importations non prioritaires. Cette levée permettra ainsi au concessionnaire de satisfaire aux nouvelles exigences réglementaires tout en assurant la continuité du financement de ses opérations d'importation.

Dans la continuité des dernières années, l'encours des obligations privées est principalement porté par les compagnies d'assurance, les personnes physiques et les personnes morales autres que les OPCVM et les banques (une contribution de 61 % au terme du mois de juin 2026).

En revanche, étant donné la concurrence acerbée des placements monétaires et l'abondance du papier de l'État qui offre des taux intéressants, la contribution des banques (5 % fin S1 2026) reste faible dans la souscription aux obligations privées, dans l'absolu, mais aussi comparativement à leur capacité de placement.

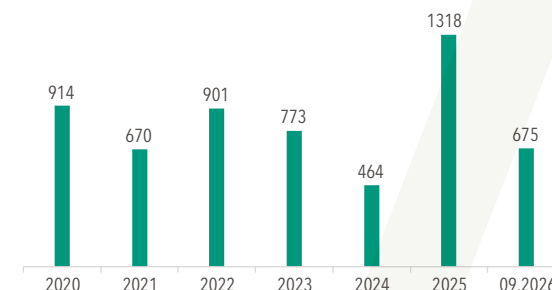
Dans un contexte d'abondance de la collecte des OPCVM, notamment de leur principal segment que constituent les véhicules obligataires (83,6 % du total des actifs sous gestion), les OPCVM ont renforcé leur détention d'obligations privées (une contribution de 34 % fin S1 2026, contre 32 % fin 2025).

Répartition des émissions obligataires privées par type



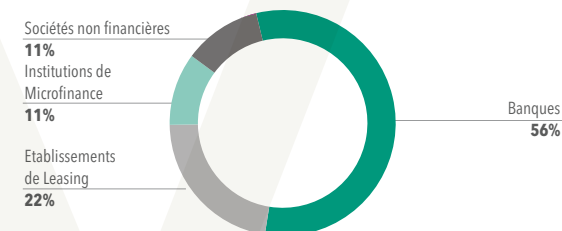
Sources : CMF et compilation de TUNISIE VALEURS.

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



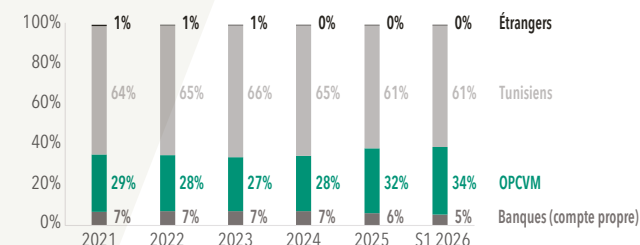
Sources : CMF et compilation de TUNISIE VALEURS.

Répartition des émissions obligataires privées par type d'émetteur



Sources : CMF et compilation de TUNISIE VALEURS.

Répartition de l'encours des obligations privées par type de souscripteur



Source : TUNISIE CLEARING.



Donner du sens à la valeur

PERSPECTIVES DU MARCHÉ DES ACTIONS

II. Perspectives du marché des actions : un optimisme prudent est de rigueur

En 2026, le marché a connu un parcours boursier en deux teintes. Après le rallye du début de l'année, le marché s'est engagé dans une vague baissière. La brise d'optimisme qui a soufflé sur le marché, au début de l'année, sur fond d'une reprise quasi généralisée de l'activité pour la majorité des sociétés cotées et de vents macroéconomiques favorables, a cédé sa place aux craintes des investisseurs relatives à la montée des tensions géopolitiques et au manque de visibilité économique.

1) L'embellie boursière se poursuivra-t-elle sur le reste de l'année ?

Il va sans dire que le premier semestre constitue, historiquement, la période au cours de laquelle le TUNINDEX réalise l'essentiel de sa performance annuelle, en raison de la richesse des informations financières publiées sur les six premiers mois de l'année : arrêts des comptes de l'exercice précédent, tenue des assemblées générales ordinaires, annonces de dividendes et organisation de communications financières par les sociétés cotées.

Pour autant, la saison des publications n'est pas terminée. Au cours du second semestre, les investisseurs porteront une attention particulière aux réalisations semestrielles des sociétés cotées et aux indicateurs d'activité du T3 2026, qui constituent un indicateur précieux de la tendance de leur activité et un signal précurseur de leur rentabilité sur l'ensemble de l'année. Ces résultats devraient en toute logique entraîner des arbitrages dans les portefeuilles.

Pour le reste de l'année, l'évolution du TUNINDEX pourrait être « tiraillée » entre, d'une part, l'attractivité des valorisations atteintes par les actions cotées et, d'autre part, le manque de visibilité qui continue de peser sur la conjoncture économique, tant internationale que nationale.

Certes, il est impossible de prédire les mouvements du marché d'ici à la fin de l'année. Une chose est toutefois certaine : après une hausse quasi généralisée du marché, nous entrons désormais dans une ère de sélectivité.

Dans cette configuration, la correction observée depuis la deuxième quinzaine de juillet apparaît davantage comme un mouvement de consolidation que comme un retournement de tendance. L'escalade des tensions géopolitiques et les mutations réglementaires dans le secteur bancaire, véritable *pace-setter* de notre marché des actions, ont néanmoins accentué le mouvement. Le marché reste, selon nous, soutenu par une dynamique bénéficiaire solide.

Dans une démarche de prudence, nous recommandons aux investisseurs de porter une attention particulière aux risques liés à la structure des bilans, à la soutenabilité des marges, à la capacité de génération de cash-flows ainsi qu'à la volatilité des bénéfices futurs. La performance du marché devrait ainsi dépendre de plus en plus de la capacité des investisseurs à identifier les valeurs présentant les fondamentaux les plus solides et les meilleures perspectives.

Et, bien entendu, la question géopolitique demeure incontournable.

La situation en Europe reste tendue, tandis que les menaces russes pesant sur la sécurité des pays européens se multiplient. La Tunisie, en tant qu'économie ouverte, demeure exposée à l'évolution de la demande européenne, alors que la zone euro constitue un débouché vital pour plusieurs secteurs de l'économie tunisienne.

Par ailleurs, la situation au Moyen-Orient est à surveiller comme le lait sur le feu. Tout embrasement du conflit pourrait provoquer une flambée des prix de l'énergie et des denrées alimentaires, que la Tunisie importe. Une hausse prolongée des prix des hydrocarbures aurait un effet direct sur la facture énergétique du pays, mais également sur les coûts de production et de transport des entreprises.

La politique monétaire des principaux argentiers du monde reste aussi un point important à surveiller. Pour juguler les pressions inflationnistes, conséquence directe du conflit armé en Iran et l'offensive commerciale étatsunienne contre le reste du monde, les principales banques centrales du monde ne ménageront aucun effort pour resserrer la vis monétaire et stabiliser l'inflation au niveau de son objectif à moyen terme. Le changement de « ton » monétaire adopté en septembre 2026 par la Réserve Fédérale Américaine (Fed) et par la Banque Centrale Européenne (BCE) sont très révélateurs à cet effet (+25 pbs au niveau des taux directeurs de la Fed et de la BCE le 16 et le 10 septembre 2026, respectivement). L'évolution des taux d'intérêt de la Fed et de la BCE sera déterminante pour l'orientation des flux internationaux de capitaux et pourrait, par conséquent, influencer sur les trajectoires du dollar américain et de l'euro sur les marchés des changes.

L'équation budgétaire à l'échelle internationale constitue également un facteur à ne pas négliger. Le mois de septembre a été marqué par une hausse des taux souverains, sous l'effet de la persistance des tensions inflationnistes, notamment avec un cours du pétrole Brent demeurant au-dessus de 100 dollars le baril, ainsi que par la dérive des finances publiques dans plusieurs pays partout ailleurs dans le monde.

À demi-mot, la survenue d'une crise obligataire au pays de l'Oncle Sam commence à être évoquée. La dette du Trésor américain dépasse désormais 40 000 milliards de dollars. Cette progression intervient dans un contexte marqué par des inquiétudes persistantes sur l'inflation qui ont contribué à maintenir les coûts d'emprunt à des niveaux élevés. Le gouvernement américain doit ainsi consacrer des ressources croissantes au refinancement de sa dette, ce qui accentue davantage les tensions sur les finances publiques. Une telle configuration pourrait exercer une pression accrue sur les marchés obligataires internationaux et alimenter les craintes d'une remontée brutale et généralisée des taux d'intérêt.

La résurgence de l'inflation mondiale, l'orientation des politiques monétaires des principales banques centrales, ainsi que les évolutions des marchés obligataires et des changes ne seront pas sans conséquences sur l'économie tunisienne. Ces différents facteurs sont susceptibles d'influer sur les conditions de financement extérieur, les flux de capitaux, le taux de change du dinar et, plus largement, sur les équilibres macroéconomiques du pays.

Reste enfin l'inconnue fiscale. Comme à l'accoutumée, les débats qui animeront l'ARP autour des éventuelles nouvelles mesures fiscales proposées par le Gouvernement dans le cadre de la prochaine loi de Finances devraient dicter le tempo boursier du T4 2026 et tenir les investisseurs en haleine.

Dans cet environnement, la prudence devrait donc s'imposer comme le principal mot d'ordre pour les investisseurs. Au-delà de la performance passée, la solidité des fondamentaux, la visibilité sur les résultats et la capacité des entreprises cotées à préserver leurs marges et leurs flux de trésorerie seront des critères déterminants pour apprécier le potentiel des valeurs cotées.

2) Vers un retour des introductions en bourse : un pipeline d'IPO alimenté notamment par des opérations de scissions

Les entrées en bourse devraient reprendre en 2026, après une période 2023-2025 de vaches maigres en matière de nouvelles cotations (une seule IPO a été enregistrée sur cette période qui est celle de la BNA ASSURANCES réalisée en 2025) et une vague de sorties de la Bourse. Rappelons que sur la période 2023-2024, 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).

Pendant longtemps, les holdings et conglomérats ont été considérés comme un modèle de réussite économique. En agréant diverses activités sous une même structure, ils permettaient la mutualisation des ressources et la diversification des risques. Cependant, dans un contexte mondial caractérisé par la rapidité des mutations technologiques, la transparence accrue exigée par les investisseurs et la nécessité d'une gouvernance plus agile, ce modèle montre ses limites.

Les marchés privilégient désormais la lisibilité stratégique et la spécialisation. Les grandes structures, souvent perçues comme opaques ou trop complexes, sont confrontées à des difficultés de valorisation. Les investisseurs préfèrent miser sur des entités centrées sur un cœur de métier clair, capables d'allouer efficacement leur capital et de démontrer leur performance intrinsèque. C'est dans cette optique que les scissions, ou *spin-offs*, s'imposent comme une évolution naturelle.

Cette dynamique internationale semble désormais trouver un écho en Tunisie, où certains groupes industriels de premier plan amorcent un virage stratégique similaire. Deux cas récents, POULINA GROUP HOLDING (PGH) et ONE TECH HOLDING (OTH), illustrent parfaitement cette transition vers des structures plus spécialisées et transparentes.

POULINA GROUP HOLDING, plus grand holding en Tunisie, a annoncé en octobre 2025 un projet de *carve-out* de son pôle Agroalimentaire (biens de consommation et aliments composés représentant 42 % du chiffre d'affaires agrégé du groupe en 2025). L'objectif : regrouper toutes les activités liées à ce secteur dans une entité distincte, plus lisible et potentiellement cotée en bourse. Selon la direction du holding, l'opération de *carve-out* devrait se boucler au T4 2026.

PGH évalue également l'opportunité d'étendre cette démarche à d'autres pôles jugés stratégiques, en fonction de ses priorités de développement.

ONE TECH HOLDING, pour sa part, a décidé en 2025 de scinder ses deux pôles historiques : Mécatronique et Câblerie. Ce *spin-off*, inscrit dans le cadre du plan stratégique «Challenge 2028», vise à permettre à chaque entité de poursuivre sa propre trajectoire de croissance, avec des stratégies, des marchés et des investisseurs différenciés.

En avril 2026, le management d'OTH a décidé que l'activité Câblerie (activité exercée par la filiale TUNISIE CÂBLES) – représentant 47,5% du chiffre d'affaires consolidé, fin 2025 – aura vocation à être introduite à la Bourse de Tunis, avant la fin de l'année 2026, en tant qu'entité indépendante cotée, lui offrant ainsi un accès direct aux marchés de capitaux. Cette opération s'inscrit dans une logique de spécialisation et de création de valeur durable pour l'ensemble des parties prenantes. Elle vise à : 1) libérer le plein potentiel de chaque pôle en lui conférant une identité capitalistique autonome et une gouvernance dédiée; 2) et à renforcer la vitesse d'exécution stratégique de chaque entité, en s'appuyant sur les synergies opérationnelles déjà établies au sein de leurs filiales respectives. À terme, OTH passera d'un modèle de groupe intégré à une structure plus spécialisée, avec deux pôles autonomes destinés à gagner en agilité, en attractivité financière et en capacité d'expansion internationale.

Les initiatives de PGH et OTH en Tunisie traduisent cette dynamique et confirment que, dans un contexte moderne où les marchés valorisent la spécialisation et la lisibilité, les *spin-offs* représentent une évolution naturelle des holdings.

L'expérience boursière montre que le rendement des valorisations post-scission est généralement positif, tant pour la firme mère que pour l'entité détachée, grâce à la spécialisation, à une meilleure gouvernance et à la visibilité accrue des activités.

Ces éventuelles prochaines introductions en bourse (TUNISIE CÂBLES représentant le pôle Câblerie de ONE TECH HOLDING et probablement le pôle Agroalimentaire de POULINA GROUP HOLDING) seront pour nous une autre occasion pour «tester» l'appétit des investisseurs pour le papier frais.

3) Quelle stratégie d'investissement adopter sur le T4 2026 ? Miser sur une stratégie sélective

Depuis le début de l'année, une véritable course à la performance anime les investisseurs sur la cote tunisienne. Cette dynamique, qui a fait voler en éclats tous les compteurs – records de performance, de capitalisation boursière et de volumes échangés –, traduit une quête permanente de nouvelles opportunités d'investissement capables d'absorber la surliquidité qui caractérise le marché des actions depuis le début de l'année.

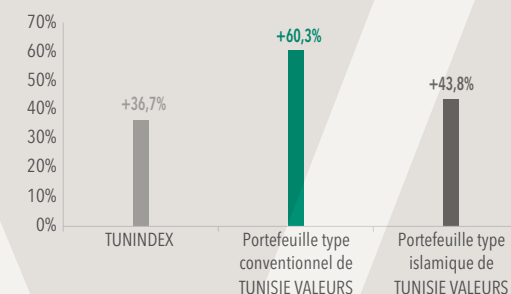
C'est dans cette optique que nous avons entrepris, à huit reprises, d'élargir l'univers d'investissement de nos portefeuilles types afin d'exploiter les meilleures opportunités offertes par le marché. Toutefois, la recherche durable de la performance ne se limite pas à l'élargissement de notre univers de placement. Elle implique également une recomposition régulière de nos portefeuilles, à la lumière des réalisations opérationnelles et financières des sociétés cotées.

À cet égard, les résultats intermédiaires du S1 2026 constituent un rendez-vous incontournable pour réévaluer nos convictions et procéder à des ajustements.

Les résultats de 2025 et du S1 2026 des valeurs incluses dans nos portefeuilles types ont été très encourageants. Toutes les sociétés sélectionnées ou presque ont bien performé en bourse, permettant à notre portefeuille type conventionnel d'afficher une hausse cumulée de +60,3% et à notre portefeuille type islamique de réaliser une performance de +43,8% jusqu'au 30 septembre 2026.

Toujours est-il que, dans le contexte actuel, des opportunités d'investissement peuvent se présenter. Le *Stock Picking* demeure le mot d'ordre. Et une réévaluation continue de nos valeurs de conviction apparaît, à ce titre, plus que jamais nécessaire.

Performances cumulées des portefeuilles types de TUNISIE VALEURS vs TUNINDEX (jusqu'au 30 septembre 2026)



Sources : BVMT et calculs de TUNISIE VALEURS.

Stratégie d'investissement de TUNISIE VALEURS pour le T4 2026



D'ici la fin de l'année, notre stratégie d'investissement repose sur les thématiques suivantes :

A) Se positionner sur les *Cash-Cows* sous-évaluées :

Les *Cash-Cows*, qui continuent d'investir dans la croissance malgré le contexte économique exigeant du fait de leur force de frappe financière, sont les plus à même de résister aux cycles de ralentissement économique 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 ;

B) Miser sur les valeurs de croissance :

Les valeurs de croissance, disposant notamment d'opportunités de croissance au-delà des frontières sont en bonne posture pour battre le marché. Dans cette thématique, nous recommandons l'Achat des titres **ONE TECH HOLDING, UNIMED, MPBS, SOTETEL, TELNET HOLDING** et **SAM**. Ces valeurs sont notamment exposées à l'innovation (Technologie, santé et transition énergétique) et méritent de ce fait une prime par rapport au marché.

C) Cibler les *Blue Chips* financières, poids lourds du marché des actions :

Ces valeurs sont aussi à recommander ne serait-ce que dans une optique de réplique de l'indice de référence. Cependant, le rallye boursier des dernières années, une conjoncture économique exigeante, une fiscalité plus pesante, la baisse des taux et une réglementation prudentielle plus assertive (convergence vers Bâle III, migration aux normes IFRS, nouvelle circulaire BCT régissant les importations des produits non prioritaires) appellent à plus de sélectivité. C'est en ce sens que nous limitons notre choix à la **BIAT, AMEN BANK, BT, STAR** et **ASSURANCES MAGHREBIA VIE, TUNISIE LEASING & FACTORING** et **CIL**.

D) Jouer la carte des distributeurs résilients :

Nous sélectionnons dans cette classe d'actifs boursiers les actions **MONOPRIX** et **SMART TUNISIE**.

Annexe 1 : Univers des valeurs recommandées à l'Achat par TUNISIE VALEURS (au 30 septembre 2026)

PORTEFEUILLE TYPE



OneTech



Lilas
MARQUE DE SAH

بنك الأمان
AMEN BANK



★ STAR
تأمينات Assurances

mpas

interieurs



MONOPRIX

مغربية للحياة
MAGHREBIA VIE



TELNET
Holding

CiL
Leasing

Smart
Tunisie

Sotetel
smart enabler



Annexe 2 : chiffres clés du marché financier tunisien

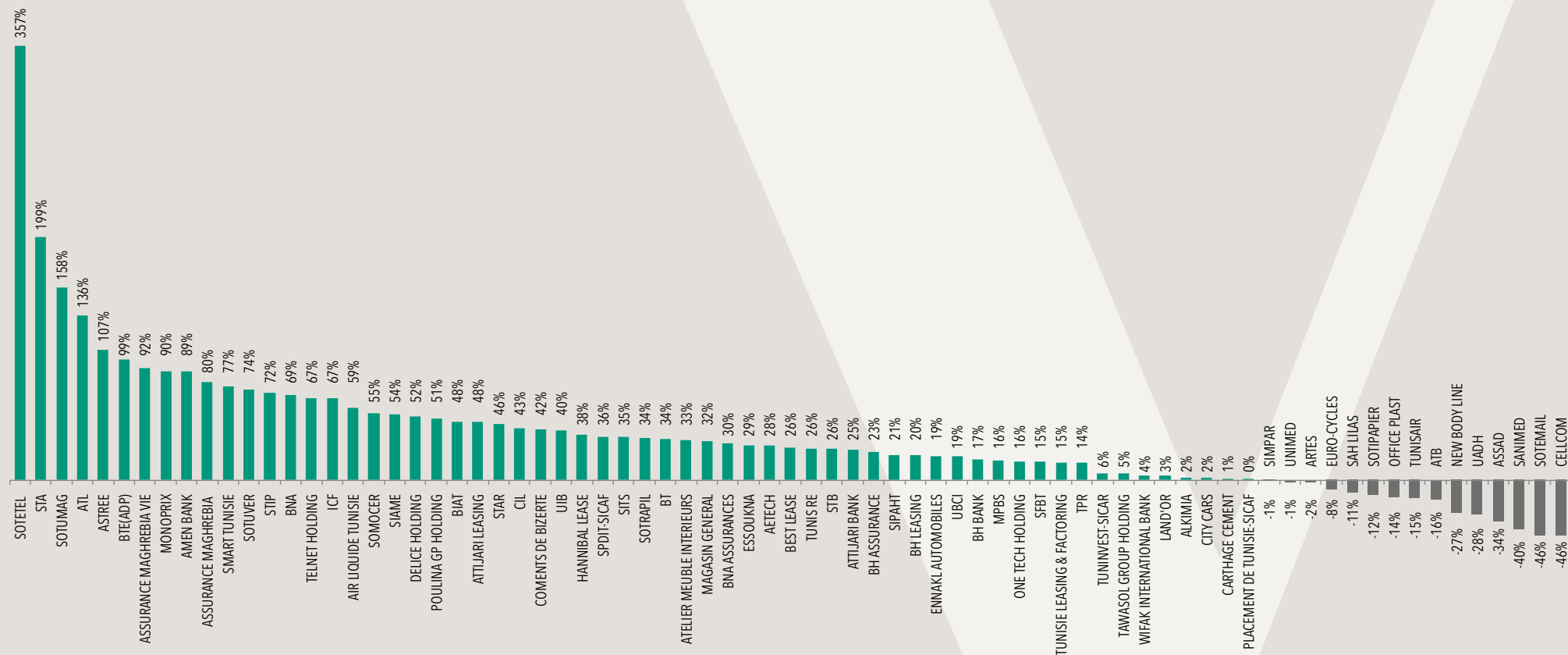
Chiffres clés		2020	2021	2022	2023	2024	2025	09.2026
Marché des actions	Performance du TUNINDEX	-3,3%	2,3%	15,1%	7,9%	13,7%	35,1%	36,7%
	Capitalisation boursière (en milliards de dinars)	23,1	23,3	24	24,5	26,5	34,7	45,5
	Capitalisation boursière en % PIB	20,8%	17,9%	16,7%	16,0%	15,9%	20,1%	24,2%
	Nombre de sociétés cotées	80	80	82	78	74	75	75
	Volumes des transactions (en MDt)	1 423	1 614	1 624	1 700	1 630	2 120	2 827
	↳ dont volumes du marché des blocs (en MDt)	230	564	326	529	432	544	738
	Volumes des transactions moyens par séance (en MDt)	5,7	6,5	6,3	6,7	6,5	8,5	15,2
	Flux net des investissements des étrangers (en MDt)	-85,9	-277,4	-49	63,4	-95,7	52,6	222,4
	Participation étrangère	25,3%	23,1%	20,9%	21,2%	19,6%	18,9%	17,9%
Marché des OPCVM	Nombre d'OPCVM en activité	119	115	118	121	127	126	128
	Encours des actifs gérés des OPCVM (en MDt)	4 683	4 813	5 197	5 787	7 004	8 497	11 962
Marché obligataire	Émissions de l'État sur le marché de la dette intérieure (en MDt) *	13 289	12 578	19 769	23 118	27 459	23 175	7 894**
	Émissions des entreprises privées sur le marché obligataire (en MDt)	914	670	901	773	464	1 318	675

* Chiffres tenant compte des facilités de financement direct du Trésor Public par la BCT.

** Émissions de BTA et de BTC seulement.

Sources : ministère des Finances, CMF, BVMT
et compilation de TUNISIE VALEURS.

Annexe 3 : Performances annuelles des sociétés cotées au 30 septembre 2026



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'instruments financiers, quelle que soit leur nature.

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.