



DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES

REVUE DE RECHERCHES

Tunisie Valeurs

FILIALE DU GROUPE BIAT

DÉCEMBRE 2025

INTERMÉDIATION EN BOURSE - GESTION D'ACTIFS - INGÉNIERIE FINANCIÈRE - SPÉCIALISTE EN VALEURS DU TRÉSOR

Depuis sa création en 1991, **Tunisie Valeurs** s'est imposée comme une référence dans le conseil et la gestion financière. Sa singularité tient à son modèle : une structure à taille humaine, agile et exigeante, qui privilégie la qualité du service et la proximité avec ses clients.

Cette philosophie s'appuie sur une **expertise financière** reconnue, nourrie par l'**expérience**, la **rigueur** et la curiosité intellectuelle.

Elle s'exprime aussi à travers une relation de confiance durable avec chacun de nos clients – particuliers, entreprises ou investisseurs institutionnels – fondée sur l'**écoute**, la **disponibilité** et le sur-mesure.

Depuis mars 2020, Tunisie Valeurs fait partie du groupe BIAT, première banque privée du pays.

Cet adossement renforce notre solidité, élargit nos perspectives et consolide notre capacité à accompagner nos clients dans la durée, tout en préservant l'esprit d'exigence et de proximité qui fait notre identité.

Aujourd'hui, plus de 2,5 milliards de dinars d'actifs nous sont confiés – une marque de confiance qui nous honore et nous engage.

En 2026, Tunisie Valeurs célébrera **35 années d'engagement** au service de la réussite de ses clients.

Trente-cinq années au cours desquelles nous avons affirmé notre vocation : celle d'une maison de gestion et de conseil indépendante et attentive à chaque client.

Tunisie Valeurs

- Intermédiaire en bourse
- Services aux investisseurs
- Ingénierie financière
- Gestion d'actifs
- Gestion de patrimoine
- Spécialiste en valeurs du Trésor

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.



Tunisie Valeurs

TUNIS CENTRE URBAIN NORD

TUNIS BELVÉDÈRE

EL MENZAH 6

LA MARSÀ

LES BERGES DU LAC II

NABEUL

SOUSSE

MONASTIR

SFAX

Sommaire

ÉDITORIAL	4
CONJONCTURE ÉCONOMIQUE	6
Une croissance peu soutenue dans un environnement de plus en plus complexe	
ACTUALITÉS INTERNATIONALES	
• Trump 2.0 : le grand retour des guerres commerciales	16
• Mécanisme d'ajustement carbone aux frontières de l'Union européenne : les enjeux et les défis	22
• Les empires de l'IA : la quête mondiale du leadership technologique	26
ACTUALITÉS NATIONALES	
• Le secteur de la microfinance en Tunisie : état des lieux et perspectives	30
• Le marché des OPCVM en Tunisie : un marché en plein essor	38
• La pratique de la RSE en Tunisie : une approche naissante, confrontée à des problématiques structurelles	44
BILAN FINANCIER & BOURSIER 2025 ET STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT POUR 2026	48
Seize leçons que nous livre l'année 2025 sur la Bourse de Tunis	
SECTEUR BANCAIRE	66
Un secteur face à de multiples défis	
SECTEUR DE L'ASSURANCE	122
Résilience et redressement des résultats malgré un environnement contraignant	
SECTEUR DU LEASING	134
Le secteur gagne en résilience, mais la vigilance reste de mise	
SFBT	148
Une valeur de fond de portefeuille	
DÉLICE HOLDING	154
Une résilience confirmée	
SAH LILAS	162
Une <i>equity story</i> attrayante	
ONE TECH HOLDING	172
Des fondamentaux solides	
SOTUVER	180
Crée et prend de la valeur	
TPR	186
Combine performances et ambitions industrielles	
STOCK GUIDE	192
INDICES SECTORIELS	198
LEXIQUE ET LISTE DES ABRÉVIATIONS USUELLES	200

ÉDITORIAL

Agilité, résilience et croissance externe : chronique d'une bourse qui surfe sur la conjoncture

Coup d'éclat! Dans un monde bousculé par les tensions géopolitiques, les guerres commerciales et la prudence monétaire, le marché tunisien a su déjouer les attentes. Mieux encore : il a brillamment performé : +24,6 % pour le TUNINDEX, des arbitrages pertinents, et une liquidité retrouvée.

La Bourse est le thermomètre de l'économie. Sur la période récente, les indicateurs macroéconomiques de la Tunisie se sont améliorés, avec une croissance du PIB en hausse, une inflation en baisse et une réduction des déficits publics. Le pays continue à honorer ses échéances de la dette extérieure. 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. Ils ont été salués par les agences de notation internationales qui ont entrepris de relever la note souveraine de la Tunisie.

Une bourse inébranlable dans un monde instable... solidement ancrée dans ses fondamentaux! La Bourse de Tunis a été relativement insensible aux remous des marchés financiers internationaux et aux chocs géopolitiques 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 les plus globalisées.

La Bourse continue d'attirer les investisseurs. Les investisseurs 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 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.

Une brise d'optimisme qui souffle quasiment sur tout le marché. Plusieurs secteurs ont tiré la performance de la Bourse. Les banques, au premier rang desquelles figurent les ténors privés du secteur – la **BIAT**, **AMEN BANK** et **ATTIJARI BANK** –, ont affiché des résultats solides en 2024, bien qu'un ralentissement soit attendu en 2025. Les entreprises industrielles et de services, comme **SAH LILAS**, **TPR**, **SOTUVER** et **MPBS** ont brillé par leur résilience et leurs performances boursières. Les valeurs défensives, telles que **SFBT**, **DÉLICE HOLDING** et **STAR**, ont également attiré les investisseurs. Tirant les leçons du passé et priorisant désormais la qualité aux volumes, les leaseurs avec à leur tête le pionnier du métier **TUNISIE LEASING & FACTORING** se portent eux aussi bien. 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.

L'agilité et la résilience restent les maîtres mots de 2025 pour les entreprises cotées. 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 appa-

reil 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 à la suite de la récente détente monétaire et de la résilience du taux de change du dinar, les sociétés industrielles et de services de qualité sont bien parties pour terminer l'année boursière 2025 en hausse.

La fin de la croissance facile sur le marché local dope le mouvement des acquisitions tous secteurs confondus sur la Bourse de Tunis. Les mouvements capitalistiques visant des sociétés cotées (**STA, SOTUVER, SAH LILAS** et **SITS**) ou initiés par celles-ci (**POULINA GROUP HOLDING, SFBT** et **UBCI**) témoignent d'un marché des actions en pleine effervescence. Ils illustrent aussi le rôle clé de la Bourse comme un facilitateur 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.

Une fin d'année au goût des IPO. Les entrées au marché des actions ont finalement repris 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 OPA « amicales » (**ADWYA** et **CÉRÉALIS**), le faible flottant (**SOPAT**) ou les difficultés financières (**AMS, SERVICOM, ELECTROSTAR, MIP** et **GIF FILTER**).

Mi-août 2025, **BNA ASSURANCES** a fait le pas vers la cote au moyen d'une procédure d'inscription directe au marché principal de la Bourse de Tunis. **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.

Pour l'année prochaine, les perspectives restent prudentes, mais présentes. Les mouvances de la conjoncture économique internationale et le contexte économique exigeant à l'échelle nationale pourraient peser sur certains secteurs (comme le secteur bancaire), mais les valorisations abordables et la solidité des fondamentaux offrent des opportunités d'investissement.

Les résultats de bonne facture du S1 2025, donnant un avant-goût du cru 2025, devraient renforcer l'attractivité de la valorisation des actifs boursiers et continuer d'attiser l'enthousiasme des investisseurs pour les actions cotées. Par ailleurs, avec une deuxième baisse « espérée » sinon « attendue » du taux directeur dans les prochains mois et une inflation plus maîtrisée, le TUNINDEX pourrait viser de nouveaux sommets en 2026.

Miser sur une stratégie sélective. Les prochaines éventuelles entrées au marché (dont une déjà officialisée, se rapportant à **TARAJI HOLDING**) 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, ONE TECH HOLDING, 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.

Fidèle à ses habitudes, TUNISIE VALEURS vous présente l'édition 2025 de sa Revue de Recherches, un rendez-vous annuel incontournable pour décrypter les tendances économiques et boursières, et identifier les meilleures opportunités d'investissement.

Cette édition retrace la conjoncture économique, dresse le bilan boursier de l'année 2025 et explore les perspectives du marché des actions. Elle aborde également des enjeux d'actualité, tant internationaux que nationaux.

La Revue de 2025 consacre également des notes de recherches approfondies aux secteurs bancaire, de l'assurance et du leasing, mettant à jour les recommandations de nos analystes sur les valeurs cotées. Elle propose, en outre, des analyses dédiées aux sociétés sélectionnées dans nos portefeuilles types aussi bien conventionnel qu'islamique. Et les performances solides de nos sélections de valeurs (+36,3 % pour le portefeuille conventionnel et +35,6 % pour le portefeuille islamique jusqu'à fin septembre 2025) confirment la pertinence d'une stratégie d'investissement rigoureuse, fondée sur l'analyse fondamentale et orientée vers les actions de qualité.

*Équipe du département Études & Recherches
de TUNISIE VALEURS*

CONJONCTURE ÉCONOMIQUE

Une croissance peu soutenue dans un environnement de plus en plus complexe

Points clés

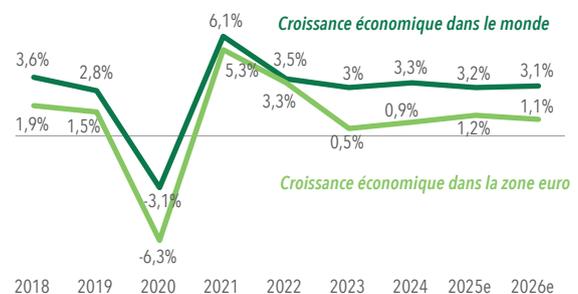
- L'économie mondiale fait preuve d'une résilience fragile, dans un contexte d'incertitudes élevées marqué par des tensions commerciales qui durent depuis plusieurs mois. Selon la mise à jour d'octobre 2025 des Perspectives de l'économie mondiale - PEM du FMI, la croissance mondiale demeure faible et devrait atteindre 3,2 % en 2025 et 3,1 % en 2026. Selon l'institution de Bretton Woods, l'inflation mondiale devrait ralentir graduellement pour s'établir à 4,2 % en 2025, puis 3,6 % en 2026. Aux États-Unis, l'inflation devrait rester au-dessus de l'objectif, tandis qu'elle resterait modérée dans la zone euro et très faible en Chine. Toutefois, les disparités régionales devraient rester marquées.
- Après une modeste croissance économique de 1,4 % en 2024, marquant l'une des plus lentes progressions de la région Moyen-Orient et Afrique du Nord, l'économie tunisienne a témoigné d'un redressement graduel après un léger ralentissement au cours du premier trimestre 2025. Le PIB, à fin juin 2025, aurait enregistré une croissance de 3,2 % en GA et de 1,8 % en GT, reflétant essentiellement le dynamisme de la demande intérieure et des secteurs de l'agriculture et de la construction. L'économie tunisienne demeure en deçà de son niveau d'avant-pandémie et reste exposée à des chocs extérieurs, en particulier aux fluctuations des prix des produits de base et aux tensions commerciales mondiales. La position budgétaire s'améliore, mais elle reste vulnérable aux chocs extérieurs en raison des déficits jumeaux, budgétaire et courant.
- La Tunisie, soutenue par une stabilisation budgétaire et la baisse de l'inflation, dispose d'atouts pour restaurer la confiance des investisseurs. En renforçant sa connectivité et en valorisant ses secteurs clés, la Tunisie dispose d'opportunités réelles pour renforcer sa résilience et attirer de nouveaux investissements. La baisse de l'inflation et l'amélioration des comptes extérieurs constituent des signaux encourageants. En capitalisant sur ses atouts structurels – agriculture, tourisme et proximité géographique –, le pays peut renouer avec une croissance plus inclusive et durable.

I. CONJONCTURE INTERNATIONALE :

La croissance mondiale ralentit, témoignant d'une résilience précaire dans un environnement incertain

Après une succession de chocs prolongés et inédits, l'économie mondiale semblait avoir retrouvé une certaine stabilité, avec des taux de croissance stables, mais ternes. Toutefois, la donne a changé et les incertitudes ont atteint de nouveaux sommets en raison de la mise en œuvre par les États-Unis d'une série de nouvelles mesures tarifaires,

La croissance économique dans le monde et dans la zone euro



source : PEM d'octobre 2025 du FMI.



qui ont donné lieu à des mesures de rétorsion de la part de leurs partenaires commerciaux. Depuis le 2 avril, les États-Unis appliquent des taxes douanières à presque tous les pays, ce qui porte ces droits de douane effectifs à des niveaux jamais observés depuis un siècle.

Selon le FMI, l'économie mondiale fait preuve d'une résilience fragile, dans un contexte d'incertitudes élevées marqué par des tensions commerciales qui durent depuis plusieurs mois. La mise à jour d'octobre 2025 des Perspectives de l'économie mondiale (FMI)¹, indique que la croissance mondiale devrait atteindre 3,2 % en 2025 et 3,1 % en 2026, soit une révision à la hausse de 0,4 point de pourcentage en 2025 et de 0,1 point de pourcentage en 2026 par rapport aux projections d'avril 2025. Cette amélioration traduit les annonces, en juillet, d'un abaissement des droits de douane par rapport à leurs pics du mois d'avril.

Selon l'institution de Bretton Woods, l'inflation mondiale devrait chuter à 4,2 % en 2025 et à 3,7 % en 2026, avec des divergences notables : une inflation supérieure à la cible aux États-Unis (et des risques orientés à la hausse) et une inflation modérée dans la plupart des autres régions du monde.

«L'économie mondiale fait preuve d'une résilience fragile, dans un contexte d'incertitudes élevées marqué par des tensions commerciales qui durent depuis plusieurs mois.»

Dans les pays avancés, la croissance a été estimée à 1,6 % en 2025 et en 2026. Aux États-Unis, l'activité devrait avancer de 2 % en 2025 et de 2,1 % en 2026, soutenue par un environnement financier favorable et les mesures fiscales du *One Big Beautiful Bill Act* (loi budgétaire récemment adoptée, en juillet 2025, ayant pour objet de fixer la trajectoire à court terme des finances publiques aux États-Unis).

Dans la zone euro, la croissance a été révisée à la hausse de 0,4 point de pourcentage à 1,2 % en 2025 et légèrement à la baisse de 0,1 point de pourcentage à 1,1 % en 2026. Les prévisions ont été révisées à la hausse en 2025, en raison de la croissance robuste du PIB en Irlande au premier semestre de l'année, bien que ce pays représente moins de 5 % du PIB de la zone euro.

¹ World Economic Outlook, October 2025; Global Economy in Flux, Prospects Remain Dim

La vitalité de l'économie irlandaise s'explique par une augmentation historiquement forte des exportations de produits pharmaceutiques irlandais vers les États-Unis du fait des achats d'anticipation et de l'ouverture de nouveaux sites de production.

Si l'on excluait l'Irlande, cette révision ne serait que de 0,1 point de pourcentage. La croissance de la France, premier partenaire économique de la Tunisie, devrait pour sa part s'établir à 0,6 % en 2025 et à 1 % en 2026.

Dans les pays émergents et en développement, la croissance atteindrait 4,2 % en 2025 et 4,0 % en 2026. La croissance de la Chine a été révisée à la hausse à 4,8 % en 2025 et 4,2 % en 2026, grâce à une activité plus robuste que prévu et à la réduction des droits de douane avec les États-Unis. L'Inde maintiendrait un rythme élevé de 6,6 % en 2025 et 6,2 % en 2026. Le Moyen-Orient et l'Asie centrale devraient progresser de 3,5 % en 2025 et 3,8 % en 2026, l'Afrique subsaharienne de 4,1 %, puis de 4,4 % en 2026, tandis que la croissance en l'Amérique latine et les Caraïbes se stabiliserait à 2,4 % en 2025 avant de passer à 2,3 % en 2026.

Le commerce mondial devrait croître de 2,9 % en moyenne en 2025 et 2026, une croissance stimulée par les achats et investissements anticipés en 2025, mais bien plus lente que la croissance de 3,5 % enregistrée en 2024, les gains étant limités par la fragmentation persistante du commerce mondial.

Les prix du pétrole sont prévus de s'établir à 69 USD/baril en 2025, soit une baisse de -12,9 % par rapport à l'année précédente, puis de baisser à 65,8 USD en 2026. Les prix des matières premières hors énergie augmenteraient de 7,4 % en 2025 et de 4,1 % en 2026.

Selon le FMI, les risques sur l'économie mondiale restent pesants en raison du possible retour à des droits de douane élevés, d'une escalade géopolitique, des vulnérabilités budgétaires persistantes dans plusieurs pays à dette élevée, et des effets de correction après les achats anticipés. À l'inverse, une désescalade commerciale et la mise en place d'accords plus crédibles pourraient renforcer la confiance et stimuler l'activité.

Face à ces incertitudes, le FMI recommande de stabiliser le cadre commercial, de reconstituer les marges de manœuvre budgétaires, d'adapter les politiques monétaires selon la nature des chocs (offre ou demande) et de mettre en œuvre des réformes structurelles pour soutenir la productivité et la croissance à moyen terme.

II. CONJONCTURE NATIONALE :

la croissance économique en redressement graduel en 2025

Après une modeste croissance économique de 1,4 % en 2024, marquant l'une des plus lentes progressions de la région Moyen-Orient et Afrique du Nord, l'économie tunisienne a témoigné d'un redressement graduel après un léger ralentissement au cours du premier trimestre 2025. Le PIB, à fin juin 2025, aurait enregistré une croissance de 3,2 % en GA et de 1,8 % en GT, reflétant essentiellement le dynamisme de la demande intérieure et des secteurs de l'agriculture et de la construction.

Les Tunisiens font toujours face à un chômage élevé (15,3 % à fin juin 2025) et à une inflation persistante, bien qu'en baisse, qui affecte leur pouvoir d'achat.

Les pressions sur les finances publiques s'atténuent, traduisant une gestion budgétaire plus stricte, notamment grâce à la réduction de la masse salariale publique et des subventions.

Selon les projections du FMI, la croissance du PIB en Tunisie devrait s'établir à 2,5 % en 2025 alors que, selon les autorités locales, la croissance serait de 3,2 % en 2025. La Banque mondiale projette une forte accélération à 2,6 % en 2025, soutenue par la stabilisation de l'agriculture et la construction. Selon le FMI, en l'absence de véritables réformes susceptibles de relancer l'investissement et d'améliorer l'attractivité du pays, la croissance devrait s'essouffler pour s'établir à 2,1 % en 2026.

1. Un redressement graduel de la croissance au cours du premier semestre de 2025

Après une stagnation en 2023, l'économie tunisienne a affiché une modeste croissance économique de 1,4 % en 2024, accompagnée d'une baisse de la valeur ajoutée des activités industrielles. Cette modeste croissance du PIB a essentiellement traduit la bonne performance des secteurs des services et de la production agricole, dont les contributions à la croissance économique sur l'année se sont élevées respectivement à +1,6 % et +8,3 %, mais également la poursuite de la contraction des activités industrielles non manufacturières, dont la contribution a été négative (-5,6 % en 2024).

Au cours du premier semestre de 2025, la croissance économique a affiché un redressement graduel après un léger ralentissement au cours du premier trimestre 2025. Selon les estimations des comptes nationaux, le PIB à fin juin 2025, corrigé des variations saisonnières, aurait enregistré une croissance de 3,2 % en GA. En GT, c'est-à-dire par rapport au premier trimestre de l'année 2025, le PIB en volume a enregistré une hausse de 1,8 %.

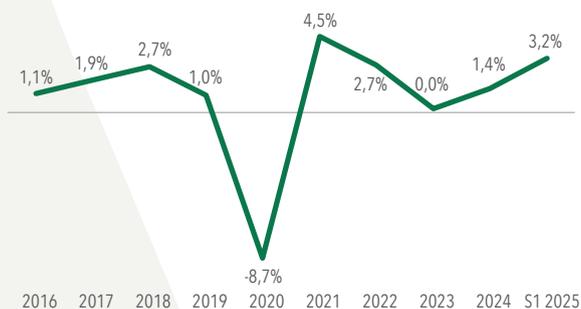
En effet, ce redressement de la croissance économique reflète essentiellement le dynamisme de la demande intérieure ainsi que l'effet des évolutions positives des activités des principaux secteurs, notamment celui de l'agriculture et de la construction. En fait, le secteur de l'agriculture, bénéficiant d'une bonne pluviométrie, a affiché une croissance de 9,8 % en GA et de 3,2 % en GT. Le secteur de la construction a témoigné d'une croissance annuelle vigoureuse de 9,6 % à fin juin 2025 et de 4,1 % en GT.

La contribution des secteurs à la croissance du PIB en Tunisie pour le 2^e trimestre 2025

Secteur	GA	GT
Services	1,9%	1,4%
Industries	3,4%	2,3%
↳ manufacturières	3,9%	1,2%
↳ non manufacturières	2,1%	6,1%
Construction	9,6%	4,1%
Agriculture, sylviculture & pêche	9,8%	3,2%
Croissance du PIB	3,2%	1,8%

Sources : INS et BCT.

Croissance du PIB réel en Tunisie



Source : INS.

La croissance économique a également été soutenue par la reprise modérée des industries manufacturières (une croissance de 3,9 % en GA et de 2,3 % en GT) et par celle des industries non manufacturières (énergie, mines, eau et traitement des déchets) affichant une croissance de 2,1 % en GA et de 6,1 % en GT. L'industrie semble se ressaisir, après avoir été en récession face à l'impact négatif de la guerre commerciale déclenchée par Trump sur l'Europe. Le secteur des services a affiché une croissance de 1,9 % en GA et de 1,4 % en GT. L'économie tunisienne demeure en deçà de son niveau d'avant-pandémie et reste exposée à des chocs extérieurs, en particulier aux fluctuations des prix des produits de base et aux tensions commerciales mondiales.

Selon les autorités locales, le taux de croissance économique devrait augmenter pour atteindre 3,2 % sur l'ensemble de l'année 2025, soutenu par la progression de l'activité dans tous les secteurs économiques. En effet, la valeur ajoutée du secteur agricole devrait progresser de 5,1 %. L'activité industrielle devrait également enregistrer une reprise (+3,3 % contre -2,7 % en 2024), tirée principalement par le redressement de l'activité manufacturière exportatrice, qui devrait bénéficier du rétablissement progressif de la conjoncture européenne. L'activité minière devrait aussi se consolider (+28,0 % contre 3,4 % en 2024). Les services marchands poursuivront leur évolution positive (+2,8 % contre 2 %) grâce à la bonne tenue de l'activité touristique.

2. Poursuite de la détente graduelle de l'inflation

La détente graduelle de l'inflation, amorcée depuis le mois de mars 2023, s'est poursuivie jusqu'en septembre 2025. Le taux d'inflation a été de 5 % en septembre 2025. Cet apaisement s'explique par la baisse de la principale mesure de l'inflation

« Profitant de l'apaisement des prix, la Banque Centrale a abaissé son taux directeur de 50 points de base à 7,5 %, marquant sa première réduction depuis plus de deux ans. »

Évolution du taux d'inflation en glissement annuel



Source : INS.

sous-jacente. En septembre 2025, le taux d'inflation sous-jacente (hors produits alimentaires et énergie) a baissé pour s'établir à 5,2 % contre 5,4 % le mois précédent.

Le recul de l'inflation s'explique également par le ralentissement du rythme d'évolution des prix du groupe des produits alimentaires (5,7 % en septembre 2025 contre 5,9 % en août 2025), des prix du groupe des loisirs et de la culture (4,6 % en septembre 2025 contre 5,4 % en août 2025), des prix du groupe des services des restaurants, cafés et hôtels (10,1 % en septembre 2025 contre 10,6 % en août 2025) et des prix du groupe des services de transport (3,1 % en septembre 2025 contre 3,6 % en août 2025). Selon la BCT, l'atténuation des tensions provient de facteurs externes sur la formation des prix, conjuguée à la transmission des actions antérieures de politique monétaire, soutenant ainsi la poursuite du processus désinflationniste graduel depuis le début de l'année 2025.

Profitant de cette accalmie, la Banque centrale a abaissé son taux directeur de 50 points de base à 7,5 % en mars 2025, marquant sa première réduction depuis plus de deux ans. Les récentes prévisions de la BCT laissent entrevoir une poursuite de l'orientation baissière graduelle de l'inflation, d'ici la fin de l'année 2025, avec un taux moyen de 5,3 % pour toute l'année, contre 7 % en 2024. Toutefois, des tensions inflationnistes plus fortes et plus persistantes que prévu provenant de l'évolution des prix internationaux des principaux produits de base et des matières premières pourraient porter l'inflation à la hausse.

Par ailleurs, l'accentuation des contraintes financières sur le budget de l'État et l'alourdissement du fardeau des dépenses de fonctionnement pourraient occasionner des ajustements à la hausse de certains prix administrés, en perspective. Pour sa part, le taux de change du dinar continue à bien se comporter vis-à-vis des principales devises, ce qui devrait soutenir la détente de l'inflation.

3. Les déficits jumeaux se sont élargis durant les neuf premiers mois de 2025, mais ils demeurent maîtrisés

Au terme des neuf premiers mois de 2025, les échanges commerciaux de la Tunisie avec l'extérieur font état d'une stagnation (+0,03 %) des exportations à 46 419,8 MDt et d'une hausse de 5,4 % des importations à 63 148,1 MDt traduisant,

ainsi, une aggravation du déficit commercial à -16 728,3 MDt, contre -13 497,4 MDt à fin septembre 2024. Le taux de couverture s'est établi à 73,5 %, contre 77,5 % durant la même période en 2024.

Par secteurs d'activités, les exportations du secteur des mines, phosphates et dérivés se sont hissées de +8 %, celles du secteur des industries mécaniques et électriques ont progressé de +6,4 %. Par ailleurs, les exportations ont été tirées vers le bas par le fort repli des exportations du secteur de l'énergie de -34,2 % sous l'effet de la diminution des ventes des produits raffinés (610,4 MDt contre 1466,2 MDt), ainsi que la dégradation des exportations du secteur des industries agroalimentaires de -14,6 % en raison de la baisse de la valeur des ventes en huile d'olive (2915,2 MDt contre 4038,5 MDt).

La hausse des importations trouve son origine dans l'accroissement des importations des biens d'équipement de +16,2 %, des matières premières et demi-produits de +8,1 % et des biens de consommation de +11,4 %. En revanche les importations des produits énergétiques et des produits alimentaires se sont repliées respectivement de -11,8 % et de -3,5 %.

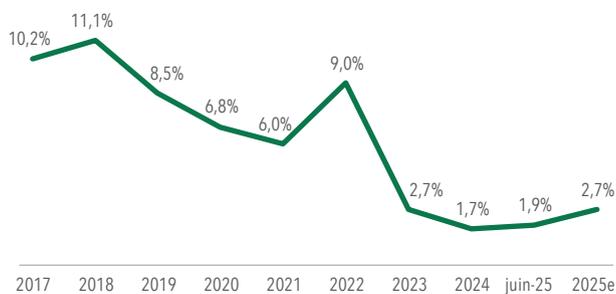
À noter que le déficit de la balance commerciale provient principalement du déficit énergétique (-8106,4 MDt), des matières premières et demi-produits de (-4990,8 MDt), des biens d'équipement de (-2693,7 MDt) et des biens de consommation (-1557,4 MDt). En revanche, le groupe alimentation a enregistré un excédent de +620 MDt.

À fin juin 2025, le déficit courant s'est creusé pour atteindre 3 399 MDt (ou 1,9 % du PIB), contre 1964 MDt (ou 1,2 % du PIB) une année auparavant. L'aggravation du déficit courant a été relativement atténuée par la bonne tenue des transferts des Tunisiens Résidents à l'Étranger (+ 8,3 % à 4 milliards de dinars à fin juin 2025) et la bonne évolution des recettes touristiques (+8,4 % à 3,3 milliards de dinars à la fin du premier semestre 2025). Rappelons qu'en 2024, le déficit courant était de 1,7 % du PIB.

4. Des réserves en devises résilientes

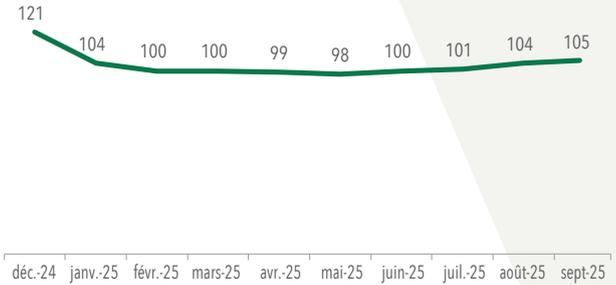
Les avoirs nets en devises de la Banque centrale de Tunisie continuent à faire preuve de résilience. Elles se sont établies à 24,2 milliards de dinars à fin septembre 2025, soit 105 jours d'importations, contre 121 jours d'importation à fin décembre 2024.

Évolution du déficit courant (en % du PIB)



Sources : INS et FMI.

Évolution mensuelle des réserves en devises (en jours d'importation)



Source : BCT.

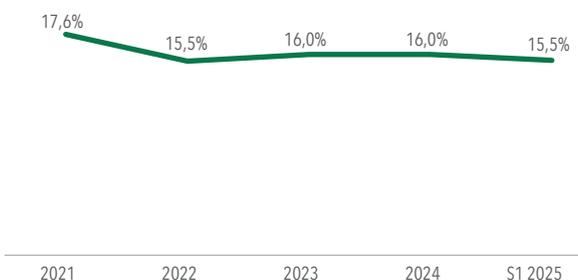
Le repli accusé par les réserves en devises par rapport à fin 2024 s'explique par le remboursement de la Tunisie au cours du premier trimestre 2025, d'environ 9 milliards de dinars de service de la dette, dont 5,1 milliards de dinars destinés au remboursement de la dette extérieure. Par ailleurs, 3,3 milliards de dinars ont été versés en date du 29 janvier 2025, au titre d'un remboursement intégral d'un emprunt obligataire contracté en 2015.

Le mois de juin a été également assez tendu, avec des remboursements d'environ 2,2 milliards de dinars en principal de la dette publique intérieure et extérieure. La Tunisie continue de rembourser ses engagements envers le FMI avec des remboursements (y compris les intérêts) de 1,5 milliard de dinars au titre de l'ensemble de l'année 2025. Somme toute, le total budgétisé des principales échéances de remboursement de la dette publique intérieure et extérieure pour 2025 s'élève à 18,2 milliards de dinars.

5. Un taux de chômage toujours élevé

Au deuxième trimestre 2025, le taux de chômage a diminué pour atteindre 15,3 %, contre 15,7 % au premier trimestre 2025, soit une moyenne de 15,5 % au cours du premier semestre de l'année en cours. Par sexe, le taux de chômage a baissé à 12,6 % pour les hommes, contre 13,6 % en T1 2025. Cependant, il a augmenté à 20,9 %, contre 20,3 % au T1 2025 chez les femmes. Le taux de chômage des jeunes âgés de 15 à 24 ans a diminué au cours du deuxième trimestre 2025, atteignant 36,8 % contre 37,7 % au premier trimestre 2025. Le rythme de la croissance économique reste toutefois insuffisant pour résorber ce chômage élevé.

Évolution du taux de chômage entre 2021 et 2025



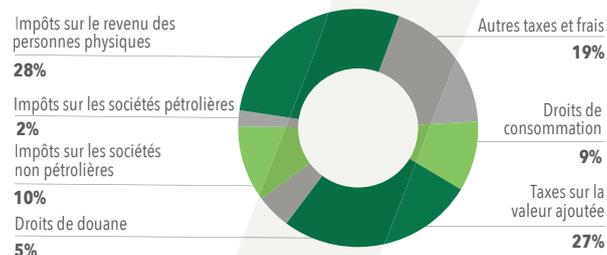
Source : INS.

6. Un déficit budgétaire attendu en légère baisse en 2025 et un endettement qui culmine à des niveaux inédits

La loi de Finances 2025 est venue répondre à un contexte marqué par une croissance économique atone, un endettement de plus en plus lourd et des difficultés grandissantes d'accès aux financements extérieurs. Une légère hausse de +0,5 % du budget de l'État à 78,231 milliards de dinars a été prévue. La loi de Finances 2025 se base sur un taux de croissance du PIB en 2025 de 3,2 % et un cours moyen du baril de pétrole de 77,4 \$.

Selon la loi de Finances 2025, les recettes fiscales et non fiscales devraient augmenter légèrement de 1,8 % à 50 milliards de dinars, contre une croissance de 8,4 % constatée en 2024. Cette croissance traduit une hausse des recettes fiscales de 2,7 % à 45,2 milliards de dinars et un repli de -6,5 % des recettes non fiscales à 4,8 milliards de dinars. La croissance des ressources fiscales, représentant l'essentiel des ressources

Structure des ressources fiscales de l'État en 2025



Source : loi de Finances 2025.

« Le financement du déficit budgétaire pose actuellement des défis réels, notamment avec les difficultés liées à la mobilisation de ressources extérieures »

Évolution de la dette publique (en MdsDt)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e
Dette publique (en milliards de dinars)	83,3	93,0	104,2	114,9	126,5	140,0	150,7
en % du PIB	73,2%	77,9%	79,6%	79,9%	79,8%	79,8%	79,5%

Sources : ministère des Finances et FMI.

Budget de l'État en 2025 (en MDt)

Ressources	2022	LFR 2023	LF 2024	LF 2025	Δ LF 2025/LF 2024	
Ressources propres	40 993	45 360	49 160	50 028	868	1,8%
↳ fiscales	35 449	39 488	44 050	45 249	1 199	2,7%
↳ non fiscales	5 544	5 872	5 110	4 779	-331	-6,5%
Emprunts	19 671	25 879	28 708	28 203	-505	-1,8%
↳ intérieurs	10 503	11 368	11 743	21 872	10 129	86,3%
↳ extérieurs	7 777	10 563	16 445	6 131	-10 314	-62,7%
↳ autres (Ressources de Trésorerie)	1 391	3 948	520	200	-320	
Total Ressources	60 664	71 239	77 868	78 231	363	0,5%

Dépenses	2022	LFR 2023	LF 2024	LF 2025	Δ LF 2025/LF 2024	
Dépenses de gestion	41 209	44 254	45 946	47 851	1 905	4,1%
↳ Salaires	21 125	22 772	23 711	24 389	678	2,9%
↳ Compensation	11 999	11 475	11 337	11 593	256	2,3%
↳ Autres	8 085	10 007	10 898	11 870	972	8,9%
Dépenses d'investissement	4 611	4 693	5 274	5 426	152	2,9%
Service de la dette	14 575	22 092	26 448	24 753	-1 695	-6,4%
↳ Principal	9 778	14 968	17 863	18 203	340	1,9%
↳ Intérêts	4 797	7 124	8 585	6 550	-2 035	-23,7%
Crédit et avances sur Trésor	269	200	200	200	-	0,0%
Total dépenses	60 664	71 239	77 868	78 231	363	0,5%

Sources : ministère des Finances et FMI.

«La plus importante dépense de gestion, qui ne cesse de grever la balance des finances publiques, demeure la masse salariale, s'élevant à 24,4 milliards de dinars (près de la moitié des ressources collectées sur l'année).»

propres de l'État (90,4 %), devrait être essentiellement portée par une amélioration de la collecte d'impôts directs sur les sociétés (+11,3 %) et sur les personnes physiques (+3,2 %). Les taxes indirectes devraient se maintenir stables en 2025.

Les ressources de l'État proviennent à hauteur de 57,8 % de la fiscalité. Le reliquat est essentiellement comblé par l'endettement (36,1 %). En 2025, les ressources d'emprunts devraient s'effriter de -1,8 % pour s'établir à 28 203 MDt. Face aux difficultés grandissantes d'accès aux marchés financiers internationaux et à la collecte incertaine d'emprunts extérieurs (-62,7 % à 6 131 MDt), l'État aura, en 2025, un recours massif aux emprunts intérieurs (+86,3 % à 21 872 MDt).

La plus importante dépense de gestion, qui ne cesse de grever la balance des finances publiques, demeure la masse salariale, s'élevant à 24,4 milliards de dinars (près de la moitié des ressources collectées sur l'année). Le montant de la charge de compensation devrait s'élever à 11 593 MDt, en hausse de 2,3 % par rapport à la loi de Finances 2024. Pour ce qui est des autres dépenses de gestion, outre les salaires et la compensation, elles devront croître de 8,9 % à 11,9 milliards de dinars. Les dépenses d'investissement, toujours insuffisantes, devraient croître de 2,9 % pour s'établir à 5 426 MDt à fin 2025.

En 2025, le Gouvernement prévoit un déficit budgétaire avant dons et privatisations de -10 150 MDt, représentant -5,4 % du PIB, contre un déficit de -11 515 MDt prévu dans la loi de Finances 2024, soit -6,6 % du PIB. Le déficit primaire, qui s'est instauré depuis la Révolution, devrait s'aggraver, en 2025, pour atteindre -3 450 MDt contre -2 260 MDt en 2024. La dette publique atteindrait l'importante somme de 150,7 milliards de dinars, soit 79,5 % du PIB, contre 79,8 % du PIB dans la loi de Finances 2024. Le service de la dette, atteignant 24,8 milliards de dinars, dépasse pour la deuxième année consécutive la masse salariale. La baisse du déficit traduit une gestion budgétaire plus stricte, notamment via la réduction de la masse salariale publique et des subventions. Selon les prévisions de la Banque mondiale, une poursuite de l'ajustement budgétaire est attendue, avec un déficit budgétaire ramené à 5,3 % en 2025 et à 4,7 % en 2026, malgré des besoins de financement toujours élevés.

III. PERSPECTIVES DE L'ÉCONOMIE NATIONALE

Après avoir marqué l'une des reprises économiques post-COVID-19 des plus lentes de la région Moyen-Orient et Afrique du Nord, une accélération de la croissance a été constatée en 2025 soutenue par la normalisation des conditions climatiques, ayant pesé sur l'activité agricole l'année précédente, ainsi que

par une forte demande touristique. Il convient de préciser que l'économie tunisienne demeure en deçà de son niveau d'avant-pandémie et reste exposée à des chocs extérieurs, en particulier aux fluctuations des prix des produits de base et aux tensions commerciales mondiales.

À fin juin 2025, la croissance du PIB a été de 3,2 %. Selon les autorités locales, la croissance serait de 3,2 % sur l'année 2025. Selon les projections du FMI, la croissance du PIB devrait s'établir à 2,5 % en 2025 alors que, selon la Banque mondiale, une légère accélération à 2,6 % en 2025 ainsi qu'une croissance plafonnée à 2,1 % en 2026, en l'absence de réformes structurelles profondes.

Soulignant les progrès récents de l'économie nationale et notamment le net ralentissement de l'inflation, la résilience de la balance des paiements, la contraction du déficit courant (passant à 1,7 % du PIB en 2024 contre 9 % quelques années auparavant) et du déficit budgétaire, et la capacité du pays à honorer ses engagements extérieurs, les agences de notation internationales ont révisé à la hausse la note souveraine de la Tunisie.

En effet, pour la première fois depuis plus de dix ans, en février 2025, MOODY'S a relevé la note souveraine de la Tunisie de Caa2 à Caa1 avec perspective stable, saluant la résilience de la balance des paiements et la capacité du pays à honorer ses engagements extérieurs, le remboursement de la dette extérieure du secteur privé et la stabilité des réserves de change de la Banque centrale. À fin août 2025, soulignant les mêmes constats, MOODY'S a maintenu la notation souveraine de la Tunisie à Caa1 assortie de perspective stable.

L'agence de notation FITCH RATINGS a annoncé, vendredi 12 septembre 2025, avoir relevé les notes de défaut émetteur (IDR) à long terme de la Tunisie, en devises étrangères et locales, de «CCC+» à «B-», avec une perspective stable.

1. Une amélioration de la note souveraine

La révision à la hausse reflète une amélioration continue de la position extérieure de la Tunisie, avec des déficits courants plus faibles, des investissements directs étrangers (IDE) nets résilients et des décaissements de la part de partenaires multilatéraux et bilatéraux, qui contribuent à la solidité des réserves internationales et soutiennent une liquidité extérieure suffisante. Les notes de la Tunisie restent limitées par un accès toujours restreint au financement extérieur en l'absence d'accès aux marchés financiers internationaux, ainsi que par une forte vulnérabilité du budget et des comptes extérieurs face aux chocs des prix des matières premières, en l'absence de réformes des subventions.

2. Un déficit courant plus faible

FITCH prévoit que le déficit courant s'élargira à 2,2 % du PIB en 2025 et à 2,8 % en 2027, contre 1,5 % en 2024, en raison de la baisse des prix de l'huile d'olive et de l'augmentation des importations de biens. Cela reste toutefois bien inférieur à la moyenne de 7,9 % enregistrée entre 2010 et 2022, grâce à une nette amélioration de la balance des services (de 10 % du PIB en 2018 à 14 % en 2023 et 2024) et des envois de fonds (de 4 % du PIB en 2018 à 6 % en 2023 et 2024), bien que cela dépasse la prévision médiane pour les pays notés «B», qui est de 1,8 % en 2027.

3. Un financement extérieur résilient

Les entrées nettes d'IDE, se chiffrant à 1,4 % du PIB en 2024, se sont montrées résilientes face aux chocs extérieurs (moyenne 2010-2019 : 2,1 % du PIB). Les emprunts extérieurs ont été affectés par l'absence d'accès aux marchés depuis 2021 et par l'absence de programme avec le FMI, mais les décaissements de la part des partenaires multilatéraux et bilatéraux (2,2 % du PIB en 2024) sont restés stables. FITCH anticipe un rebond des IDE en 2025 (au premier semestre 2025 : +54 % en dollars par rapport au premier semestre 2024) et la poursuite des décaissements multilatéraux et bilatéraux entre 2025 et 2027.

4. Une réduction des sorties nettes de financement extérieur

FITCH RATINGS anticipe que la baisse des remboursements de la dette extérieure publique, combinée à des sources de financement extérieur résilientes, contribuera à réduire les flux nets négatifs de financement extérieur de la Tunisie, passant d'un record de 3,7 % du PIB en 2024 à 1 % en 2027. La seule euro-obligation en circulation de la Tunisie, d'un montant de 700 millions d'euros, arrivera à échéance en juillet 2026. L'agence prévoit que les réserves internationales de la Tunisie diminueront pour atteindre l'équivalent de 3,9 mois de paiements extérieurs courants en 2027, contre 4,5 mois en 2024, mais qu'elles resteront à un niveau suffisant pour faire face à la baisse des remboursements de dette extérieure.

5. Des besoins de financement budgétaire élevés, mais en baisse

FITCH estime que les besoins de financement budgétaire (hors refinancement de dette à court terme) diminueront de 18 % du PIB en 2024 à 16 % en 2025, 15 % en 2026 et 13,5 % en 2027. Cela reste bien au-dessus de la moyenne 2015-2019 (9 %) et de la médiane de la catégorie « B » pour 2027 (8 %). L'agence de notation prévoit que les remboursements de la dette extérieure baisseront à 3,8 % du PIB en 2027, contre 5,8 % en 2024. Malgré une plus grande dépendance au financement intérieur ces dernières années, FITCH estime que les remboursements intérieurs resteront globalement stables à 5,6 % du PIB en 2027, contre 5,8 % en 2024.

6. Un soutien de la BCT au financement

La stabilité des remboursements intérieurs est en partie due aux prêts à taux zéro accordés par la Banque centrale de Tunisie au Gouvernement en 2024 (4,4 % du PIB) et 2025 (4,1 %), avec une maturité de 10 ans et une période de grâce de trois ans. L'agence de notation prévoit que le Gouvernement aura besoin de 9 % du PIB en financement intérieur à long terme (hors financement par la Banque centrale) en 2025, et de 8 % en 2026, contre 10 % en 2024.

Selon l'agence de notation, le Gouvernement sollicitera à nouveau un prêt de 3,8 % du PIB auprès de la Banque centrale en 2026, qui sera en partie utilisé pour rembourser l'euro-obligation en cours. FITCH RATINGS estime que les besoins de financement intérieur atteindront 11 % du PIB en 2027, sous l'hypothèse que le financement monétaire prenne fin après 2026.

7. Un lien accru entre l'État et les banques

FITCH pense que le secteur bancaire local pourrait contribuer à répondre aux besoins de financement de l'État, car la croissance des dépôts et la faible demande de crédit soutiennent la liquidité du secteur. Toutefois, cela augmentera l'exposition des banques au secteur public, qui représente déjà environ 20 % de leurs actifs totaux, ce qui nécessitera un refinancement des banques locales par la Banque centrale.

8. Une diminution des déficits budgétaires

FITCH prévoit que la masse salariale restera contenue en 2025, ce qui, conjugué à la baisse des subventions, permettra de réduire le déficit budgétaire à 5,3 % du PIB en 2025, contre 6,3 % en 2024. Le Gouvernement a annoncé qu'il reprendrait les recrutements dans la fonction publique en 2026, après trois années de gel. Cela contribuera à stabiliser la masse salariale à environ 13,5 % du PIB jusqu'en 2027, contre 13,9 % en 2024. L'agence de notation anticipe une baisse de 0,6 point de pourcentage du PIB du coût des subventions en 2026, en raison de la baisse des prix des matières premières selon son scénario de base. Cela permettra de réduire davantage le déficit à 4,7 % du PIB en 2026 et à 4 % en 2027.

9. Une dette publique élevée

FITCH prévoit que la dette publique restera élevée, à 83 % du PIB en 2025, contre 84,5 % en 2024. Cette légère baisse est principalement due à un affaiblissement du dollar américain par rapport au dinar. La réduction attendue du déficit primaire permettra à la dette publique de rester globalement stable jusqu'en 2027.

10. Des finances publiques vulnérables aux chocs extérieurs

Selon l'agence de notation, le budget reste rigide et vulnérable aux chocs extérieurs. FITCH n'anticipe pas de réformes budgétaires significatives. Le coût budgétaire des subventions reste vulnérable aux chocs de prix sur les marchés internationaux. Toutefois, l'agence prévoit que la gestion stricte du marché des changes et la solidité des réserves internationales maintiendront un taux de change globalement stable jusqu'en 2027, mais la trajectoire de la dette reste sensible à une dépréciation de la monnaie.

FITCH RATINGS précise, enfin, que la note pourrait être révisée à la hausse si la Tunisie parvient à réduire durablement le déficit et à accroître ses réserves de change. A contrario, un élargissement du déficit ou une baisse rapide des réserves pourrait entraîner un risque de dégradation.

Récemment, le 26 août 2025, l'agence de notation japonaise R&I a confirmé la notation de l'émetteur en devises étrangères à « B- » et a révisé la perspective de la note de négative à stable. Selon l'agence, l'économie tunisienne est en phase de reprise. Le déficit du compte courant s'est réduit et les réserves de change ont augmenté. Les inquiétudes liées à la liquidité en devises se sont atténuées, malgré l'absence de perspective claire d'un soutien financier du FMI. Le déficit budgétaire suit une tendance baissière en pourcentage du PIB, tandis que le ratio de la dette publique recule également, mais de façon modérée. Avec l'engagement du Gouvernement à rétablir sa

position budgétaire, R&I considère que l'incertitude concernant le remboursement de la dette diminue.

Selon l'agence nipponne, étant donné la faible part des exportations tunisiennes vers les États-Unis, les impacts directs des mesures tarifaires réciproques seraient limités, mais il convient de rester attentif aux effets indirects que la Tunisie pourrait subir en fonction de la conjoncture économique en Europe, son principal débouché à l'exportation. Si la production agricole et le tourisme continuent de croître régulièrement, l'économie tunisienne devrait enregistrer une croissance similaire de 1,5 % à 2 % en 2026 et au-delà, bien que dépendante de la demande extérieure et de l'évolution de la situation politique intérieure.

Le solde du compte courant reste déficitaire en raison du déficit commercial, notamment à cause de la flambée des prix de l'énergie.

Ces dernières années, l'excédent du solde des services s'est élargi, soutenu par la hausse des recettes touristiques. Avec un solde positif du revenu primaire grâce aux transferts des Tunisiens Résidents à l'Étranger, le déficit du compte courant s'est réduit en proportion du PIB. En 2024, il s'est établi à 1,7 % du PIB. À l'avenir, le solde courant devrait afficher un déficit compris entre 2 et 3 % du PIB, en raison de la hausse des importations d'énergie, de biens intermédiaires et de biens de consommation, tirée par l'accroissement de l'activité économique. Parallèlement à l'amélioration du compte courant, les réserves de change se sont stabilisées à un niveau jugé satisfaisant.

Selon l'agence de notation R&I, pour garantir le remboursement de la dette à moyen et long terme, le Gouvernement doit instaurer un environnement propice au développement de l'activité économique, y compris par l'investissement domestique et étranger, tout en sécurisant des sources stables de financement extérieur.

La Banque mondiale insiste sur la nécessité de réformes structurelles et d'investissements stratégiques dans les infrastructures logistiques et portuaires, qui pourraient constituer un levier majeur de croissance. Selon ses estimations, une amélioration de la connectivité commerciale et portuaire permettrait d'ajouter 4 à 5 points de pourcentage à la croissance du PIB sur le moyen terme, et jusqu'à 11 à 14 points de pourcentage si la Tunisie réussissait à devenir un hub régional de transbordement. Pour y parvenir, les priorités consistent à moderniser les installations portuaires, digitaliser les procédures douanières, renforcer la gouvernance et attirer des investissements privés via des partenariats public-privé.

Somme toute, si la Tunisie a démontré une certaine capacité de résilience, notamment par le redressement de ses comptes extérieurs et la stabilisation progressive de son cadre macroé-

conomique, sa trajectoire reste dépendante de financements externes incertains et d'une mise en œuvre effective des réformes. La consolidation budgétaire et la modernisation de la connectivité apparaissent aujourd'hui comme les deux conditions incontournables pour restaurer durablement la confiance des investisseurs et relancer la croissance.

La Tunisie, malgré des vulnérabilités persistantes, dispose aujourd'hui de marges d'amélioration significatives pour renforcer sa résilience économique et attirer davantage la confiance des investisseurs. Les efforts de consolidation budgétaire et la baisse récente de l'inflation constituent des signaux encourageants.

Afin de transformer ces acquis en trajectoire de croissance durable, plusieurs pistes ont été proposées par la Banque mondiale :

- 1. Accélérer les réformes structurelles** : moderniser l'administration publique, rationaliser les dépenses et améliorer l'efficacité des subventions, afin de dégager des marges pour l'investissement productif.
- 2. Renforcer la connectivité et les infrastructures logistiques** : la modernisation des ports, la digitalisation des procédures et le développement des partenariats public-privé peuvent positionner la Tunisie comme un hub régional, générant des gains de croissance estimés entre 4 et 14 % du PIB à moyen terme.
- 3. Stimuler l'investissement privé et l'innovation** : améliorer le climat des affaires, simplifier la fiscalité et encourager les investissements verts et numériques.
- 4. Valoriser les atouts de l'économie réelle** : agriculture, tourisme, services numériques et industries exportatrices, en capitalisant sur la proximité de la Tunisie avec l'Europe et l'Afrique subsaharienne.
- 5. Maintenir la stabilité financière** : préserver la solidité du secteur bancaire, diversifier les sources de financement et renforcer la coopération avec les partenaires bilatéraux et multilatéraux.

En consolidant ces orientations, la Tunisie pourrait non seulement stabiliser son cadre macroéconomique, mais aussi renouer avec une croissance inclusive et durable, à même de répondre aux attentes sociales et de soutenir l'emploi, notamment des jeunes.

«En consolidant ses réformes budgétaires et en modernisant sa connectivité logistique, la Tunisie dispose d'opportunités réelles pour renforcer sa résilience et attirer de nouveaux investissements. En capitalisant sur ses atouts structurels – agriculture, tourisme et proximité géographique –, le pays peut renouer avec une croissance plus inclusive et durable.»

Les principaux agrégats de l'économie tunisienne

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e
PIB au prix courant (en milliards de Dt)	84,7	90,4	97,4	105,6	113,8	119,4	130,9	146,4	152,7	166,2	183,2
Croissance du PIB	1,0 %	1,1 %	1,9 %	2,7 %	1,0 %	-8,7 %	4,5 %	2,7 %	0,0 %	1,4 %	3,2 %
Taux d'investissement (% du PIB)	21,7 %	20,5 %	21,3 %	22,9 %	19,8 %	12,7 %	15,3 %	14,2 %	12,3 %	11,8 %	10,7 %
Taux d'épargne (% du PIB)	12,6 %	10,8 %	11,6 %	12,2 %	11,7 %	6,7 %	9,3 %	5,2 %	9,6 %	10,2 %	8,0 %
Taux d'inflation	4,9 %	3,7 %	5,3 %	7,3 %	7,0 %	5,7 %	5,7 %	8,3 %	9,3 %	7,0 %	5,3 %
Budget de l'État (en milliards de Dt)	26,9	29,2	34,3	37,8	42,3	49,7	55,5	60,6	71,2	77,9	78,2
Déficit budgétaire (% du PIB)	-4,8 %	-6,1 %	-6,1 %	-4,8 %	-3,5 %	-10,5 %	-7,9 %	-7,4 %	-8,0 %	-6,6 %	-5,4 %
Dettes publiques (en milliards de Dt)	46,9	57,5	67,9	82,3	83,3	93	104,2	114,9	126,7	135	147,4
Dettes publiques (% du PIB)	55,4 %	63,6 %	69,7 %	77,9 %	73,2 %	77,9 %	79,6 %	78,5 %	83,0 %	81,2 %	80,5 %

Sources : ministère des Finances, BCT et FMI.

ACTUALITÉS INTERNATIONALES

Trump 2.0 : le grand retour des guerres commerciales

Introduction

Réélu en novembre 2024, Donald Trump entame en 2025 un second mandat placé sous le signe du nationalisme économique et du protectionnisme commercial.

Revendiquant une politique baptisée *America First Trade Policy*, il relance une série de guerres commerciales à l'échelle mondiale dès les premières semaines de son retour au pouvoir. Ces mesures, qualifiées de « guerre commerciale 2.0 », s'inscrivent dans la continuité de son premier mandat (2017-2021), mais avec une ampleur accrue, touchant plus de 40 % des importations américaines.

S'appuyant sur des droits de douane massifs, une diplomatie économique agressive et des négociations bilatérales musclées, Trump cherche à redéfinir les termes des échanges internationaux au bénéfice des États-Unis. Cependant, cette stratégie suscite des réactions vives à l'étranger, tout en générant de lourdes incertitudes économiques.

Cette étude se propose d'analyser les ressorts, le déroulement et les conséquences de ces nouvelles guerres commerciales jusqu'au 30 septembre 2025.

I. DES DÉFICITS JUMEAUX ABYSSAUX POUR LES ÉTATS-UNIS

L'offensive commerciale américaine initiée sous la présidence de Donald Trump repose sur un constat économique interne préoccupant : les États-Unis font face à des déficits persistants, tant sur le plan commercial que budgétaire. Depuis plusieurs décennies, la première puissance économique mondiale enregistre des importations nettement supérieures à ses exportations. En 2024, le déficit commercial a atteint 920 milliards de dollars, soit environ 3,1 % du PIB. Par ailleurs, aucun excédent budgétaire n'a été observé depuis les années 1970. À titre d'illustration, pour l'exercice fiscal 2024, le déficit budgétaire des États-Unis s'est monté à 1 800 milliards de dollars, soit 6,4 % du PIB.

Le déséquilibre extérieur des États-Unis s'explique en grande partie par la force structurelle du dollar. Une devise surévaluée accroît le pouvoir d'achat des ménages américains, mais pénalise la compétitivité-prix des exportations nationales. Autrement dit, la solidité du dollar encourage une surconsommation de biens étrangers. Cette situation découle aussi du statut international du dollar, qui reste la principale monnaie de transaction mondiale ainsi qu'une réserve de référence pour les grands argentiers du monde. Si cette position centrale consti-

tue un atout géopolitique majeur pour les États-Unis, elle entraîne également une surévaluation chronique de la devise, ce qui fragilise les exportations et aggrave les déséquilibres budgétaires fédéraux.

Ces « déficits jumeaux » – commercial et budgétaire – reflètent une dynamique économique insoutenable, caractérisée par une dépendance croissante au financement extérieur. Face à cette situation jugée alarmante par l'ensemble de la classe politique américaine, l'administration Trump a lancé à partir de 2017 une politique commerciale offensive visant à rétablir les équilibres macroéconomiques par des mesures protectionnistes et une remise en cause des accords commerciaux existants.

II. UNE OFFENSIVE PROTECTIONNISTE FAISANT D'UNE PIERRE PLUSIEURS COUPS

L'offensive douanière du président républicain poursuit quatre principaux objectifs.

Le premier volet de cette stratégie vise la souveraineté industrielle. Des taxes ciblées ont été imposées dès 2018 sur des produits stratégiques, comme l'acier et l'aluminium.



Depuis 2025, cette logique s'est étendue à d'autres secteurs jugés essentiels – comme l'automobile, les semi-conducteurs, etc. – avec l'objectif de relocaliser les chaînes de production et de renforcer la base industrielle américaine à grand renfort de promesses d'achats de produits stratégiques américains et d'investissements sur le sol du pays de l'OnCLE Sam.

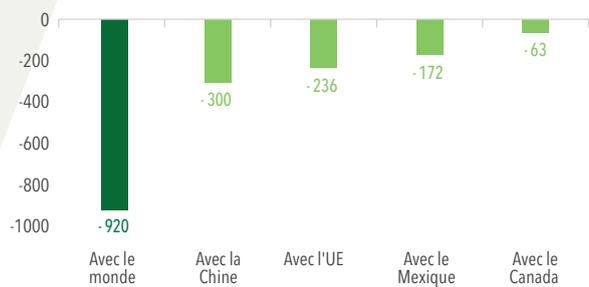
Le second objectif est d'ordre budgétaire : en avril 2025, un droit de douane généralisé de 10 % sur toutes les importations a été instauré. Cette taxe, appliquée sur environ 4 000 milliards de dollars d'importations, pourrait générer plusieurs centaines de milliards de recettes annuelles, contribuant ainsi à financer des baisses d'impôts ciblées.

Le troisième pilier de cette stratégie repose sur le principe de «réciprocité» commerciale. L'administration Trump souhaite adapter les droits de douane en fonction des déséquilibres bilatéraux constatés avec ses partenaires commerciaux. Ce changement marque une rupture avec le principe traditionnel de non-discrimination dans le commerce international.

Enfin, les droits de douane servent de levier pour obtenir des concessions de la part des pays concernés, afin de défendre les intérêts américains. En ce qui concerne le Mexique et le Canada, l'objectif est de les contraindre à renforcer les contrôles aux frontières pour limiter les flux migratoires et le

Déficit commercial des États-Unis en 2024

US\$Mds



Source : Département du commerce américain.

«Les droits de douane servent notamment de levier pour obtenir des concessions de la part des pays concernés afin de défendre les intérêts américains»

trafic de fentanyl (qui est au cœur de la crise américaine des opioïdes depuis les années 2010). Quant à la Chine, elle est accusée de faciliter l'importation aux États-Unis des substances nécessaires à la fabrication de cet opiacé, responsable de dizaines de milliers de décès par overdose chaque année.

III. LES CONSÉQUENCES DES GUERRES COMMERCIALES DE TRUMP : UN JEU À SOMME NÉGATIVE

La vague de protectionnisme lancée par Donald Trump et sa stratégie visant à privilégier les négociations bilatérales viennent une nouvelle fois remettre en question les limites de la mondialisation, déjà durement affectée par la pandémie de la COVID-19 et la guerre en Ukraine.

1. Les États-Unis : la première victime

À première vue, Donald Trump semble sortir gagnant de la guerre commerciale mondiale qu'il a relancée depuis son retour à la Maison-Blanche en janvier 2025.

Le président américain est parvenu à imposer sa ligne à plusieurs partenaires commerciaux clés, instaurant des droits de douane étendus sur la quasi-totalité des importations. Ces mesures ont permis de réduire le déficit commercial des États-Unis tout en générant des recettes mensuelles substantielles pour le Trésor fédéral, dans un contexte budgétaire tendu.

Cependant, plusieurs incertitudes subsistent, notamment quant à la concrétisation des engagements d'achat de produits américains et d'investissements sur le territoire américain pris par certains partenaires. De plus, les effets de ces hausses tarifaires sur l'inflation, la consommation intérieure et la croissance économique soulèvent encore de vives préoccupations.

La plupart des études macroéconomiques montrent qu'une hausse significative des tarifs aurait pour effet de réduire le PIB et l'emploi aux États-Unis. Par exemple, plus de la moitié des importations concernent des composants ou des matières premières qui sont ensuite intégrés dans les produits fabriqués aux États-Unis. Cela inclut, entre autres, la majorité des minéraux critiques et environ 90 % des ingrédients pharmaceutiques actifs. Ces dynamiques ne changeront pas du jour au lendemain. L'augmentation des coûts de ces biens nuit à la compétitivité des nombreuses entreprises américaines qui dépendent de ces intrants étrangers, en particulier celles qui exportent leurs produits. Dans ce contexte, les tarifs fonctionneraient en quelque sorte comme une taxe sur les exportations.

2. Un modèle de développement menacé de délitement pour les pays émergents

Selon Koen De Leus, économiste en chef chez BNP Paribas Fortis et coauteur du livre *Les 5 tendances de la nouvelle économie mondiale*, le coup porté au libre-échange de l'administration américaine risque de mettre fin au modèle de développement économique des pays émergents. « Pour les pays émergents, la menace est encore plus profonde. Depuis des années, des pays comme le Vietnam ou le Mexique font

office de chemins de traverse pour l'export chinois : en y déplaçant leur production, les entreprises chinoises ont pu esquiver les tarifs américains. Le Vietnam a doublé sa part dans les importations américaines depuis 2019. Les exportations du Laos, qui risquent de voir s'appliquer un tarif de 40 %, ont quadruplé sur cette période. Les droits de douane élevés risquent de mettre fin à ce modèle », estime M. De Leus.

3. La reconfiguration du commerce international

Les guerres commerciales relancées par Donald Trump en 2025, avec l'imposition massive de droits de douane sur les importations, ont certes fragilisé le commerce international, mais elles ont aussi généré des effets d'aubaine pour plusieurs pays et secteurs. En ciblant principalement des partenaires majeurs comme la Chine ou l'Union européenne, ces mesures ont ouvert des espaces de marché que d'autres économies ont su occuper rapidement.

Le Brésil figure parmi les principaux bénéficiaires. En raison des sanctions chinoises sur les produits agricoles américains, la Chine s'est tournée vers le Brésil pour ses importations de soja, de viande ou d'autres matières premières agricoles. Cette réorientation a entraîné une forte hausse des exportations brésiliennes, consolidant la position du pays sur les marchés asiatiques.

Le Vietnam a également tiré parti du retrait partiel de la Chine, notamment dans les secteurs du textile, de l'électronique et de l'ameublement. En 2025, ses exportations vers les États-Unis ont enregistré une croissance à deux chiffres. Plusieurs entreprises internationales ont relocalisé leur production au Vietnam pour contourner les tarifs américains sur les produits chinois, faisant du pays un nouveau hub industriel régional.

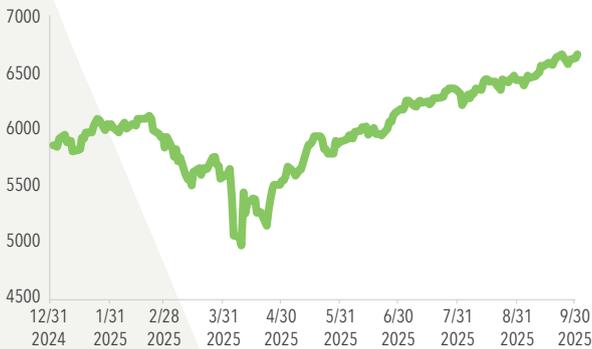
L'Inde, moins exposée directement aux hausses tarifaires américaines, a su tirer profit de la situation pour renforcer sa présence dans des secteurs comme la pharmacie ou les technologies électroniques. Elle a aussi diversifié ses partenaires commerciaux, ce qui a renforcé sa résilience face aux perturbations du commerce mondial.

Enfin, le Canada et le Mexique, malgré leur proximité avec les États-Unis, ont su s'adapter aux nouvelles règles du jeu commercial, notamment à travers l'Accord États-Unis-Mexique-Canada (USMCA). Ces pays ont maintenu une certaine stabilité de leurs échanges, notamment dans les chaînes de valeur liées à l'automobile ou aux biens intermédiaires.

Cependant, ces opportunités restent fragiles. Certains pays, comme le Vietnam, ont vu une partie de leurs avantages remis en question par de nouvelles surtaxes américaines. D'autres, comme le Brésil, sont confrontés à des effets secondaires, tels que la hausse des prix alimentaires internes. Ces effets d'aubaine, bien réels, dépendent donc largement des évolutions futures de la politique commerciale américaine et des réponses des partenaires internationaux.

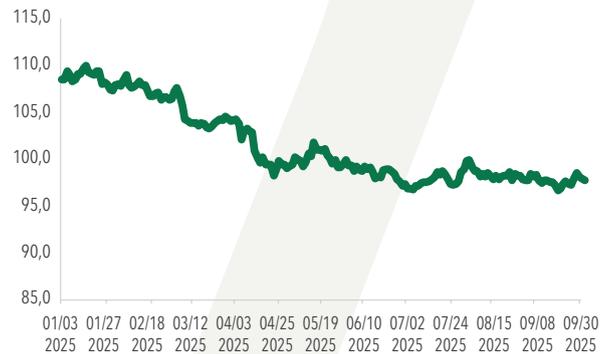
« Les guerres commerciales relancées par Trump en 2025 ont certes fragilisé le commerce international mais ont aussi généré des effets d'aubaine pour plusieurs pays et secteurs »

Évolution de l'indice S&P 500 depuis le début de l'année 2025



Source : FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS.

Évolution de l'indice du dollar américain* depuis le début de l'année 2025



* L'indice du dollar américain, ou DXY, mesure la performance du dollar par rapport à un panier d'autres devises, notamment l'EUR, le JPY, le GBP, le CAD, le CHF et le SEK.

Source : FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS.

4. Le poids des incertitudes sur les marchés financiers

Les annonces et volte-faces de Donald Trump sur les hausses de droits de douane ont secoué les marchés financiers mondiaux. Les marchés savent mieux que quiconque que le protectionnisme est l'ennemi de l'efficacité économique.

a. Une volatilité boursière généralisée

À Wall Street, les principaux indices boursiers américains ont rapidement chuté, à commencer par le S&P 500 et le Nasdaq, qui ont perdu plus de 10 % en quelques semaines depuis le « choc fondamental » du *Liberation Day*. Les secteurs les plus touchés sont ceux fortement exposés au commerce international, notamment la technologie, l'automobile et l'industrie manufacturière. À l'échelle mondiale, les marchés boursiers européens (CAC 40, DAX, FTSE) et asiatiques (NIKKEI au Japon, KOSPI en Corée du Sud, CSI 300 en Chine) ont également enregistré des pertes importantes, dans un climat d'incertitude croissante lié au ralentissement du commerce mondial.

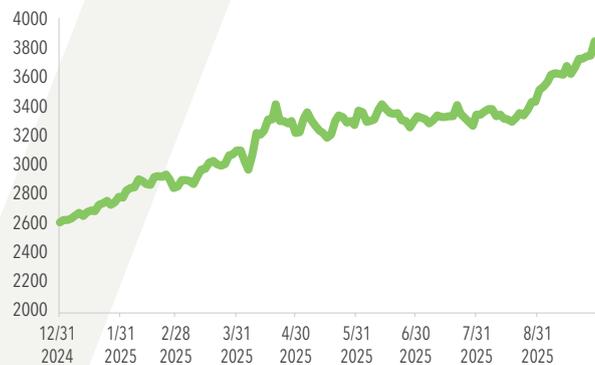
b. Des pressions sur les devises et un repli du billet vert

Contrairement aux précédentes crises où le dollar faisait figure de valeur refuge, la guerre commerciale de 2025 a conduit à une dépréciation du dollar américain face à un panier de devises majeures. Cette baisse s'explique par les craintes d'un affaiblissement durable de l'économie américaine, d'un creusement du déficit fédéral et d'une perte de confiance dans la stabilité de la politique économique de l'administration Trump. Les devises des pays émergents, quant à elles, ont connu une volatilité marquée, oscillant entre pression à la baisse (face au risque de fuite de capitaux) et appréciation opportuniste pour certains pays devenus fournisseurs alternatifs aux États-Unis ou à la Chine.

c. Une fuite vers les actifs refuges : or, yen et franc suisse

Face à l'accumulation des incertitudes – escalade commerciale, perturbations des chaînes d'approvisionnement, incertitudes fiscales –, les investisseurs ont massivement déplacé leurs capitaux vers les actifs dits « refuges ». L'or, en particulier, a connu un bond spectaculaire, atteignant de nouveaux records historiques en dépassant les 3 700 dollars l'once. De leur côté, les devises refuges, comme le yen japonais et le franc suisse se

Évolution du prix spot de l'once* d'or en dollars américains sur les marchés mondiaux



* L'unité de mesure officielle du cours de l'or est l'once troy, qui équivaut à 31,10 grammes.

Source : www.bullionvault.com

Indice du taux de change effectif réel* du franc suisse



* Le taux de change effectif réel (TCER) ou REER en anglais est la moyenne pondérée de la monnaie d'un pays par rapport à un indice ou un panier d'autres devises majeures. Les poids sont déterminés en comparant la balance commerciale relative de la monnaie d'un pays par rapport à celle de chaque pays dans l'indice.

Source : BANQUE NATIONALE SUISSE.

sont nettement appréciées face au dollar, attirant les capitaux fuyant les actifs à risque. Ce repli vers la sécurité traduit une perte de confiance dans la stabilité macroéconomique américaine, mais aussi un repositionnement stratégique des gestionnaires d'actifs face à la fragmentation croissante du commerce mondial.

CONCLUSIONS

La relance des guerres commerciales par Donald Trump en 2025 s'inscrit dans une logique de rupture assumée avec les principes du libre-échange multilatéral. Portée par une volonté de répondre aux déséquilibres macroéconomiques persistants des États-Unis, cette politique de protectionnisme offensif se veut à la fois économique et stratégique. L'objectif de faire « d'une pierre plusieurs coups » a conduit l'administration Trump à imposer un ensemble de droits de douane généralisés et ciblés, dans l'espoir de relocaliser des activités industrielles critiques, renflouer les finances publiques et redéfinir les règles du commerce mondial au profit de Washington.

Cependant, les conséquences de cette stratégie s'avèrent beaucoup plus contrastées qu'annoncées. Sur le plan intérieur, si la réduction temporaire du déficit commercial et l'afflux de recettes douanières constituent des gains visibles, ils sont contrebalancés par une hausse des coûts de production, une montée de l'inflation et une perte de compétitivité pour de nombreux secteurs industriels. De plus, les effets indirects sur l'économie américaine – baisse de la consommation, ralentissement de l'investissement, tensions dans les chaînes

d'approvisionnement – soulignent les limites de cette approche dans une économie profondément intégrée à l'échelle mondiale.

À l'international, cette nouvelle guerre commerciale redessine les contours des échanges mondiaux. Des pays comme le Brésil, le Vietnam ou l'Inde ont su tirer parti des perturbations pour capter des parts de marché et attirer des investissements industriels. D'autres, notamment les pays émergents fortement dépendants du commerce extérieur ou insérés dans les chaînes de valeur chinoises, se retrouvent fragilisés, confrontés à une montée des incertitudes et à une remise en cause de leur modèle de développement.

Enfin, les marchés financiers mondiaux ont réagi avec nervosité à cette escalade protectionniste. Volatilité boursière, dépréciation du dollar, réorientation des capitaux vers les actifs refuges, comme l'or : les tensions commerciales alimentent une instabilité financière croissante. Les acteurs économiques et financiers anticipent un monde plus fragmenté, moins coopératif, où le commerce international devient un instrument de pouvoir autant qu'un vecteur de croissance.

En définitive, les guerres commerciales de 2025 semblent moins être une solution durable aux fragilités économiques des États-Unis qu'un symptôme des déséquilibres profonds de la mondialisation actuelle. Si certains en tirent un bénéfice ponctuel, c'est au prix d'une instabilité accrue et d'un affaiblissement du cadre multilatéral qui avait structuré les échanges depuis plusieurs décennies. Reste à savoir si cette nouvelle ère commerciale marquera un simple épisode de tension ou le point de bascule vers un ordre économique mondial profondément redéfini.

ANNEXE : CHRONOLOGIE DES GUERRES COMMERCIALES LANCÉES PAR TRUMP EN 2025¹

Janvier 2025 : Lancement des bases protectionnistes

- **20.01** : Investiture de Trump. Il signe immédiatement la *America First Trade Policy* fixant les priorités des agences fédérales et demandant des rapports sur les accords commerciaux existants d'ici le 1^{er} avril. Trump annonce que des tarifs douaniers entreront en vigueur le 1^{er} février, ciblant initialement le Canada et le Mexique pour des motifs sécuritaires (fentanyl et migration).
- **Fin janvier** : Premières menaces de tarifs à 25 % sur les importations du Canada et du Mexique, justifiées par un « déficit commercial injuste » et des faiblesses frontalières.

Février 2025 : Escalade nord-américaine et début de la passe d'armes commerciale avec la Chine

- **01.02** : Entrée en vigueur des premiers tarifs : 25 % sur tous les biens du Mexique et du Canada (10 % sur l'énergie). Cela marque le début officiel de la guerre commerciale avec les voisins, perturbant les chaînes d'approvisionnement automobiles intégrées. Le Canada riposte immédiatement avec des tarifs de 25 % sur 155 milliards de dollars de biens américains (bourbon et plastiques).
- **03.02** : Annonce de tarifs supplémentaires de 10 % sur les importations chinoises, liés au fentanyl.
- **10.02** : Décret imposant 25 % sur l'acier et l'aluminium importés « sans exception », touchant tous les pays. Cela étend les mesures de 2018.

Mars 2025 : Pressions sectorielles et délais tactiques

- **03.03** : Confirmation des taxes de 25 % sur le Canada et le Mexique (doublés à 20 % sur produits chinois liés au fentanyl). Délai d'un mois accordé pour le secteur automobile après négociations avec GENERAL MOTORS, FORD et STELLANTIS.
- **04.03** : Entrée en vigueur des taxes de 25 % sur le Canada et le Mexique, et rehaussement des tarifs de 10 % sur la Chine.
- **05.03** : Exemption temporaire pour les produits couverts par l'USMCA (*United States-Mexico-Canada Agreement*). Menace de 25 % de tarifs sur les exportations vers tout pays important du pétrole vénézuélien.
- **06.03** : Exemption élargie pour le secteur automobile nord-américain. Le Mexique renforce ses frontières pour obtenir un sursis.
- **12.03** : Entrée en vigueur des tarifs de 25 % sur l'acier et l'aluminium mondiaux.
- **25.03** : Lancement de l'enquête Section 232 sur le cuivre, première étape vers de nouveaux tarifs.

Avril 2025 : Le « Liberation Day » et l'escalade globale

- **02.04** («*Liberation Day*») : Annonce choc de tarifs réciproques : 10 % minimum sur toutes les importations (effectif le 5 avril), 34 % sur la Chine, 20 % sur l'UE, 24 % sur le Japon,

25 % sur les véhicules étrangers (effectif le 3 avril).

- **05.04** : Entrée en vigueur du tarif de base de 10 % sur toutes les importations.
- **09.04** : Tarifs sur la Chine portés à 54 % (moyenne pondérée US à 24 %, pic depuis 1930). Pause de 90 jours sur la plupart des mesures (sauf la Chine) pour négociations.
- **10.04** : La Chine restreint les importations de films hollywoodiens.
- **11.04** : La Chine porte ses tarifs à 125 %, qualifiant la stratégie de Trump de « plaisanterie ».

Mai 2025 : Négociations et menaces sectorielles

- **10-12.05** : Premières négociations US-Chine à Genève (Secrétaire au Trésor Scott Bessent et vice-premier ministre chinois He Lifeng). Espoirs de désescalade, mais pas d'accord.
- **23.05** : Menace de 50 % de taxes sur tous les produits UE à partir du 1^{er} juin ; 25 % de taxes sur les iPhones Apple non fabriqués aux US.

Juin 2025 : Accords partiels

- **03.06** : Tarifs automobiles non-US ramenés à 15 % pour l'UE après négociations.
- **04.06** : 50 % de taxes sur l'acier et l'aluminium mondiaux.
- **09-10.06** : Négociations US-Chine à Londres ; accord-cadre sur les semi-conducteurs.
- **Fin juin** : Menace de 30-35 % de tarifs sur le Japon pour refus d'achats de riz US.

Juillet 2025 : Accords avec l'UE et l'Inde

- **11.07** : Fin des sursis pour certains biens canadiens.
- **27.07** : Accord US-UE : 15 % sur les biens l'UE (automobile, semi-conducteurs) ; l'UE investit 600 milliards d'euros aux US et achète 750 milliards de dollars en énergie fossile.
- **30.07** : Sursis de 90 jours pour le Mexique pour négociations USMCA.

Août 2025 : Représailles et « tarifs secondaires »

- **06.08** : +25 % de taxes sur les biens indiens pour achats de pétrole russe.
- **Fin août** : Le Canada lève ses contre-mesures.
- **27.08** : Les tarifs indiens portés à 50 % (base + secondaire).

Septembre 2025 : Impacts persistants et résistance chinoise

- **16.09** : Exportations chinoises vers US en baisse de -33 % (août) ; surplus commercial chinois mondial de près de 1 000 milliards de dollars grâce à la redirection vers l'Asie et l'Europe. La Chine réduit ses bons du Trésor US à 756 milliards de dollars.
- **20.09** : Discussions UE-MERCOSUR accélérées pour contrer les tarifs Trump (Lula et Sánchez).
- **26.09** : Le président américain annonce une série de nouveaux droits de douane allant jusqu'à 100 %, visant notamment les médicaments, les camions et les meubles importés.
- **30.09** : Trump et PFIZER annoncent un accord pour réduire le prix des médicaments aux États-Unis.

¹ Jusqu'au 30 septembre 2025.

ACTUALITÉS INTERNATIONALES

Le mécanisme d'ajustement carbone aux frontières de l'Union européenne : les enjeux et les défis

Introduction

Face aux enjeux environnementaux mondiaux, l'Union européenne (UE) s'engage résolument dans la lutte contre le changement climatique, notamment à travers son *Green Deal* ou Pacte vert. Un des outils récemment proposés pour renforcer cet engagement est le Mécanisme d'Ajustement Carbone aux Frontières (MACF), un instrument visant à éviter le risque de « fuite de carbone ». Ce mécanisme a pour objectif de réduire les distorsions de concurrence entre les entreprises européennes soumises à des normes climatiques strictes et celles situées dans des pays tiers où les règles environnementales sont moins contraignantes. La mise en place de ce mécanisme soulève plusieurs enjeux économiques, politiques et environnementaux, ainsi que des défis juridiques sur la scène internationale. La présente étude se propose d'analyser le fonctionnement, les objectifs et les implications du MACF.

I. PRÉSENTATION DU MACF

1. Définition du MACF

Le Mécanisme d'Ajustement Carbone aux Frontières, ou MACF (*Carbon Border Adjustment Mechanism* - CBAM en anglais), introduit par le règlement UE n° 2023/956, est le premier dispositif au niveau mondial conçu pour imposer un prix équitable sur le carbone émis lors de la production de biens à forte intensité de carbone importés dans l'UE. Son objectif est d'encourager une production industrielle plus écologique dans les pays tiers tout en évitant le phénomène de fuite de carbone, qui se réfère à la délocalisation de la production vers des pays où les politiques climatiques sont moins strictes, ce qui entraîne une hausse des émissions de gaz à effet de serre en dehors de l'UE.

2. Pourquoi l'UE met-elle en place ce mécanisme ?

Le Pacte vert pour l'Europe, qui constitue l'une des pierres angulaires du premier mandat d'Ursula von der Leyen à la présidence de la Commission européenne (2019-2024), vise un objectif ambitieux : atteindre la neutralité climatique d'ici 2050. Concrètement, cela signifie que les émissions de gaz à effet de serre de l'UE doivent être suffisamment réduites pour être compensées par les puits de carbone naturels,

comme les océans et les forêts, ainsi que par des technologies permettant leur captation artificielle. L'un des projets majeurs de ce Pacte vert est la création d'un mécanisme d'ajustement carbone aux frontières de l'UE.

Pour limiter son empreinte carbone, l'UE agit principalement sur son territoire. Toutefois, la question ne se limite pas aux seules émissions de gaz à effet de serre générées par le marché unique. En tant qu'acteur du libre-échange, l'UE est également ancrée dans une économie mondialisée.

Ainsi, en 2024, l'UE a importé plus de 2 400 milliards d'euros de biens, soit environ l'équivalent du PIB combiné de l'Espagne et des Pays-Bas. Ces échanges intensifs représentent environ 20 % des émissions de gaz à effet de serre en Europe, et leur bilan carbone continue d'augmenter chaque année.

«L'objectif du MACF est d'encourager une production industrielle plus écologique dans les pays tiers tout en évitant le phénomène de fuite de carbone, qui se réfère à la délocalisation de la production vers des pays où les politiques climatiques sont moins strictes, ce qui entraîne une hausse des émissions de gaz à effet de serre en dehors de l'UE»



3. Comment fonctionne le MACF ?

Les surcoûts introduits par le MACF sont basés sur les prix du système d'échange de quotas d'émissions de carbone¹ (Système d'échange de quotas d'émission de l'Union européenne – SEQUE), qui s'applique actuellement uniquement aux entreprises situées en Europe.

L'UE a en effet instauré un marché du carbone, attribuant des quotas d'émissions de gaz à effet de serre aux entreprises. Si celles-ci dépassent leurs quotas, elles doivent payer un surcoût, dont le montant est déterminé par le marché (environ 63 euros par tonne de CO₂).

« Les surcoûts introduits par le MACF sont basés sur les prix du système d'échange de quotas d'émissions de carbone (Système d'échange de quotas d'émission de l'Union européenne – SEQUE), qui s'applique actuellement uniquement aux entreprises situées en Europe »

¹ Le système européen d'échange de quotas d'émission (EU Emissions Trading System - EU ETS en anglais) a été créé en 2005 afin d'imposer un plafond d'émissions aux secteurs très émetteurs de l'Union européenne. Il est à présent dans sa quatrième phase de fonctionnement (2021-2030).

Les entités régulées doivent mesurer et vérifier leurs émissions chaque année, puis restituer autant de quotas (1 quota = 1 tonne de CO₂) que leurs émissions vérifiées de l'année précédente. Elles peuvent les acheter aux enchères ou à d'autres participants, et, pour certaines, recevoir des quotas gratuitement. Le nombre de quotas mis sur le marché correspond au plafond, permettant d'atteindre les objectifs climatiques.

Depuis 2013, le périmètre de l'EU ETS s'est étendu par l'inclusion de nouveaux secteurs et gaz à effet de serre (GES). Il couvre à présent plus de 11 000 installations industrielles et centrales électriques dans l'UE et les pays de l'Espace économique européen (Norvège, Liechtenstein et Islande) ainsi que les vols à l'intérieur de cette zone, ce qui représente environ 35 % des émissions de GES de cette zone. Depuis 2020, un lien entre l'EU-ETS et le marché carbone suisse est entré en fonctionnement, avec une reconnaissance mutuelle des quotas.

La réforme de l'EU ETS, outre la baisse accélérée du plafond passant de - 43 % à - 61 % en 2030, prévoit d'élargir le périmètre de l'EU ETS au secteur maritime et de diminuer progressivement l'allocation gratuite aux secteurs soumis au mécanisme d'ajustement carbone aux frontières (MACF). Elle prévoit également de créer un nouveau système d'échange de quotas d'émission spécifique aux secteurs du bâtiment et du transport.

Une fois le MACF pleinement opérationnel, les entreprises européennes qui importent des produits en provenance de pays tiers devront acheter des certificats auprès des autorités de leur pays. Le prix de ces certificats sera aligné sur celui du CO₂ sur le marché européen du carbone. Ce mécanisme incitera ainsi les entreprises européennes à privilégier les fournisseurs respectueux de l'environnement.

Les secteurs suivants seront d'abord concernés : le fer et l'acier, l'aluminium, le ciment, les engrais, l'électricité et l'hydrogène.

Le nombre de certificats requis dépendra des émissions de CO₂ générées par chaque entreprise lors de la production des biens concernés. Pour évaluer ces émissions, la réglementation prévoit que les exportateurs des pays tiers transmettent les données aux importateurs européens. À défaut de ces informations, les importateurs pourront utiliser des valeurs par défaut pour les secteurs concernés, avant de déterminer avec précision le nombre de certificats via une procédure de vérification.

4. Quand le mécanisme sera-t-il lancé ?

La mise en œuvre progressive du mécanisme a commencé le 1^{er} octobre 2023. Pendant la période de transition, de cette date à fin 2025, les importateurs doivent seulement déclarer les émissions carbone des produits importés. Ils ne commenceront à payer celles-ci qu'à partir de 2026.

À l'issue de la période de transition en 2026, l'exécutif européen, qui aura plus de recul sur le fonctionnement du dispositif, pourra alors l'étendre à d'autres biens, comme certains produits chimiques.

II. LES ENJEUX ET LES DÉFIS DU MACF

La taxe carbone aux frontières de l'UE présente plusieurs défis, tant au niveau économique que politique, et peut aussi soulever des interrogations juridiques.

1. Les enjeux économiques

L'introduction d'un mécanisme d'ajustement carbone pourrait entraîner des répercussions profondes sur le commerce international. En effet, cette taxe pourrait entraîner des coûts supplémentaires pour les entreprises situées hors de l'UE, ce qui pourrait affecter les relations commerciales entre l'UE et ses principaux partenaires, notamment la Chine, les États-Unis, et les pays émergents.

«L'introduction d'un mécanisme d'ajustement carbone peut avoir des répercussions profondes sur le commerce international. En effet, cette taxe pourrait entraîner des coûts supplémentaires pour les entreprises situées hors de l'UE, ce qui pourrait affecter les relations commerciales entre l'UE et ses principaux partenaires, notamment la Chine, les États-Unis, et les pays émergents.»

- **Risque de rétorsion commerciale** : Certains pays pourraient percevoir ce mécanisme comme une forme de protectionnisme déguisé, ce qui pourrait déclencher des représailles sous forme de sanctions commerciales ou de taxes supplémentaires sur les exportations européennes.
- **Impact sur les exportateurs européens** : Si des pays imposent des taxes similaires aux produits européens, cela pourrait augmenter les coûts pour les exportateurs européens et nuire à la compétitivité de l'industrie européenne à l'échelle mondiale.
- **Perturbations des chaînes d'approvisionnement** : Les entreprises devront probablement ajuster leurs stratégies d'approvisionnement et s'assurer que leurs fournisseurs respectent des normes environnementales compatibles avec les exigences de l'UE, ce qui pourrait entraîner des coûts d'adaptation importants.

2. Les enjeux politiques

La mise en place du MACF pourrait être source de tensions géopolitiques. Les négociations internationales sur le climat sont déjà marquées par des divergences de points de vue entre les pays industrialisés et les pays en développement.

- **Inégalités de traitement** : Les pays en développement pourraient estimer que ce mécanisme impose une contrainte injuste, car leurs économies sont souvent plus dépendantes des industries à forte intensité carbone. Certains experts estiment que l'Europe impose des standards environnementaux aux pays en développement sans tenir compte de leur niveau de développement.
- **Solidarité internationale** : Le mécanisme pourrait aussi être perçu comme une manière de « punir » les pays n'ayant pas pris suffisamment de mesures contre le changement climatique, sans fournir un soutien adéquat pour les aider à adopter des politiques plus écologiques.

3. Les défis juridiques

Le MACF pourrait entrer en conflit avec les règles commerciales internationales, notamment celles établies par l'OMC. L'application de cette taxe pourrait être perçue comme une mesure discriminatoire, violant les principes du libre-échange. L'UE devra donc veiller à ce que son mécanisme soit conforme aux engagements pris dans le cadre de l'OMC et aux accords internationaux sur le commerce.

III. QUELLES SONT LES CONSÉQUENCES DU MACF SUR LA TUNISIE ?

L'UE pèse pour plus de 70 % des exportations tunisiennes et est, de facto, le premier partenaire commercial de la Tunisie. L'application du MACF ne sera donc pas sans conséquences sur le tissu industriel tunisien.

En tant que partenaires des acteurs européens, les entreprises tunisiennes risquent d'en subir les dommages collatéraux si elles restent dans l'inaction. La mise à niveau du tissu industriel tunisien par rapport à cette nouvelle réglementation est de ce fait une priorité.

«L'UE pèse pour plus de 70 % des exportations tunisiennes et est, de facto, le premier partenaire commercial de la Tunisie. L'application du MACF ne sera donc pas sans conséquences sur le tissu industriel tunisien.»

Pour préparer le tissu industriel à ces nouveaux enjeux, le ministère de l'Industrie, de l'Énergie et des Mines concentre actuellement ses efforts sur la sensibilisation des entreprises à l'impératif de la transition écologique afin de les encourager à adopter des politiques vertes.

Certaines sociétés exportatrices cotées à la Bourse de Tunis, comme la **SFBT, DÉLICE HOLDING, POULINA GROUP HOLDING, SAH LILAS, ONE TECH HOLDING, CARTHAGE CEMENT, SOTUVER, TPR, UNIMED, ICF, EURO-CYCLES** et **TELNET HOLDING** ont déjà commencé à se doter d'une politique RSE et d'outils d'évaluation de leur empreinte carbone (par filiale et par produit), à engager des investissements de productivité et de décarbonation (cogénération, trigénération, quadrigénération, parcs photovoltaïques, système de recyclage, achat d'énergie verte...) et à proposer des solutions innovantes, circulaires et à faibles émissions (comme l'utilisation des déchets ménagers [RDF] comme composant de l'énergie thermique en remplacement du petcoke coûteux et polluant pour **CARTHAGE CEMENT**). L'objectif est de se préparer à l'entrée en vigueur de la taxe carbone aux frontières de l'Union européenne.

Dans le même ordre d'idées, la Bourse de Tunis et le Conseil du Marché Financier (CMF) ont publié en décembre 2021, un Guide du reporting ESG pour les sociétés, notamment cotées.

Ce guide présente une matrice d'indicateurs pour une approche progressive du reporting extrafinancier, axée sur les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG), dans le but d'harmoniser la communication extrafinancière. Le régulateur du marché encourage une adoption accélérée de cette démarche de divulgation, en particulier au sein des grandes entreprises tunisiennes, afin de mobiliser l'écosystème économique du pays vers une nouvelle économie durable qui prenne en compte les besoins des générations futures et les impacts réels des menaces mondiales.

«Certaines sociétés exportatrices cotées à la Bourse de Tunis ont déjà commencé à se doter d'une politique RSE et d'outils d'évaluation de leur empreinte carbone pour se préparer à l'entrée en vigueur de la taxe carbone aux frontières de l'Union européenne»

Dans cette même optique, les initiatives de la Bourse de Tunis continuent de se renforcer, notamment à travers la mise en place d'un programme d'accompagnement pour une première cohorte de sociétés cotées, en collaboration avec l'IFC (International Finance Corporation). Cela inclut des études visant à créer un indice ESG, le développement des compétences, le lancement de produits de financement pour les projets verts soutenus par le régulateur, le CMF, qui a publié en 2022 un guide sur les obligations vertes, socialement responsables et durables.

D'autres sociétés cotées ont emboîté le pas des compagnies exportatrices susmentionnées, comme le groupe **ASSURANCES MAGHREBIA, BH BANK, ENNAKL AUTOMOBILES, STAR, UBCI, TUNISIE LEASING & FACTORING, TUNIS RE** et **STB**. Ces dernières ont publié au titre de l'exercice 2024 leur rapport de durabilité.

CONCLUSIONS

Le MACF représente une initiative majeure de l'UE dans sa lutte contre le changement climatique, en cherchant à mettre en place une approche plus équitable pour la production industrielle en fonction de son impact environnemental. Ce mécanisme vise à prévenir le phénomène de fuite de carbone et à encourager des pratiques plus durables dans les pays tiers tout en protégeant les entreprises européennes des distorsions de concurrence. Toutefois, sa mise en œuvre soulève de nombreux enjeux économiques, politiques et juridiques, notamment en ce qui concerne ses implications sur les relations commerciales internationales et la solidarité entre les pays développés et en développement. En outre, les entreprises, qu'elles soient européennes ou étrangères, devront s'adapter aux exigences croissantes en matière d'émissions de carbone, ce qui représente un défi, mais aussi une opportunité pour renforcer l'innovation verte. Pour des pays comme la Tunisie, qui entretiennent des relations commerciales étroites avec l'UE, la mise à niveau de leur tissu industriel et l'adoption de stratégies respectueuses de l'environnement sont des impératifs urgents pour rester compétitifs sur le marché européen. Le succès du MACF dépendra ainsi de la capacité des acteurs internationaux à coopérer, à se conformer aux normes environnementales et à promouvoir une transition écologique mondiale.

ACTUALITÉS INTERNATIONALES

Les empires de l'IA : la quête mondiale du leadership technologique

Introduction

L'histoire des nations a été toujours marquée par l'obsession de souveraineté et du pouvoir. Les états se sont armés, ont bâti des alliances et mené des guerres pour préserver leur autorité et affirmer leur rang. Aujourd'hui, les armes ont changé. L'ère des canons et des conquêtes territoriales a cédé la place à celle des algorithmes. L'intelligence artificielle s'impose comme le nouveau champ de bataille. Elle irrigue la sécurité, la santé, l'éducation et les grandes industries. Dans cette nouvelle course à la domination, l'IA et la cybersécurité redéfinissent les rapports de force dans un monde où la conquête ne se mesure plus en territoires, mais en données.

L'intelligence artificielle n'est plus une simple fonctionnalité. Comme l'a déclaré Jensen Huang, PDG de NVIDIA, «*L'IA est désormais une infrastructure à part entière. Comme Internet ou l'électricité, elle nécessite des usines*» : des centres de calcul colossaux rendus possibles grâce à NVIDIA, leader mondial des GPU et détenteur d'environ 94 % du marché.

Tout comme NVIDIA, les grands *hyperscalers* (fournisseurs de services cloud à grande échelle) américains : Google, Amazon et Microsoft incarnent depuis des années la suprématie technologique des États-Unis dans le domaine de l'intelligence artificielle. Un savoir-faire nourri par des décennies de recherche, d'investissement et d'innovation. Toutefois, en 2025, un tournant s'est opéré.

La riposte chinoise aux modèles américains d'IA en 2025 s'est inscrite dans un contexte de rivalité technologique. Cette compétition a atteint un tournant notable avec l'émergence de modèles chinois performants, notamment illustrée par des initiatives comme celle de DeepSeek, qui a marqué les esprits début 2025 et a fait vaciller les géants américains de l'IA sur les places financières mondiales.

I. LA CHINE ET SA VOLONTÉ INÉBRANLABLE D'ÊTRE À L'AVANT-GARDE DE L'INDUSTRIE DE L'IA

«*Si les données sont le nouveau pétrole, alors la Chine est la nouvelle Arabie saoudite*». Ce sont les mots prononcés par la figure influente dans le domaine de l'IA et le fondateur d'un fonds de capital-risque qui investit massivement dans les startups technologiques chinoises : Lee Kai Fu, témoignant des progrès significatifs dans l'IA et approuvant des approches concrètes pour réaliser leurs ambitions numériques futures. La volonté de la Chine de devenir un pôle d'innovation en IA et de définir les normes internationales est évidente. Lorsqu'elle

s'est lancée dans le développement de l'IA, deux objectifs ont été fixés : relever les défis internes et rattraper le niveau américain. Un objectif qui semble légitime pour un pays qui a fait de l'IA une priorité stratégique. En juillet 2017, le conseil des affaires de l'État a rendu public son plan de développement de la prochaine génération de l'intelligence artificielle pour la période 2016-2030. L'objectif ultime est que le pays devienne le leader mondial de l'IA à l'horizon 2030 et une référence mondiale en matière de réglementation dans ce domaine. Les efforts déployés par la Chine pour concrétiser son plan de développement commencent à donner leurs fruits.

Depuis l'essor de l'IA générative avec ChatGPT en 2022, les géants technologiques, «*hyperscalers*» comme Microsoft, Goo-



gle, Meta ont massivement investi dans des centres de données équipés des puces Nvidia, très coûteuses et énergivores. Microsoft indiquait que l'enveloppe dédiée à l'investissement dans les data centers, en 2025, serait de l'ordre de 80 milliards de dollars. Meta a, pour sa part, prévu d'investir une somme de 65 milliards de dollars dans la même période. Toutefois, une startup chinoise a rebattu les cartes dans l'écosystème de l'IA dans le monde. Elle a surpris le marché en annonçant un modèle aussi performant, développé de manière moins coûteuse et une consommation réduite de puces.

DeepSeek, fondé en 2023 par le fonds High Flyer, a dévoilé fin 2024 son dernier grand modèle de langage (LLM) gratuit et open source.

Selon le challenger chinois, le modèle a été développé pour moins de 6 millions de dollars en seulement deux mois. Il semble que le LLM chinois, d'un bon rapport coût-efficacité, ait surpassé certains des logiciels de formation les plus importants du marché, notamment GPT d'OpenAI, Gemini Flash de Google, Claude Sonnet d'Anthropic et Llama de Meta, en particulier dans la résolution de problèmes complexes de mathématiques et de codage. La percée chinoise a secoué le marché boursier américain. Le jour même, le 28 janvier 2025, DeepSeek AI Assistance a dépassé ChatGPT en tant qu'application gratuite la plus téléchargée sur l'App Store d'Apple.

«Avec une vision ambitieuse et stratégique, la Chine cherche à se positionner comme un acteur de premier plan dans l'univers de l'intelligence artificielle. Grâce à des investissements colossaux dans la recherche et l'innovation, soutenus par des politiques gouvernementales ambitieuses, elle vise à exploiter pleinement le potentiel de l'IA pour transformer son économie et accroître son influence mondiale.»

NVIDIA, le spécialiste des cartes graphiques d'IA dans le monde, a vu sa capitalisation boursière chuter de 17 % en une seule journée à 643 milliards de dollars. L'indice NASDAQ Composite, à forte composante technologique, a perdu plus de 3 % et le secteur technologique dans son ensemble a reculé de 5,6 %. La Bourse de Paris n'a pas été à l'abri de la panique causée par l'effet DeepSeek. Le fabricant européen d'équipements pour puces d'IA, ASML, a également vu son cours baisser de 7 % en une séance.

Les États-Unis, conscients de la menace que représente la concurrence chinoise, ont annoncé de nouvelles restrictions

«La startup chinoise DeepSeek, spécialisée dans l'intelligence artificielle, a surpris les marchés mondiaux par ses innovations remarquables et à moindre coût, entraînant une transformation majeure. Cette compétitivité inattendue a provoqué un effondrement des valeurs technologiques aux États-Unis et en Europe, modifiant l'équilibre économique global.»

sur les exportations de puces d'intelligence artificielle. Ces mesures visent à réserver ces technologies aux entreprises américaines et à ses alliés, tout en limitant l'accès de la Chine, de la Russie, de l'Iran et de la Corée du Nord. Les alliés proches des États-Unis, tels que la France, bénéficieront cependant d'un accès illimité à la technologie d'IA américaine.

II. CAPITAL CONTRE KILOWATTS : L'ÉQUATION DU POUVOIR

La course mondiale à l'intelligence artificielle ne se résume plus à une histoire de modèles ou d'algorithmes : elle se joue sur trois couches invisibles, trois fronts interdépendants où s'écrivent les nouvelles règles de la puissance mondiale. Le silicium, le capital, et le logiciel.

Le premier front, c'est celui du silicium et de l'énergie. Les États-Unis gardent l'avantage grâce à NVIDIA et à son système CUDA, devenu la base du calcul moderne. De son côté, la Chine mise sur la production en masse, la création de puces alternatives et l'optimisation logicielle avec des modèles comme DeepSeek ou Qwen, capables d'obtenir de bonnes performances avec moins de moyens. La vraie bataille est énergétique. Cependant, demain, l'intelligence ne dépendra plus seulement de la puissance des puces, mais aussi de la capacité à alimenter ces machines en kilowatts. En effet, la croissance exponentielle du cloud computing a provoqué une hausse de la consommation énergétique. Les serveurs de l'IA, très énergivores et tournant en continu, nécessitent une alimentation électrique stable et abondante, tant pour le calcul que pour le refroidissement. Pour y faire face, les géants du cloud envisagent même l'énergie nucléaire : Microsoft et Amazon explorent activement les réacteurs modulaires pour alimenter leurs centres de données. La Chine, pour sa part, s'est affirmé comme un acteur majeur de l'innovation nucléaire tant sur le plan technologique qu'organisationnel.

Dès lors, le deuxième front est celui du capital et de la vitesse d'exécution. Côté américain, la machine financière tourne à plein régime entre les plans d'investissement des hyperscalers avec des investissements massifs dans les infrastructures de l'IA. En face, la Chine compense par l'efficacité de son modèle d'exécution. L'État-actionnaire et les géants Baidu, Alibaba et Tencent, pilotent une montée en puissance fulgurante, souvent tournée vers l'application industrielle : commerce, logistique et services publics. Là où la Silicon Valley conçoit, Shenzhen met en œuvre. L'argent ne suffit pas, la rapidité devient une stratégie.

Le troisième axe de cette rivalité est celui du logiciel et de l'ouverture. En 2025, la Chine surprend en s'imposant sur le terrain de l'open source. En effet, à l'heure où l'intelligence artificielle se referme entre les mains de quelques géants, le modèle open source propose une autre voie : un code ouvert à tous, que chacun peut améliorer et faire grandir. Ses modèles séduisent la communauté mondiale de développeurs par leur accessibilité et leur rapport performance/coût. À l'inverse, les géants américains verrouillent leurs technologies, investissant dans des puces propriétaires et des architectures fermées, misant sur la qualité et la sécurité. Deux philosophies s'affrontent : l'une par la diffusion, l'autre par le contrôle.

III. LA COURSE MONDIALE À L'IA : UN CHOC DE TITANS

Les vainqueurs potentiels du «championnat» de l'intelligence artificielle sont la Chine et les États-Unis, entre lesquels une concurrence féroce fait rage.

Ces deux puissances économiques et technologiques rivalisent dans le développement et la mise en œuvre de l'intelligence artificielle. L'IA chinoise, soutenue par un fort investissement gouvernemental et une intégration étroite avec les entreprises, excelle dans la reconnaissance faciale, les mégadonnées et les systèmes de surveillance. Des entreprises comme Baidu, Tencent et Alibaba sont à l'avant-garde de l'innovation, intégrant l'IA dans des services tels que les paiements mobiles, les plateformes du commerce électronique et les réseaux sociaux.

Pour sa part, l'IA américaine, pilotée par des géants de la technologie comme Google, Microsoft et IBM, brille dans les domaines de la recherche fondamentale, de l'apprentissage profond (Deep Learning) et des solutions cloud.

Les assistants virtuels, comme *Siri*, *Alexa* et *Google Assistant*, ainsi que les avancées en traitement du langage naturel et en conduite autonome, témoignent de la suprématie américaine.

En matière de recherche et développement, les États-Unis se distinguent avec des modèles de pointe tels que *ChatGPT* et *Grok*, le dernier modèle d'IA avancé développé par xAI, a été officiellement lancé en février 2025. La Chine n'est pas en reste avec des modèles puissants comme DeepSeek, le joyau de l'IA chinoise.

Les États-Unis attirent des niveaux d'investissements privés les plus élevés au monde. Début mars 2025, Wendell Huang, le porte-parole de TSMC a déclaré son intention d'accroître de 100 milliards de dollars supplémentaires son investissement dans la fabrication de semi-conducteurs avancés aux États-

«La course mondiale à l'intelligence artificielle ne se résume plus à une histoire de modèles ou d'algorithmes : elle se joue sur trois couches invisibles, trois fronts interdépendants où s'écrivent les nouvelles règles de la puissance mondiale. Le silicium, le capital, et le logiciel.»

Unis. S'appuyant sur l'investissement continu de 65 milliards de dollars de la société dans ses opérations de fabrication de semi-conducteurs avancés à Phoenix, en Arizona, l'investissement total de TSMC aux États-Unis devrait atteindre 165 milliards de dollars sur les quatre prochaines années. Cet investissement est considéré comme le plus grand investissement direct étranger de l'histoire des États-Unis. Tandis que la Chine intensifie ses investissements en recherche et développement pour rattraper son retard, porté par un soutien gouvernemental massif.

Dans le domaine de la sécurité publique, des entreprises américaines comme Clearview AI et Palantir sont en tête. Clearview AI par exemple, est reconnue pour sa technologie de reconnaissance faciale, utilisée principalement par les forces de l'ordre pour identifier des suspects et résoudre des enquêtes criminelles. Palantir, de son côté, se concentre sur l'analyse des données massives (*Big Data*) et propose des solutions comme Palantir Gotham, utilisées par des agences de renseignement et des gouvernements pour la sécurité nationale et la lutte contre le terrorisme.

La Chine est en bonne position avec SenseTime qui est particulièrement actif dans les domaines des villes intelligentes et de la surveillance, offrant des solutions pour optimiser la gestion urbaine et renforcer la sécurité publique.

L'essor de l'intelligence artificielle marque une véritable révolution dans le secteur de la santé. Aux États-Unis, IBM Watson Health et Google Health proposent des solutions innovantes, allant de l'analyse des données médicales à l'aide au diagnostic. En Chine, Yitu Technology fait ses preuves dans l'imagerie médicale, alors que Ping An Good Doctor démocratise l'accès aux soins par des plateformes numériques.

CONCLUSIONS

L'intelligence artificielle est devenue le nouveau moteur de l'économie mondiale. Une énergie intellectuelle qui brûle du silicium et du capital. Sur les marchés, elle agit comme un séisme silencieux. Les *Big Caps* américaines en sont les premiers bénéficiaires. Microsoft, NVIDIA et Alphabet forment le triangle d'or de cette révolution. À Wall Street, ces entreprises ne sont plus simplement des valeurs technologiques, mais des infrastructures de «civilisation», dont la domination rappelle celle des anciens géants de l'acier ou du pétrole. Mais aujourd'hui, la matière première s'appelle «Compute». Les investisseurs, eux, y voient une révolution industrielle à levier technologique : un cycle capitaliste, prévisible à l'inverse des modes spéculatives. Les flux d'investissement migrent massivement vers les infrastructures de cloud, les semi-conducteurs et les énergies capables d'alimenter les data centers. Cette guerre technologique n'est pas seulement une lutte pour la suprématie économique, mais aussi une bataille pour l'influence géopolitique, la sécurité nationale, et la souveraineté numérique. Et le retour de Donald Trump à la Maison-Blanche a accéléré le bras de fer technologique entre les États-Unis et la Chine.

LEXIQUE

- 1. DeepSeek** : Technologie chinoise d'IA qui analyse des données non structurées pour extraire des informations précises.
- 2. LLM** (Large Language Model) : IA qui génère du texte à partir de grandes quantités de données. Il est conçu pour comprendre et produire du texte en langage naturel.
- 3. ChatGPT** : Modèle d'IA développé par OpenAI qui utilise un LLM pour comprendre et générer du texte en langage naturel. Il est conçu pour interagir de manière conversationnelle et répondre à une variété de questions et de tâches.
- 4. Grok** : IA intégrée à l'écosystème de X (anciennement Twitter), conçu pour répondre aux questions des utilisateurs et offrir des analyses approfondies.
- 5. TSMC** (Taiwan Semiconductor Manufacturing Company) : Plus grand fabricant de semi-conducteurs au monde, basé à Taïwan. Il se spécialise dans la production de puces électroniques pour des entreprises comme Apple, NVIDIA et AMD.
- 6. ASML** : Entreprise néerlandaise spécialisée dans la fabrication de machines pour la production de semi-conducteurs. Elle est notamment leader dans les systèmes de lithographie utilisés pour fabriquer des puces électroniques à très petite échelle.
- 7. Clearview AI** : Entreprise américaine spécialisée dans la reconnaissance faciale. Elle utilise l'IA pour analyser des images et identifier des individus en les comparant à une vaste base de données d'images publiques extraites d'internet.
- 8. Palantir** : Entreprise américaine qui développe des logiciels d'analyse de big data. Elle aide ses clients à extraire des informations utiles à partir de grandes quantités de données complexes, principalement dans des secteurs comme la sécurité et la finance.
- 9. SenseTime** : Entreprise chinoise spécialisée dans l'IA, notamment la reconnaissance faciale et l'analyse d'images. Elle développe des technologies utilisées dans des domaines tels que la sécurité, la finance et l'automobile.
- 10. IBM Watson Health** : Division d'IBM qui utilise l'intelligence artificielle pour analyser des données médicales et aider à la prise de décisions cliniques.
- 11. Yitu Technology** : Entreprise chinoise spécialisée dans l'IA, notamment la reconnaissance faciale et l'analyse d'images. Elle développe des solutions d'IA pour des secteurs comme la sécurité, la finance et la santé.
- 12. Ping An Good Doctor** : Plateforme chinoise de santé en ligne qui utilise l'IA pour fournir des consultations médicales, des conseils de santé et des services de pharmacie à distance.
- 13. GPU** (Graphics Processing Unit) : Puce électronique capable de faire de nombreux calculs en parallèle. Il sert à entraîner les modèles d'IA, car il peut traiter de grandes quantités de données beaucoup plus vite qu'un processeur classique.
- 14. Hyperscalers** : Les GAFAM qui fournissent la puissance de calcul et les services cloud utilisés pour entraîner et faire fonctionner les grands modèles d'IA.
- 15. Modèle Open source** : Modèle d'IA dont le code, les paramètres ou les données d'entraînement sont librement accessibles. Cela permet à tout le monde de l'utiliser, le modifier ou l'améliorer.
- 16. Baidu** : Grande entreprise technologique chinoise, souvent comparée à Google. Elle est spécialisée dans la recherche en ligne, les services internet et le développement de technologies d'intelligence artificielle.
- 17. Alibaba** : Géant chinois du commerce en ligne, également très actif dans le domaine du cloud computing et de l'IA.
- 18. Tencent** : Entreprise technologique chinoise très influente, connue pour ses applications comme WeChat (messagerie, paiement et services en ligne) et ses activités dans le jeu vidéo et le cloud.
- 19. Silicium** : Matériau semi-conducteur utilisé dans la fabrication des puces électroniques (processeurs, GPU, mémoires...)
- 20. Qwen** : est une famille de modèles de langage développée par Alibaba. Elle est conçue pour comprendre et générer du texte en plusieurs langues, comme le chinois et l'anglais.
- 21. Deep Learning** (apprentissage profond) : Branche du machine learning qui utilise des réseaux neuronaux artificiels capables d'apprendre à partir d'une très grande quantité de données.

ACTUALITÉS NATIONALES

Le secteur de la microfinance en Tunisie : état des lieux et perspectives

Introduction

- Dans les pays en développement et dans de nombreux pays émergents, une grande partie de la population n'a pas accès aux services bancaires traditionnels. Cela s'explique par des revenus et des besoins de crédit trop faibles pour satisfaire les critères de rentabilité des institutions financières classiques.
- Depuis sa création dans les années 1970, la microfinance a démontré que des services financiers adaptés aux populations les plus vulnérables ne sont pas seulement essentiels, mais aussi rentables. Elle permet aux personnes exclues du système bancaire, notamment les petits producteurs ruraux et les travailleurs du secteur informel, en particulier les femmes, d'accéder à des services financiers sur mesure (microcrédit, micro-assurance, épargne, solutions de paiement...) afin de développer leur activité, sécuriser leurs revenus et faire face aux aléas de la vie (maladies, décès, etc.).
- En Tunisie, la microfinance joue un rôle essentiel dans le soutien à l'entrepreneuriat, la création d'emplois et la réduction de la pauvreté. Depuis les années 1990, le secteur a connu un développement considérable, soutenu par des réformes législatives et des initiatives gouvernementales. Cependant, des défis demeurent, notamment en ce qui concerne l'accès au financement et l'accompagnement des bénéficiaires.
- Cette étude s'intéresse à l'évolution du secteur de la microfinance en Tunisie, aux acteurs impliqués, aux enjeux et défis qu'il rencontre, ainsi qu'aux perspectives de son développement.

I. HISTORIQUE DE LA MICROFINANCE EN TUNISIE

L'histoire de la microfinance en Tunisie a commencé dans les années 1960 avec la création des Caisses Locales du Crédit Mutuel et l'instauration de programmes de développement financés par des institutions internationales, telles que le *Fonds International de Développement Agricole* (FIDA) et le *Programme Alimentaire Mondial* (PAM). En 1973, l'État a mis en place le *Programme Régional de Développement* (PRD), visant à favoriser la création d'emplois et à améliorer les conditions de vie. En 1979, plusieurs organisations non gouvernementales (ONG) de développement (APPEL, FTDC, SAVE THE CHILDREN, ASAD, ATLAS, FONDATION LE KEF, UTSS) commencent à intégrer une composante de

«L'histoire de la microfinance en Tunisie a débuté dans les années 1960»

microcrédit dans leurs projets et à utiliser cette appellation. Dans les années 1980, l'État a lancé des initiatives pour favoriser l'insertion économique des populations urbaines, telles que le *Programme de Développement Urbain Intégré* (PDUI) et le *Fonds de Promotion de l'Artisanat et des Petits Métiers* (FONAPRAM).



En 1995, l'ONG ENDA INTER ARABE a lancé le microcrédit en Tunisie. En l'absence de réglementation spécifique, elle a démarré ses activités avec l'accord des autorités locales, dans les banlieues d'Éttadhamen, de Mnihla et de Douar Hicher. Pendant plusieurs années, ENDA INTER ARABE était le seul organisme à intervenir dans ce domaine. En 1997, un second acteur important est apparu avec la création de la Banque Tunisienne de Solidarité (BTS), une banque publique, chargée de financer les microentreprises créées par des entrepreneurs diplômés et qualifiés, à hauteur de 90 % de leur investissement.

En 1999, la loi n° 99-67 sur le microcrédit a été adoptée, instituant le statut d'Association de Microcrédits (AMC). Depuis, plusieurs réformes ont été mises en place, et c'est en 2011 qu'une stratégie nationale pour le développement du secteur de la microfinance a été lancée, accompagnée d'une restructuration globale du système de microcrédit existant. Cette restructuration, matérialisée par le décret-loi n° 2011-117 et ses décrets d'application, a touché tous les aspects du secteur, du renforcement institutionnel des acteurs à la création d'une infrastructure de marché, en passant par l'élaboration du cadre réglementaire.

Cette nouvelle législation vise à réformer le secteur de la microfinance pour lui permettre de jouer un rôle majeur dans la lutte contre le chômage et les inégalités sociales. Parmi les principales avancées de cette réglementation, on note :

- L'ouverture du marché à de nouveaux acteurs;
- La possibilité pour les Institutions de Microfinance (IMF) de se constituer en sociétés anonymes avec un capital minimum de 3 MDt;
- La possibilité pour les IMF d'exercer des opérations d'intermédiation en assurances;
- L'augmentation du plafond du microcrédit pour les sociétés anonymes, passant de 5 000 Dt à 20 000 Dt;
- La création de l'Autorité de Contrôle de la Microfinance (ACM), un organisme doté de la personnalité morale et de l'autonomie financière;
- L'instauration d'une Centrale des Risques;
- L'élaboration d'un plan de restructuration et de consolidation des Associations de Microcrédits;
- L'introduction de ratios prudentiels et de reportings réglementaires, conformément aux meilleures pratiques internationales du secteur.

II. INFRASTRUCTURE DU MARCHÉ DE LA MICROFINANCE EN TUNISIE

1. Autorité de Contrôle de la Microfinance (ACM)

L'ACM a été créée par le décret-loi n° 2011-117 du 5 novembre 2011, qui organise l'activité des institutions de microfinance. Il s'agit d'une autorité indépendante, disposant de la personnalité morale et de l'autonomie financière, ce qui assure sa neutralité et lui confère les pouvoirs d'une autorité publique pour superviser le secteur de la microfinance.

L'ACM se compose d'un Conseil d'Administration et d'une Direction Générale. Selon l'article 43 du décret-loi, elle a pour missions de :

- Examiner les demandes d'agrément des institutions de microfinance et émettre un avis à leur sujet;
- Informer les institutions de microfinance des décisions d'autorisation prises par le ministère des Finances;
- Contrôler, tant sur pièces qu'en visites sur site, les institutions de microfinance, leurs unions, ainsi que les associations ayant filialisé leurs activités;
- Nommer un administrateur provisoire pour une institution de microfinance, selon des conditions précisées par arrêté du ministre des Finances;
- Imposer des sanctions administratives (sauf retrait d'agrément) en cas de non-respect des réglementations;
- Appliquer des pénalités financières en cas de non-conformité aux règlements, à verser au Trésor public;
- Proposer au ministère des Finances, avec justification, le retrait d'agrément des institutions de microfinance et de leurs unions;
- Mettre en place un système de centralisation des risques pour le secteur et les communiquer aux institutions de microfinance sur demande, pouvant également solliciter des informations et statistiques auprès des institutions pour suivre l'évolution de leurs activités; elle peut aussi conclure des partenariats avec des autorités de contrôle similaires pour échanger des informations;
- Donner son avis au ministère des Finances sur la législation relative à la microfinance.

Depuis novembre 2013, l'ACM est membre de l'Alliance pour l'Inclusion Financière (AFI), un réseau international réunissant décideurs, banques centrales, superviseurs et autorités de régulation financière de pays développés et émergents, avec pour objectif d'améliorer l'accès aux services financiers de qualité pour les populations à faibles revenus. L'AFI regroupe aujourd'hui plus de 80 pays membres.

2. Centrale des Risques

Créée en 1977, la Centrale des Risques de la Banque Centrale de Tunisie (BCT) fournit des informations à la fois positives et négatives sur les créances des entreprises formelles et des particuliers auprès des banques et sociétés de crédit-bail. En 2016, la BCT et l'Autorité de Contrôle de la Microfinance (ACM) ont instauré une centrale des risques spécifique pour les Institutions de Microfinance (IMF), connectée à l'existante.

Cette nouvelle centrale vise à collecter et diffuser des informations, ainsi qu'à vérifier la solvabilité des bénéficiaires actuels et futurs. Grâce à cette initiative, les IMF peuvent réduire les problèmes de sélection adverse en atténuant l'asymétrie d'information, détecter les risques d'insolvabilité et renforcer leur stabilité institutionnelle.

3. Fonds National de Garantie (FNG)

Créé en 1981 pour garantir certaines catégories de prêts accordés par les établissements de crédit, le Fonds National de Garantie (FNG) a étendu son champ d'intervention en 2000 pour inclure les microcrédits octroyés par les associations. Le FNG est alimenté par 1 % du montant de chaque microcrédit accordé par les Associations de Microcrédits (AMC), devant couvrir jusqu'à 90 % des prêts en retard. Cependant, il n'a jamais été utilisé pour diverses raisons, notamment le coût élevé des procédures judiciaires nécessaires par rapport au montant des prêts.

4. Association Professionnelle Tunisienne des Institutions de Microfinance

Le décret-loi n° 2011-117 (article 54) a rendu obligatoire l'adhésion à une association professionnelle dont l'objectif est de représenter le secteur et d'assurer son fonctionnement éthique. Fondée en 2019, l'Association Professionnelle Tunisienne des Institutions de Microfinance a pour missions principales :

- Représenter l'intérêt général des institutions de microfinance auprès des autorités publiques;
- Étudier et émettre des avis sur toute question d'intérêt commun liée à la profession et formuler des recommandations à cet égard;
- Élaborer et promouvoir un code de déontologie contraignant pour tous ses membres, en veillant à sa bonne application.

5. Observatoire de l'Inclusion Financière (OIF)

Dans le cadre d'une vision commune, une mission préparatoire pour la création d'un observatoire a eu lieu en décembre 2012. Cette mission a mis en évidence la nécessité d'améliorer la qualité de l'information disponible sur l'inclusion financière, tant du côté de l'offre que de la demande. L'observatoire a été officiellement créé par la loi n° 2016-35 du 25 avril 2016, qui fixe le statut de la Banque Centrale de Tunisie (BCT). Le décret gouvernemental n° 2017-1259 du 17 novembre 2017 a ensuite précisé ses modalités de fonctionnement.

L'observatoire est un organe indépendant chargé du suivi de l'évolution de l'accès aux services financiers. À part cette mission, on peut énumérer d'autres missions confiées à l'OIF, à savoir :

- **La collecte des données** : La collecte des données et des informations relatives à l'accès aux services financiers et leur exploitation et la mise en place à cette fin d'une base de données.
- **Le suivi de la qualité des services** : Le suivi de la qualité des services fournis par les établissements exerçant dans le secteur financier, notamment sur le plan de satisfaction des besoins de la clientèle.

- **L'établissement d'indicateurs qualitatifs et quantitatifs** : L'établissement d'indicateurs qualitatifs et quantitatifs permettant de mesurer le coût des services financiers et leur degré de satisfaction de la clientèle et le degré d'inclusion financière.
- **La prescription de recommandations** : La prescription de recommandations aux établissements exerçant dans le secteur financier et aux médiateurs dans la limite des attributions de l'observatoire.
- **La réalisation d'études sur les services financiers** : La réalisation d'études sur les services financiers et leur qualité ainsi que l'organisation de consultations sectorielles à cet effet.
- **L'assistance du Gouvernement** : L'assistance du Gouvernement dans l'établissement des politiques et programmes visant à promouvoir le champ de l'inclusion financière.
- **L'information et le renseignement** : L'information et le renseignement sur les services et produits financiers et leur coût.

III. OFFRE DE SERVICES DE MICROCRÉDIT EN TUNISIE

Le cadre réglementaire permet aux Institutions de Microfinance (IMF) de proposer des services de microcrédit afin de financer des activités génératrices de revenus et d'améliorer les conditions de vie, ainsi que des services de formation ou d'accompagnement. Les IMF peuvent également signer des contrats de micro-assurance au nom et pour le compte des sociétés d'assurance, conformément à la convention-cadre établie entre l'association professionnelle des entreprises d'assurance et l'association professionnelle des institutions de microfinance.

Selon l'arrêté du ministre des Finances du 13 avril 2018, modifiant et complétant l'arrêté du 18 janvier 2012, concernant le montant maximum du microcrédit et les conditions de son octroi par les institutions de microfinance, les conditions d'octroi des microcrédits sont les suivantes :

Plafonds	Associations	SA
Microcrédit activités génératrices de revenus	10 000 Dt	40 000 Dt
Microcrédit amélioration conditions de vie	2 000 Dt	6 000 Dt
Crédits refinancés par des ressources publiques mobilisées dans le cadre de conventions avec la BTS*	5 % + commission 2,5 %	

* Cette condition a été prévue par l'arrêté du ministre des Finances du 18.01.2012, relatif à la fixation du montant maximum du microcrédit et des conditions de son octroi par les institutions de microfinance.

La formation et l'accompagnement des clients revêtent une importance capitale pour les IMF. D'ailleurs, en plus des services financiers (microcrédits), la majorité des IMF (soit directement, soit indirectement à travers leurs associations) offrent des services non financiers à leur clientèle (formation, appui à la commercialisation, encadrement des initiatives de

la clientèle, des programmes de développement humain et entrepreneurial...). Certes, cet accompagnement vise à soutenir les projets financés et garantir le remboursement des crédits accordés, mais il s'intègre également dans la mission sociale des institutions de microfinance. Il est important de noter à cet égard que certaines IMF disposent d'un rating social.

La réglementation de 2011 et l'institutionnalisation du secteur de la microfinance ont permis l'entrée de nouveaux acteurs sur le marché. Depuis 2014, huit sociétés ont été agréées par l'ACM, dont sept sous forme de sociétés anonymes et une sous forme associative.

Le réseau des IMF-SA s'est développé rapidement sur l'ensemble du territoire depuis 2014, atteignant près de 220 agences au 31 décembre 2023, dont 50 % relèvent du réseau d'ENDA TAMWEEL.

IV. INSTITUTIONS DE MICROFINANCE SOCIÉTÉ ANONYME (IMF-SA) EN TUNISIE

1. TAYSIR MICROFINANCE

Fondée par l'homme d'affaires Tarek Cherif, TAYSIR MICROFINANCE est la première institution de microfinance agréée par l'ACM en mars 2014. L'institution a été reprise en octobre 2018 par le groupe HORCHANI à la suite d'une augmentation de capital réservée. TAYSIR MICROFINANCE dispose actuellement de 30 agences.

2. MICROCRED

L'institution de microfinance MICROCRED, anciennement BAOBAB TUNISIE, a obtenu son agrément en octobre 2014.

MICROCRED est contrôlée à hauteur de 80 % par la Société Agricole El Hadayek appartenant à M. Slim Ben Ayed à la suite du rachat en 2022 des parts détenues auparavant par la société française BAOBAB SAS, MAC SA et M. Hassen Zargouni. AMEN BANK et le groupe BAYAHI figurent aussi parmi les actionnaires de l'institution.

La société a développé une gamme de produits qui s'adresse principalement aux microentrepreneurs. MICROCRED compte aujourd'hui plus de 20 000 clients et un réseau d'une vingtaine d'agences.

3. ADVANS TUNISIE

ADVANS TUNISIE est une institution de microfinance contrôlée par ADVANS SA, SANAD, AMEN BANK et INAAM. Elle a obtenu son agrément en janvier 2015 et compte à ce jour plus de 30 000 clients répartis sur 24 agences.

4. Centre Financier aux Entrepreneurs CFE (actuellement DAAM)

Née d'un partenariat entre le groupe AFRICINVEST et DID (Développement International Desjardins), un groupe financier canadien spécialiste depuis 40 ans dans les services financiers aux populations défavorisées, DAAM a obtenu son agrément en avril 2015. L'institution compte aujourd'hui parmi ses actionnaires M. Radhi Meddeb, TAEF, ATTIJARI SICAR et PROPARGO. DAAM dispose actuellement de 23 agences.

5. ENDA TAMWEEL

ENDA TAMWEEL a obtenu son agrément le 1^{er} janvier 2016. Issue d'une opération de filialisation, ENDA TAMWEEL s'est substituée à ENDA INTER ARABE dans l'activité de microcrédit et a bénéficié de l'intégralité du fonds de commerce de l'organisation mère (actifs, réseau, portefeuille de clients, créanciers...).

Avec un réseau de 109 agences et plus de 472 000 clients actifs, ENDA TAMWEEL est la plus importante institution de microfinance en Tunisie.

6. ZITOUNA TAMKEEN

Filiale de la Banque ZITOUNA, ZITOUNA TAMKEEN est une institution de microfinance agréée depuis mai 2016. La société se distingue par son offre de microcrédits respectant les préceptes de la finance islamique. Elle compte actuellement 19 agences.

7. EL AMEL MICROFINANCE

Créée à l'initiative de M. Abdelwahab Nachi, ancien PDG de la STB, avec le soutien d'investisseurs et de partenaires tunisiens, EL AMEL est la dernière institution de microfinance agréée par l'ACM en janvier 2019.

EL AMEL MICROFINANCE, spécialisée dans le financement des microprojets établis depuis au moins six mois, compte à ce jour 7 agences.

V. CHIFFRES CLÉS DU SECTEUR DES IMF-SA

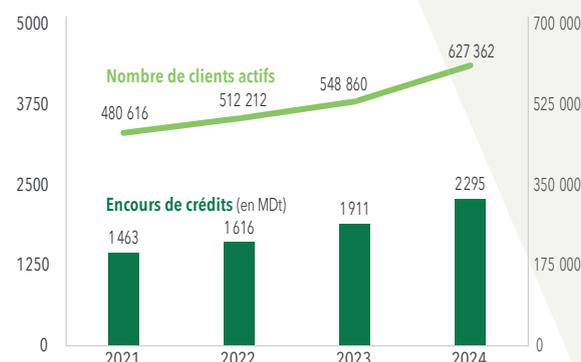
Depuis le démarrage de l'activité de la première IMF-SA agréée en 2014, la taille du secteur a progressé vigoureusement sous l'effet combiné de ❶ l'entrée sur le marché de nouvelles IMF-SA agréées, ❷ l'accroissement du réseau d'agences permettant une meilleure couverture territoriale et ❸ l'abondance de la demande des microcrédits.

Sur la période 2021-2024, l'encours de crédits n'a cessé de croître (+16,2 % par an), atteignant 2295,2 MDt au 31/12/2024. Le secteur a attiré 627 362 emprunteurs actifs à la même date.

Sur la même période, la production des IMF SA a évolué en deux phases :

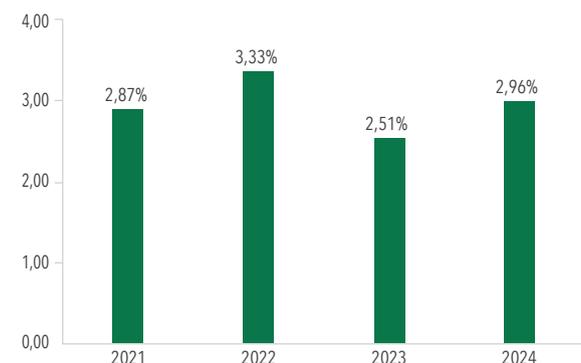
1. Entre 2021 et 2022, les décaissements du secteur ont crû au taux de 4,2 % par an sous l'effet combiné de l'augmentation du ticket moyen (+2,3 % par an) et du nombre de microcrédits octroyés (+1,9 % par an). Cette période a été impactée par la crise sanitaire COVID-19 qui a touché toute l'économie, y compris les classes sociales les plus vulnérables.

Évolution de l'encours des crédits et du nombre de clients actifs des IMF-SA



Source : ACM.

Évolution du ratio du PAR 30



Source : ACM.

2. Une forte reprise a été constatée sur la période 2023-2024 reflétée par l'augmentation des décaissements, résultant de l'évolution du ticket moyen et de la croissance des microcrédits octroyés (voir tableau ci-après).

Le portefeuille des IMF-SA a été globalement sain jusqu'à 2019. À partir de 2020, la crise sanitaire n'a pas épargné le secteur de la microfinance, touchant notamment les microentrepreneurs et les classes sociales défavorisées et affectant leur capacité de remboursement. En conséquence, la qualité du portefeuille des IMF-SA s'est détériorée avec un Portefeuille À Risque supérieur à 30 jours (PAR 30) atteignant 3,33 % avant de baisser à 2,96 % en 2024.

	2021	2022	2023	2024
Décaissements (en MDt)	1 584,8	1 651,8	2 007,7	2 301,1
Décaissements en nombre	424 110	432 254	486 091	508 014
Microcrédit moyen (en Dt)	3 737	3 822	4 130	4 530

Source : ACM.

VI. LES ENJEUX ET LES DÉFIS DU SECTEUR DE LA MICROFINANCE EN TUNISIE

Bien que les IMF aient développé des mécanismes de financement adaptés aux populations vulnérables, l'accès aux crédits reste limité. Les taux d'intérêt élevés¹ et les conditions de financement souvent jugées contraignantes peuvent constituer un frein pour certains emprunteurs. Avec seulement 218 agences pour les IMF-SA en 2023, les zones rurales restent sous-desservies. Les IMF ne sont pas autorisées à collecter des dépôts ni à bénéficier du refinancement de la Banque centrale. De ce fait, elles rencontrent des difficultés pour se refinancer à faible coût, ce qui impacte leurs capacités à offrir des crédits à des conditions favorables. Actuellement, les IMF se financent majoritairement par des emprunts bancaires octroyés auprès des banques locales et par des lignes de financement extérieures. Pour pallier le manque de financement, les IMF-SA se tournent de plus en plus vers le marché obligataire domestique. La première émission d'obligations sans recours à l'appel public à l'épargne par une institution de microfinance en Tunisie remonte à l'année 2017 (elle a été réalisée par ENDA TAMWEEL pour un montant global de 14 MDt).

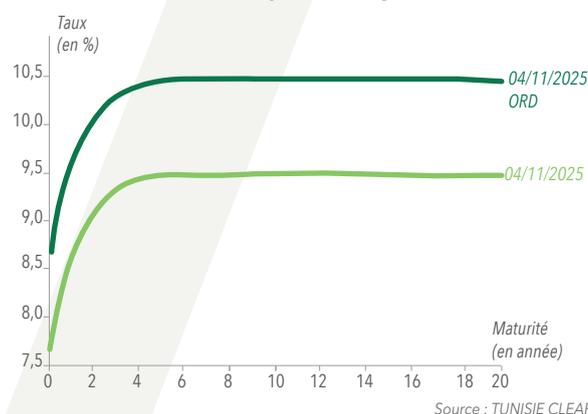
Sur les deux dernières années, les institutions de microfinance ont confirmé leur appétit croissant pour les émissions obligataires devenant un émetteur récurrent avec des émissions de 116 MDt (soit 15 % du total des émissions du marché obligataire corporate) en 2023 et de 123 MDt (soit 27 % des émissions globales du marché obligataire privé) en 2024. Ainsi, en 2024 et pour la première fois en Tunisie, les IMF ont réussi à émettre des obligations par appel public à l'épargne. Le leader du secteur, ENDA TAMWEEL, a ouvert le bal en mai 2024 avec une émission de 50 MDt. Elle a été suivie par TAYSIR MICROFINANCE en août de la même année (une émission de 40 MDt). Depuis le début de l'année 2025, trois émissions obligataires ont été réalisées par les institutions de microfinance, totalisant 110 MDt.

Après avoir lancé la courbe des taux corporate du leasing début 2024, le Comité des Supervisions des Courbes a lancé la courbe des taux corporate de la microfinance et celle des banques début 2025. La courbe des taux des obligations corporate de la microfinance fait référence à la représentation graphique des rendements desdites obligations en fonction de leur maturité. Ces obligations privées présentent un niveau de risque supérieur à celui des bons du Trésor considérés comme instruments sans risque, laquelle différence est exprimée sous forme d'une prime de risque. Alors que la courbe des taux sans risque est utilisée pour évaluer les taux d'intérêt des valeurs de Trésor, elle ne tient pas compte du risque spécifique associé aux obligations privées. Ce projet vise à remédier à cette lacune en développant une courbe des taux des obligations privées qui reflète justement le niveau de risque inhérent à ces titres. En intégrant la notion de risque dans la construction de la courbe des taux des obligations privées, il sera possible d'évaluer le coût d'emprunt pour

Montant des émissions obligataires des institutions de microfinance



Courbe des taux des obligations corporate (microfinance)



les émetteurs privés, les institutions de microfinance, le cas échéant, en prenant en compte les primes de risque appropriées. Cela permettra également aux investisseurs de mieux évaluer la rémunération attendue pour les titres à risque et de prendre les décisions d'investissement plus éclairées.

Selon le dépositaire central, la revue des données historiques a révélé que les sociétés du leasing et de microfinance émettent principalement des emprunts ordinaires, tandis que les banques émettent des emprunts subordonnés.

Ainsi, ce sont, pour les banques, les emprunts obligataires subordonnés qui ont été considérés, alors que des dettes obligataires ordinaires ont été retenues pour le leasing et la microfinance.

Le tableau suivant montre que les émissions obligataires du secteur de la microfinance sont de loin les plus rémunératrices comparativement aux émissions du secteur bancaire et du leasing sur le marché obligataire tunisien.

Secteur	Prime de risque au 07.10.2025 par rapport aux valeurs du Trésor
Bancaire Emprunts Subordonnés	16 pbs
Leasing Emprunts Ordinaires	72 pbs
Microfinance Emprunts Ordinaires	104 pbs

Source : TUNISIE CLEARING.

¹ Les taux d'intérêt jugés élevés sont justifiés par le risque élevé supporté par les IMF. Ils tiennent compte également des charges de fonctionnement, des coûts de gestion, de l'inflation, du coût des ressources qui est déjà élevé par rapport aux banques ayant accès au refinancement auprès de la BCT et la possibilité de mobiliser l'épargne.

Comment améliorer l'accès des IMF au refinancement ?

Le refinancement des institutions de microfinance en Tunisie souffre d'un manque de cohérence et reste très limité. D'un côté, les Associations de Microcrédits (AMC) se refinancent par l'intermédiaire de la BTS à des taux préférentiels et dans des conditions relativement favorables. De l'autre, les IMF-SA n'ont accès qu'aux refinancements commerciaux des banques locales (les plus sollicitées jusqu'à présent) ou à des fonds internationaux gérés par des véhicules d'investissement en microfinance (VIM), qui proposent leurs lignes à des taux relativement élevés, en raison notamment du coût de la couverture du risque de change. Le développement d'un système de refinancement des institutions de microfinance à la fois globalement efficace et efficient repose donc avant tout sur une harmonisation des conditions de refinancement, afin de faciliter l'accès des IMF à des sources de financement adaptées et durables, capables de soutenir leur croissance.

Avant le 14 janvier 2011, l'État assurait la totalité du financement des IMF, en échange duquel ce dernier a instauré un programme de prêts à des taux avantageux. Comme c'est souvent le cas avec les systèmes publics, ce programme souffre d'un taux de non-remboursement élevé, mobilise des ressources publiques limitées qui nécessitent un renouvellement constant, et entraîne fréquemment des retards dans les décaissements. En outre, il perturbe le marché et freine l'émergence d'institutions de microfinance durables.

Le financement public massif du secteur a été, depuis la refonte de 2011 du cadre réglementaire de la microfinance en Tunisie, remplacé par l'implication du secteur privé. L'État compte continuer à jouer un rôle dans le fi-

nançement de la microfinance, mais de manière différente, en apportant des ressources subventionnées tout en suivant les bonnes pratiques, c'est-à-dire sans distorsion de concurrence, et en soutenant le secteur privé pour qu'il puisse desservir les zones et segments prioritaires.

Outre l'implication croissante des banques locales dans le financement des IMF et leur présence dans le tour de table de plusieurs IMF-SA, des mécanismes pourraient être mis en place pour inciter les banques locales à refinancer les IMF (par exemple, des fonds de garantie), ou pour permettre aux IMF d'attirer des financements étrangers, qui, en plus du capital, apportent également une exposition aux bonnes pratiques et une certaine certification qualité (ex. : fonds de contrepartie, couverture du risque de change), et même orienter l'épargne locale vers la microfinance (ex. : création de SICAR ou autres fonds spécialisés dans le financement de la microfinance). À terme, lors d'une éventuelle deuxième refonte du cadre réglementaire de la microfinance, il serait également pertinent d'envisager le refinancement des IMF directement par l'épargne collectée, à l'image des banques.

Dans son étude intitulée « Stratégie nationale d'inclusion financière 2018-2022 », le ministère des Finances a élaboré une stratégie pour résoudre la question du manque de refinancement des institutions de microfinance en Tunisie à long terme.

Cette stratégie vise l'atteinte de plusieurs objectifs spécifiques (OS), parmi lesquels nous citons :

- **OS1 : Améliorer la gouvernance et la transparence des IMF**
Pour les 280 AMC en activité, les autorités compétentes devraient se réunir pour discuter et valider le plan de restructuration et améliorer la transparence et la discipline financière. Quant aux IMF-SA, il est essentiel qu'elles fassent l'objet de

VII. LES PERSPECTIVES DU SECTEUR DE LA MICROFINANCE EN TUNISIE

Les perspectives de développement de la microfinance en Tunisie sont prometteuses. Le secteur continuera à profiter du soutien fort des pouvoirs publics et à capter l'attention des bailleurs de fonds étrangers. À l'avenir, le secteur pourrait profiter de l'intégration de la microfinance comme outil dans la stratégie économique nationale et de l'implication de plusieurs instances et organismes internationaux afin de promouvoir l'inclusion financière en Tunisie.

Le secteur pourrait également bénéficier de l'intégration de nouvelles technologies, telles que la banque mobile et les plateformes de financement participatif (*crowdfunding*), qui pourraient améliorer l'accès aux services financiers, en particulier dans les zones rurales.

D'ailleurs, les IMF tunisiennes sont bien avancées en matière de digitalisation des moyens de paiement (projet qui a été accéléré par la crise de la COVID-19). De fait, la tendance actuelle n'est plus pour l'ouverture de nouvelles agences, mais plutôt pour la digitalisation pour drainer la croissance. Des partenariats avec la POSTE TUNISIENNE, les établissements de

paiement ainsi que la création de leur propre établissement de paiement (le cas d'ENDA TAMWEEL) ont permis de digitaliser la partie encaissement et remboursement des microcrédits. Cette tendance a contribué à l'inclusion numérique des populations vulnérables. De surcroît, les IMF ont commencé à digitaliser le parcours client (demande du microcrédit, étude, équipement des agents de crédits par des tablettes connectées directement au système d'information).

De plus, des partenariats avec des entreprises privées et des initiatives de financement inclusif pourraient aider à diversifier les sources de financement pour les IMF tunisiennes. Certaines IMF ont déjà travaillé sur des projets en partenariat avec des entreprises privées (dans la filière laitière, par exemple avec le groupe DÉLICE). La concentration du réseau d'ENDA TAMWEEL et de TAYSIR MICROFINANCE, à titre d'exemple, dans les régions intérieures ne fait qu'appuyer leur rôle dans le financement inclusif (les ONG associées à ces IMF sont très impliquées dans l'accompagnement des emprunteurs : éducation financière, coaching, soft skills, marketing et technique de vente...). Concernant le financement inclusif, les IMF sont présentes dans les régions défavorisées aussi bien à travers des agences physiques que des guichets mobiles.

notations externes et qu'elles publient leurs informations financières et de base de manière standardisée, d'abord auprès de leur autorité de régulation, l'ACM, mais aussi en utilisant les outils disponibles dans le secteur, comme la plateforme MIX-Market ou la factsheet BRS (deux bases de données internationales sur la microfinance). Cela permettra d'améliorer leur transparence et de renforcer leur attractivité auprès de potentiels investisseurs.

• **OS2 : Soutenir un environnement favorable au refinancement via la réglementation**

Actuellement, seules les banques peuvent accéder au refinancement auprès de la Banque centrale. Le cadre réglementaire pour les IMF reste rigide, tant pour le refinancement direct que pour le refinancement indirect. L'environnement actuel rend difficile l'accès au financement des banques locales et limite la mobilisation de ressources extérieures à des taux abordables. La BCT et le ministère des Finances devraient prendre des mesures pour améliorer le cadre légal et réglementaire.

• **OS3 : Diversifier l'accès aux fonds propres et aux quasi-fonds propres pour les IMF, en conformité avec la législation en vigueur**

Toutes les IMF ont besoin de ressources stables et à long terme pour fonctionner de manière autonome et répondre aux besoins de leurs clients. L'article 37 du décret-loi 2011-117 définissant les ressources des institutions de microfinance pourrait élargir la liste des ressources des IMF affectées à la réalisation de leur objet.

• **OS4 : Diversifier l'accès aux emprunts pour les IMF**

Le décret-loi 2011-117 limite l'accès aux emprunts extérieurs aux coopérations bilatérales et multilatérales avec des montants plafonnés. Le secteur souhaite un assouplissement de

cette règle afin de permettre aux IMF de se refinancer sur le marché monétaire.

• **OS5 : Institutionnaliser le refinancement du secteur**

Un fonds d'investissement public ou semi-public pourrait être créé pour établir une structure de référence en Tunisie, capable de capter des fonds et de les réinjecter efficacement sous forme de refinancement dans le secteur, à l'image du fonds JAÏDA au Maroc.¹

• **OS6 : Améliorer la compréhension du secteur par les institutions financières**

Toutes les banques et les institutions financières devraient bénéficier de formations et d'outils pour analyser les risques associés aux IMF. La coopération entre les banques, les institutions financières et les IMF devrait être renforcée, facilitant ainsi un meilleur refinancement.

• **OS7 : Introduire de nouveaux instruments financiers pour soutenir la liquidité des IMF**

De nombreuses pistes restent à explorer pour améliorer le refinancement des IMF. Par exemple, les transferts d'argent, qui peuvent être soutenus par les technologies numériques pour générer des flux financiers importants passant par les institutions de microfinance, pourraient offrir de nouvelles opportunités pour soutenir la liquidité des IMF.

¹ JAÏDA est une société de financement des institutions de microfinance du Maroc agréée et créée par ses actionnaires fondateurs : la CDG, la KfW (banque allemande d'aide au développement), la Caisse des Dépôts française (CDC) et l'Agence Française de Développement (AFD), rejoints en 2010 par Barid Al Maghrib. Sa mission est de soutenir le développement des institutions de microfinance en leur accordant des financements et en les accompagnant dans la mise en place de programmes de développement basés sur des offres de microcrédit adaptées aux besoins de leurs clients.

CONCLUSIONS

L'évolution de la microfinance en Tunisie a été marquée par une série d'initiatives et de réformes visant à favoriser l'inclusion économique des populations vulnérables et à réduire les inégalités sociales. Depuis ses débuts dans les années 1960, la microfinance a progressivement évolué pour devenir un secteur structuré, soutenu par une législation de plus en plus solide et par la création d'institutions de régulation, comme l'Autorité de Contrôle de la Microfinance (ACM). Ces avancées ont permis d'élargir l'accès au microcrédit, notamment à travers l'apparition de nouvelles institutions et l'adoption de modèles

financiers innovants. Toutefois, des défis demeurent, tels que la limitation de l'accès aux crédits pour certaines populations, les conditions de financement parfois contraignantes, ainsi que la sous-représentation des zones rurales. Néanmoins, le secteur bénéficie d'une dynamique favorable, portée par l'intégration de nouvelles technologies et des partenariats avec des acteurs privés, ouvrant la voie à de nouvelles opportunités de croissance. À terme, la microfinance pourrait jouer un rôle central dans la transformation économique du pays, en contribuant à l'inclusion financière des plus démunis et en renforçant la résilience du secteur face aux aléas de la conjoncture.

ACTUALITÉS NATIONALES

Le marché des OPCVM en Tunisie : un marché en plein essor

Introduction

- Un Organisme de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM) est un organisme financier à qui l'épargnant confie son capital pour qu'il soit investi sur les marchés financiers. La répartition des frais et plus-values et la prise de risque se font de manière collective. Avantageux et rentables, les OPCVM sont parvenus à conquérir le cœur des épargnants en Tunisie sur les dernières années. Et l'année 2025 s'annonce à l'image de sa prédécesseur, une année porteuse pour l'industrie de la gestion d'actifs en Tunisie.
- Les OPCVM occupent une place centrale sur le marché des capitaux tunisien et contribuent activement au financement de l'économie et à la fructification de l'épargne. Par ailleurs, ils constituent un véritable amortisseur conjoncturel à notre marché des capitaux dans ses deux compartiments, Obligataire et Actions, dans la mesure où ils assurent une certaine stabilité dans la demande de titres.
- Selon les statistiques de TUNISIE CLEARING et de la BVMT relatives à l'année 2024, ces véhicules d'investissement détiennent :
 - 7,8% de l'encours des valeurs du Trésor ;
 - 27,7% de l'encours des emprunts obligataires privés ;
 - 10,8% de l'encours des titres de créances négociables ;
 - 1,9% de la capitalisation boursière de la Bourse de Tunis et représentent 10,6% des échanges sur les titres de capital.

I. DÉFINITION, FONCTIONNEMENT ET TYPOLOGIE DES OPCVM

Les Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM) sont des produits de placement qui permettent de bénéficier des techniques avantageuses de gestion collective de fonds. Ils regroupent les SICAV (Sociétés d'Investissement à Capital Variable) et les FCP (Fonds Communs de Placement). Ces produits jouent le rôle d'un « voile » entre l'épargnant et le marché : ils lui permettent d'investir dans un produit diversifié (diversification sectorielle, régionale...) tout en déléguant la responsabilité de gestion à des « professionnels » du métier : les gestionnaires de fonds.

Le prix d'achat (« prix de souscription ») ou de vente (« prix de rachat ») d'une action de SICAV ou d'une part de FCP est fonction de deux éléments :

- La valeur liquidative : cette valeur est obtenue en divisant la valeur globale de l'actif net de l'OPCVM par le nombre de ses parts ou actions ;
- Les frais d'entrée (« commissions de souscription ») ou frais de sortie (« commissions de rachat ») éventuellement applicables.

La valeur liquidative d'un OPCVM reflète la valeur des actifs détenus dans le portefeuille de l'OPCVM. C'est à partir de cette valeur que l'on détermine le prix de souscription et de rachat d'une action de SICAV ou d'une part de FCP.



Les actifs des OPCVM (titres et numéraire) sont obligatoirement conservés chez un dépositaire (Banque) qui assure également le contrôle de la régularité des décisions de gestion prises pour le compte de l'OPCVM.

Les parts et les actions des OPCVM sont disponibles auprès des distributeurs, qui sont généralement des réseaux bancaires et financiers et des sociétés d'intermédiation financière.

En Tunisie, les OPCVM sont régis par le Code des Organismes de Placement Collectif, qui est supervisé par le Conseil du Marché Financier (CMF). Cette autorité veille à la protection des investisseurs, à la transparence des marchés financiers et à la conformité des OPCVM aux règles prudentielles en vigueur.

En Tunisie, on distingue deux types d'OPCVM :

- Les **OPCVM de capitalisation** : l'OPCVM ne distribue pas de revenus, précisément ceux perçus par le fonds au titre de ses détenteurs. Ceux-ci sont systématiquement réinvestis ; il faut céder des parts pour percevoir un bénéfice.
- Les **OPCVM de distribution** : l'OPCVM distribue les revenus des placements sous forme d'un dividende annuel.

Les OPCVM actifs en Tunisie se répartissent en trois catégories :

«**Les Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM) sont des produits de placement qui permettent de bénéficier des techniques avantageuses de la gestion collective de fonds**»

- Les **OPCVM Obligataires** : qui investissent majoritairement dans des titres de créances à moyen et long terme, comme les emprunts d'État ou les emprunts de sociétés.
- Les **OPCVM Mixtes** : cette catégorie de véhicules investit à la fois dans des titres de créances et dans des actions cotées.
- Les **OPCVM Actions** (classiques ou CEA) : ces OPCVM investissent majoritairement leur passif dans des actions (minimum 80 % de l'actif net).

Dans la catégorie des OPCVM Mixtes, par ordre croissant de la poche Actions, on peut distinguer trois profils d'OPCVM :

- Les **OPCVM Mixtes à risque faible** (ou prudents) : la poche Actions se situe entre 20 % et 40 % de l'actif net ;
- Les **OPCVM Mixtes à risque moyen** (ou équilibrés) : la poche Actions oscille entre 40 % et 60 % de l'actif net ;
- Les **OPCVM Mixtes à risque élevé** (ou dynamiques) : la poche Actions varie entre 60 % et 80 % de l'actif net.

Enfin, une nouvelle catégorie d'OPCVM a débarqué sur le marché financier tunisien avec le lancement des OPCVM dits institutionnels depuis 2016. Dans le cadre de la dynamisation du marché financier, la Caisse des Dépôts et Consignations, plus grand gestionnaire d'actifs de l'État, a alloué une partie de ses ressources vers la Bourse à travers plusieurs FCP, canalisant environ 120 MDt d'argent frais sur le marché.

II. UNE FISCALITÉ AVANTAGEUSE

Les OPCVM se distinguent par leur fiscalité avantageuse.

	Personnes morales	Personnes physiques
Dividendes	Exonérés d'IS	Soumis à une retenue à la source libératoire de 10 %
Plus-values sur cession d'actions des SICAV ou des parts des FCP	Soumises à l'IS	Exonérées d'IRPP

III. LES RESSORTS DE L'ENGOUEMENT RÉCENT POUR LES OPCVM EN TUNISIE

Tout au long de l'année 2024 – et en dépit de la poursuite du «ton» restrictif de la politique monétaire de la BCT (taux directeur de la BCT maintenu à 8 %, engendrant une quasi-stabilité du TMM annuel moyen à près de 8 % en 2024 et maintien du taux minimum de rémunération de l'épargne inchangé à 7 % entre décembre 2023 et décembre 2024) alimentant une concurrence acerbée des placements monétaires – le marché des OPCVM a préservé sa dynamique entamée depuis 2020, volant de record en record.

Cette dynamique a été selon nous soutenue par :

1. La poursuite de la détente des tensions sur le ratio de transformation réglementaire LTD (Crédits/Dépôts) des banques de la place dans la continuité des années passées ;
2. Les remboursements importants de bons du Trésor depuis le début de l'année 2024 assurant une rentrée d'argent frais aux banques (des remboursements de bons du Trésor pour 14,2 milliards de dinars) ;

«En dépit de la poursuite du "ton" restrictif de la politique monétaire de la BCT [...] le marché des OPCVM a préservé sa dynamique entamée depuis 2020, volant de record en record»

3. Le maintien du plafonnement des rémunérations des comptes à terme et autres certificats de dépôt à TMM +1 % ;
4. Et par le lancement de nouveaux OPCVM, enrichissant l'offre de produits de placement de la place (le nombre d'OPCVM est passé de 121 véhicules à 127) et drainant de nouvelles ressources.

En 2024, l'encours d'actifs sous gestion du marché a progressé vigoureusement de 21 %, dépassant la barre symbolique des 7 milliards de dinars.

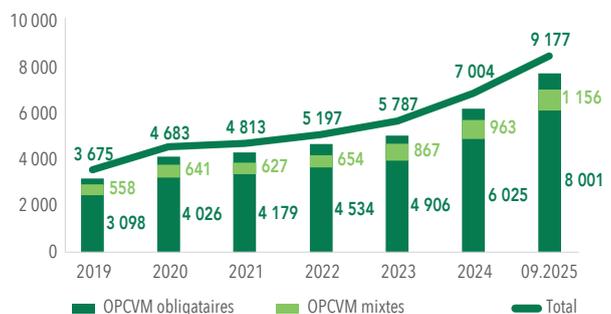
La collecte a essentiellement touché les OPCVM obligataires qui confirment leur place de valeur refuge alors que le papier de l'État bien rémunéré est largement disponible. Ces derniers ont vu leur actif net se hisser de 23,3 %, crevant le plafond des 6 milliards de dinars.

Et les OPCVM mixtes ne sont pas en reste. Leur actif net s'est bonifié de 8,6 %, tutoyant un niveau record de 1 milliard de dinars. La bonne collecte de cette catégorie d'OPCVM et la bonne orientation du marché des actions expliquent principalement cette tendance.

L'appétit des épargnants pour les OPCVM se confirme encore sur les neuf premiers mois de 2025. Au 30 septembre 2025, l'encours net de la gestion collective affiche bonne mine : une croissance cumulée de +31 %, pulvérisant un nouveau record de 9,2 milliards de dinars, soit une collecte nette de 2,2 milliards de dinars.

La bonne santé de l'activité de la gestion d'actifs est d'autant

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



Source : CMF.

Évolution du nombre d'OPCVM en Tunisie



Source : CMF.

plus louable qu'elle revêt un caractère généralisé, touchant aussi bien les OPCVM obligataires (+32,8 % à 8 milliards de dinars avec une collecte nette de 2 milliards de dinars) que les OPCVM Mixtes et Actions (+20,2 % à 1,2 milliard de dinars avec une collecte nette de 197 MDt), et ce, malgré la quasi-stabilité du nombre de véhicules actifs en Tunisie à 128.

IV. QUEL SERAIT L'IMPACT DU DERNIER RELÂCHEMENT DE LA POLITIQUE MONÉTAIRE SUR LES OPCVM OBLIGATAIRES ?

La BCT a entrepris depuis le 27 mars 2025 de baisser son taux directeur de 50 pbs le ramenant de 8 % à 7,5 %. Parallèlement, l'autorité monétaire a décidé de ramener le taux minimum de rémunération de l'épargne de 7 % à 6,5 %.

Le relâchement de la politique monétaire de la BCT ne manquera pas de se répercuter ultérieurement sur les OPCVM obligataires qui forment l'essentiel de l'actif net des OPCVM de la place.

Nous distinguons ici deux effets antagonistes sur la taille et sur le rendement des OPCVM obligataires :

- **Sur le court terme** : Compte tenu de la relation inverse entre les taux et les prix, une baisse des taux provoquerait une hausse mécanique de l'actif net des OPCVM obligataires. Ce phénomène impactera positivement le rendement des OPCVM sur le court terme au vu de l'adoption de la nouvelle courbe des taux et de la valorisation des bons du Trésor selon la méthode « Mark to Market » depuis 2018.
- **Sur le long terme** : La baisse des taux courts se répercutera progressivement sur les taux longs, affectant négativement par ricochet les rendements des OPCVM obligataires. La régression des rendements générera une moindre compétitivité des rendements desdits véhicules par rapport aux placements bancaires classiques d'où une moindre collecte.

Étant donné le fait que cette baisse des taux était bien anticipée par les opérateurs du marché obligataire tunisien et intégrée dans la courbe des taux, les tendances précitées sont à relativiser.

V. OÙ EN SOMMES-NOUS AVEC LES OPCVM MONÉTAIRES ?

Le débat des professionnels au cours de l'été 2017, autour du lancement de la nouvelle courbe des taux, a concerné la mise en place des instruments devant pallier le risque de rachat massif devant se manifester face à l'apparition de la volatilité des valeurs liquidatives des OPCVM obligataires avec l'instauration de la valorisation des *Bons du Trésor Assimilables* (BTA) selon la nouvelle courbe des taux. Étant donné la composition de leurs portefeuilles, les OPCVM monétaires présentent des risques restreints (qui sont néanmoins existants) mais offrent en contrepartie des rendements limités.

En Tunisie, le législateur et le superviseur, s'inspirant de la réglementation européenne, ont cherché à adopter un texte qui prend en compte les spécificités du contexte tunisien et qui répond aux normes internationales en la matière. C'est dans

ce contexte, que le décret gouvernemental n° 2018-748 du 7 septembre 2018 est paru, instituant, ainsi, cette nouvelle catégorie d'OPCVM de type monétaire.

L'objectif du lancement des OPCVM monétaires est d'offrir des opportunités de placement d'attente présentant un rendement positif en ligne avec les taux du marché monétaire, évitant ainsi une baisse de la valeur liquidative sur la période de placement. La disponibilité immédiate du cash le jour même est aussi essentielle pour le succès desdits OPCVM. La gestion est, ainsi, soumise à une double contrainte de volatilité minimale et de liquidité permanente.

En outre, les OPCVM monétaires constituent une nouvelle source de financement à court terme pour l'État, les banques ainsi que les entreprises, à travers les bons du Trésor, les certificats de dépôt et les billets de trésorerie respectivement. De plus, sous l'angle de la demande, la liquidité des OPCVM monétaires et leur composition diversifiée leur confèrent de grands atouts en tant qu'outil de gestion de la trésorerie à court terme.

En effet, un OPCVM monétaire présente plusieurs avantages :

- **Liquidité** : les parts peuvent être achetées et vendues à tout moment (à la différence d'un compte à terme, par exemple), l'investisseur bénéficie ainsi d'une grande flexibilité pour gérer sa trésorerie ;
- **Sécurité** : basés sur des titres de créances à court terme, leurs investissements sont généralement peu risqués ;
- **Rendement** : bien que les rendements soient généralement modestes, ils sont souvent supérieurs à ceux des comptes d'épargne traditionnels.

Un placement en OPCVM monétaire est donc bien adapté pour placer des excédents passagers de trésorerie ou des capitaux en attente d'opportunité de réemploi.

Par ailleurs, les OPCVM monétaires seraient le complément des OPCVM obligataires. Destinées aux placements de trésorerie à court terme, leurs actifs dont l'échéance est à moins de deux ans sont définis ainsi : BTA, BTC, certificats de dépôt et billets de trésorerie. Le risque de « transformation » des actifs illiquides en passifs liquides serait ainsi écarté.

Selon le décret n° 2018-748 du 7 septembre 2018, les actifs des OPCVM dont la durée de vie moyenne du portefeuille est inférieure ou égale à 12 mois se composent dans une proportion de 80 % de valeurs mobilières, comme suit :

- Titres de créance émis ou garantis par l'État dont la maturité à l'émission ou résiduelle est inférieure ou égale à deux ans ;
- Emprunts obligataires ayant fait l'objet d'opérations d'émission par appel public à l'épargne dont la maturité résiduelle est inférieure ou égale à deux ans ;
- Valeurs mobilières représentant des titres négociables sur les marchés relevant de la BCT (Titres de Créances Négociables), dont la maturité à l'émission ou résiduelle inférieure ou égale à deux ans ;
- Parts ou actions d'OPCVM ne dépassant pas 5 % de l'actif net.

La proportion de 20 % restante est constituée de liquidités et équivalents de liquidité.

Ces règles sont nécessaires pour maîtriser le risque de taux et surtout assurer une certaine liquidité du portefeuille, tout en

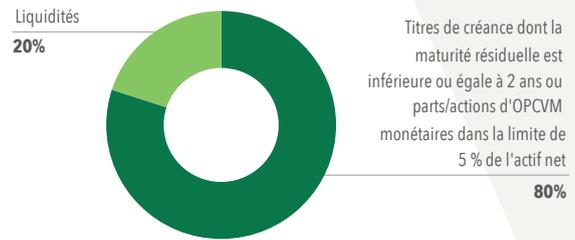
respectant le principe de prudence en matière d'exposition maximale par émetteur, en dehors de l'État.

Par *Titres de Créances Négociables* (TCN), on entend les certificats de dépôt et les billets de trésorerie tels que définis par les circulaires BCT n^{os} 2005-09 et 2005-10. À noter qu'en vertu de la circulaire BCT n^o 2020-20, les TCN sont soumis à une obligation de codification et d'admission aux opérations du dépositaire central des titres visé par l'arrêté du ministre des Finances du 12 janvier 2016, portant visa du règlement du CMF relatif au dépositaire central des titres. Cette obligation de codification des TCN a permis le suivi permanent de l'évolution des encours des entités émettrices et par la même de l'exposition des différents OPCVM à ces titres.

La supervision de ce nouveau véhicule des OPCVM monétaires sera réalisée de manière étroite par le CMF en tant que régulateur du marché financier tunisien afin d'assurer la meilleure protection possible aux investisseurs et garantir le respect par les gestionnaires des règles prudentielles et des ratios d'investissement prévus par le décret gouvernemental n^o 2018-748.

À l'avant-garde des établissements financiers de la place, le Groupe TUNISIE VALEURS a reçu à la mi-mai 2025 l'agrément du CMF pour le lancement de FCP VALEURS MONÉTAIRE, OPCVM monétaire de capitalisation. Ce fonds est géré par TUNISIE VALEURS ASSET MANAGEMENT avec pour dépositaire la BIAT.

Structure des emplois des OPCVM monétaires



Source : CMF.

Palmarès du marché des OPCVM en Tunisie par distributeur

Rang	Distributeur	Actif net en MDt au 30.09.2025	PdM	Actif net en MDt au 31.12.2024	Évolution en %	Collecte nette en MDt
1	Groupe TUNISIE VALEURS	2 603	28,4%	1 929	35%	673
2	MAC SA	1 270	13,8%	1 016	25%	254
3	BT	836	9,1%	790	6%	46
4	BNA	656	7,1%	541	21%	115
5	ATTIJARI BANK	556	6,1%	304	83%	252
6	STB	530	5,8%	401	32%	129
7	ATB	519	5,7%	357	45%	162
8	UBCI	486	5,3%	293	66%	192
9	BH	379	4,1%	305	24%	75
10	AMEN BANK	297	3,2%	240	24%	57
11	UIB	228	2,5%	176	29%	52
12	BTK	134	1,5%	63	113%	71
13	BTE	124	1,4%	119	5%	6
14	MAXULA BOURSE	112	1,2%	128	-13%	-16
15	HELION CAPITAL	79	0,9%	52	50%	26
16	LEPTIS ASSET MANAGEMENT	69	0,7%	26	165%	43
17	BMCE	66	0,7%	39	68%	27
18	SMART ASSET MANAGEMENT	65	0,7%	67	-3%	-2
19	UFI	46	0,5%	39	17%	7
20	TSI	43	0,5%	51	-15%	-7
21	GAT INVESTISSEMENT	41	0,4%	29	38%	11
22	MCP	20	0,2%	19	7%	1
23	CGI	10	0,1%	11	-7%	-1
24	UGFS	8	0,1%	6	24%	2
25	FINACORP	2	0,0%	3	-37%	-1
	Total	9 177	100,0 %	7 005	31 %	2 173

Sources : CMF et compilation de TUNISIE VALEURS.

ACTUALITÉS NATIONALES

La pratique de la RSE en Tunisie : une approche naissante, confrontée à des problématiques structurelles

Introduction

- Dans un contexte en pleine mutation, marqué par des crises économiques, sociales et environnementales de plus en plus fréquentes, les entreprises sont amenées à redéfinir leur rôle et leurs responsabilités vis-à-vis de la société. Ce contexte a donné naissance à des attentes envers les organisations, les incitant à adopter des comportements plus éthiques et à contribuer au bien-être collectif. La Responsabilité Sociétale des Entreprises (RSE) s'inscrit ainsi comme une réponse incontournable à ces défis contemporains, imposant aux entreprises de repenser leurs stratégies en intégrant des préoccupations sociales, environnementales et de gouvernance dans leurs décisions.
- Dans ce cadre, la Tunisie, à l'instar des autres économies émergentes, voit l'essor de la RSE comme une opportunité pour répondre aux enjeux du développement durable tout en renforçant la compétitivité de ses entreprises, notamment celles cotées en bourse. Le cadre réglementaire local, les initiatives internationales et les attentes des parties prenantes contribuent à façonner la manière dont les entreprises tunisiennes s'engagent dans cette voie.

I. FONDEMENTS ET ENJEUX DE LA RSE

1. Définition de la RSE

Pour mieux cerner l'importance de la notion de la responsabilité sociétale (ou sociale) des entreprises (RSE) et son potentiel pour les entreprises tunisiennes, la définition théorique et pratique de la RSE est mise en exergue. La Responsabilité Sociétale des Entreprises (RSE) est un «concept dans lequel les entreprises intègrent les préoccupations sociales, environnementales et économiques dans leurs activités et dans leurs interactions avec leurs parties prenantes sur une base volontaire».

La RSE est un cadre universel qui s'applique à toutes les entreprises, indépendamment du contexte religieux. Bien que certaines pratiques éthiques, comme celles constituant le socle de la finance islamique, puissent sembler proches des principes de la responsabilité sociale, la RSE englobe des dimensions plus vastes, incluant des aspects sociaux, environnementaux et de gouvernance.

La RSE résulte des demandes de la société civile (associations écologiques et humanitaires), d'une meilleure prise de

«La RSE est l'application des principes
du développement durable et de ses trois piliers,
économique, environnemental et social.
La RSE est définie comme étant la responsabilité
d'une organisation vis-à-vis des impacts
de ses décisions et de ses activités sur la société
et sur l'environnement, se traduisant
par un comportement transparent et éthique.»

conscience des impacts environnementaux et sociaux des activités des entreprises, qui est née, notamment, des problèmes d'environnement rencontrés depuis les années 1970. En effet, la RSE repose sur trois piliers interdépendants :

Pilier social : Engagement envers les employés et la société (inclusion, bien-être, solidarité...).

Pilier environnemental : Réduction de l'impact écologique (énergie verte, recyclage, écoconception...).

Pilier de gouvernance : Transparence et redevabilité, éthique et lutte contre la corruption, dialogue avec les parties pre-



nantes, respect des normes internationales, contrôle interne et gestion des risques.

2. Cadres normatifs internationaux de la RSE

Plusieurs organisations internationales (ONU, OCDE, OIT) ont été à l'origine d'initiatives pouvant guider les entreprises dans leurs démarches ou stratégies RSE. Elles constituent davantage des guides et des principes directeurs.

a. Les ODD

Les Objectifs de Développement Durable (ODD) constituent le référentiel international auquel les pays doivent se soumettre pour mesurer leur niveau de développement. Ils ont remplacé les Objectifs du Millénaire pour le Développement (OMD). Ce nouvel agenda des Nations Unies pour le développement durable à l'horizon 2030 est entré en vigueur en janvier 2016.

b. Les Principes directeurs de l'ONU relatifs aux entreprises et aux Droits de l'Homme

Les Principes directeurs de l'ONU relatifs aux entreprises et aux Droits de l'Homme ont été publiés en 2011 par le Haut-Commissariat des Nations Unies aux droits de l'Homme (UNHCDH). Ils sont structurés autour des trois piliers suivants :

- L'obligation incombant à l'État de protéger les droits humains, y compris lorsque des entreprises portent atteinte aux droits humains sur son territoire et/ou sous sa juridiction ;

- La responsabilité incombant aux entreprises de respecter les droits humains ;
- La nécessité de prévoir des voies de recours appropriées et efficaces en cas de violation des droits humains de la part des entreprises.

c. La Déclaration de Rio sur l'environnement et le développement

En 1992, la Conférence des Nations Unies sur l'environnement et le développement a adopté une déclaration sous forme d'une série de 27 principes édictant un ensemble de droits et de devoirs en matière d'environnement pour parvenir à un développement durable. Ce texte est un des documents fondateurs du concept du développement durable. Il n'est pas juridiquement contraignant, mais les gouvernements sont fortement incités à adhérer à ses principes.

3. Avantages de la mise en place d'une stratégie RSE dans une entreprise

a. Performance et efficacité opérationnelle

L'intégration des critères ESG peut améliorer la compétitivité des entreprises en optimisant leurs performances et en attirant les investisseurs. Elle peut permettre des économies grâce à une gestion efficace des ressources et réduire les coûts liés aux accidents, à l'absentéisme et aux maladies professionnelles. En adoptant une approche responsable, les entreprises renforcent leur résilience et leur efficacité opérationnelle.

«Les cadres normatifs internationaux de la RSE, tels que les ODD, les Principes directeurs de l'ONU et la Déclaration de Rio, offrent des orientations essentielles pour harmoniser les pratiques des entreprises. Ils mettent en avant l'équilibre entre développement durable, respect des droits humains et responsabilité environnementale, tout en restant des principes directeurs plutôt que des obligations juridiques strictes.»

b. Attractivité et crédibilité auprès des parties prenantes

L'engagement dans les pratiques RSE constitue aujourd'hui un élément différenciateur essentiel. Son adoption renforce également la notoriété et la crédibilité d'une entreprise, contribuant à valoriser son image auprès des parties prenantes.

c. Accès aux ressources financières et soutien des investisseurs

Les partenaires financiers perçoivent l'engagement d'une entreprise dans une démarche RSE comme un indicateur de bonne gestion et de fiabilité, renforçant ainsi sa crédibilité sur le marché. Cet engagement attire également les investisseurs sensibles aux enjeux du développement durable, conscients de l'importance croissante des pratiques RSE dans l'évaluation de la performance à long terme.

d. Conformité et gestion proactive des risques

L'adoption des pratiques RSE permet aux entreprises de se conformer aux réglementations en vigueur tout en anticipant les risques liés aux enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance.

II. CADRE RÉGLEMENTAIRE ET INITIATIVES AUTOUR DE LA RSE EN TUNISIE

1. Cadre réglementaire de la RSE en Tunisie

Depuis des années, la Tunisie a ratifié des conventions internationales en matière de RSE, notamment avec le Pacte Mondial des Nations Unies, auquel elle a adhéré depuis 2000, encourageant les entreprises à respecter des principes liés aux Droits de l'Homme, au travail, à l'environnement et à la lutte contre la corruption. Elle collabore également avec l'OCDE pour promouvoir les Principes Directeurs à l'intention des entreprises multinationales, couvrant des aspects comme la transparence, les droits humains et la préservation de l'environnement. La Tunisie a adopté la norme ISO 26000 à partir de 2011 pour guider les entreprises

«La RSE peut être une opportunité stratégique, non seulement pour renforcer la rentabilité, mais aussi pour améliorer l'image et la réputation de l'entreprise. En adoptant des pratiques responsables, une entreprise peut gagner la confiance des investisseurs et se démarquer comme un acteur engagé.»

dans le développement durable, intégrant des dimensions économiques, sociales et environnementales.

En Tunisie, la RSE a été expressément introduite dans l'ordonnancement juridique du pays par la loi n° 2018-35 du 11 juin 2018, qui en a fait une obligation à la charge des entreprises et des autres institutions.

2. Incitations du marché financier

La promotion de la culture de la RSE en Tunisie a pris un nouvel essor ces dernières années, s'inscrivant dans le cadre du marché financier.

En 2015, la Bourse de Tunis a rejoint le Pacte des Nations Unies pour le Développement Durable (Global Compact) et l'initiative *Sustainable Stock Exchanges* de l'ONU. Dans ce cadre, elle a mené des actions pour sensibiliser les sociétés cotées à la RSE et au développement durable. Elle a également travaillé à promouvoir la transparence et la bonne gouvernance auprès de ces sociétés.

Le premier guide tunisien sur les obligations vertes, sociales et durables, élaboré par le CMF en collaboration avec l'International Finance Corporation (IFC) (groupe de la Banque mondiale), a pour objectif de promouvoir le rôle du marché financier dans le financement de projets répondant aux besoins environnementaux, sociaux et aux impératifs du développement durable en Tunisie. Ce guide encourage les émetteurs d'obligations durables à fournir un dossier complet aux investisseurs, précisant l'utilisation des fonds levés pour des projets verts et durables concrets.

a. Incitations financières

Prévus au niveau de la loi n° 2016-71 du 30 septembre 2016, portant loi de l'investissement et du décret gouvernemental n° 2017-389 du 9 mars 2017, le marché financier a mis en place :

- Une prime de l'augmentation de la valeur ajoutée et de la compétitivité : destinée aux investissements directs dans les secteurs prioritaires. Elle finance 15 % du coût d'investissement approuvé, jusqu'à 1 million de dinars, pour des projets liés aux énergies renouvelables, la valorisation des ressources et le traitement des déchets ;
- Une prime de développement durable : accordée aux projets de lutte contre la pollution et de protection de l'environnement. Elle couvre 50 % des composantes d'investissement, avec un plafond de 300 000 dinars, visant la dépollution hydrique et atmosphérique ainsi que l'adoption de technologies propres.

b. Incitations fiscales

- Réduction de 50 % des droits de consommation pour les véhicules équipés d'un moteur hybride thermique et électrique ;
- Imposition au taux réduit de 10 % des bénéfices provenant des investissements directs au sens de l'article 3 de la loi de l'investissement, réalisés par les entreprises spécialisées dans la collecte, la transformation, la valorisation, le recyclage ou le traitement des déchets et des ordures ;
- Déduction supplémentaire de 50 % des dépenses de R&D engagées par l'entreprise dans le domaine de l'économie verte, bleue et circulaire et de développement durable sans que cette déduction supplémentaire ne dépasse les 400 000 dinars annuellement.

III. LA FINANCE VERTE ET SON IMPORTANCE POUR LA RSE

La Finance verte désigne l'ensemble des opérations financières, des investissements et des mécanismes qui visent à soutenir la transition écologique et à lutter contre le changement climatique. Elle se matérialise notamment par des obligations vertes (green bonds), des fonds d'investissement durables, ou encore des crédits accordés aux entreprises, adoptant des pratiques responsables.

1. Les actifs verts

a. Les obligations vertes

Les obligations vertes sont des instruments financiers spécifiquement conçus pour soutenir la transition écologique. Elles permettent de canaliser des fonds en direction des projets à impact environnemental positif, qu'ils soient nouveaux ou existants. Lors de leur émission, ces projets doivent être clairement définis et présenter des avantages écologiques mesurables. L'émetteur a ainsi la responsabilité de démontrer leur contribution aux objectifs environnementaux, garantissant transparence et efficacité dans l'utilisation des capitaux investis.

b. Les fonds verts

Un fonds vert est un véhicule d'investissement dédié à la promotion de la transition écologique. Il se distingue par une sélection rigoureuse d'entreprises qui intègrent activement des pratiques durables dans leur fonctionnement ou qui développent des solutions innovantes pour répondre aux enjeux environnementaux.

Dans ce contexte, la question qui s'impose est : où en est la Tunisie dans le développement de ces instruments financiers ?

Des initiatives ont été mises en place, notamment par la Caisse des Dépôts et Consignations (CDC), qui collabore avec le ministère des Finances et des institutions internationales pour évaluer la maturité du marché et établir un cadre favorable à l'émission d'obligations vertes. Cependant, le cadre réglementaire est encore en développement, et des ajustements sont nécessaires pour encourager davantage les émissions vertes et attirer les investisseurs.

2. Le Reporting ESG et les indicateurs de performance extrafinancière

La publication d'informations RSE de l'entreprise est un moyen de faire partager les résultats de la démarche et de mettre en avant les efforts de chacun. Plus précisément, le Reporting extrafinancier consiste à rendre compte périodiquement de ses performances et de ses actions en relation avec les piliers économiques, sociaux, environnementaux et de gouvernance. En Tunisie, la performance des pratiques (RSE) dans les sociétés cotées est mesurée à travers des indicateurs de performance extrafinanciers (KPIs). Ces indicateurs permettent d'évaluer l'impact environnemental, social et de gouvernance des entreprises. Ils sont de plus en plus intégrés dans les rapports ESG publiés par certaines sociétés cotées. Le CMF et la Bourse de Tunis ont mis en place un guide de Reporting ESG, depuis 2021, qui propose une matrice d'indicateurs pour uniformiser la communication extrafinancière des entreprises.

À fin septembre 2025, 14 sociétés, parmi les 75 cotées à la Bourse de Tunis, ont publié leur rapport ESG pour l'an-

née 2024 : ASSURANCES MAGHREBIA, ASSURANCE MAGHREBIA VIE, BH BANK, ENNAKL AUTOMOBILES, DÉLICE HOLDING, ONE TECH HOLDING, POULINA GROUP HOLDING, SFBT, STAR, TUNISIE LEASING & FACTORING, TUNIS RE, TELNET HOLDING, STB et l'UBCI.

De plus, neuf sociétés cotées ont communiqué leur bilan carbone pour l'année 2024. Il s'agit de : DÉLICE HOLDING, ONE TECH HOLDING, STAR, POULINA GROUP HOLDING, TUNIS RE, TELNET HOLDING, SFBT, ASSURANCES MAGHREBIA et ASSURANCE MAGHREBIA VIE.

3. Les défis de la mise en place de la pratique RSE en Tunisie

Il semble que le marché financier tunisien soit encore en phase de préparation pour l'intégration des pratiques RSE, nécessitant une sensibilisation accrue des acteurs et la mise en place d'infrastructures adaptées. Par ailleurs, il s'est avéré que les défis économiques rencontrés par la Tunisie ces dernières années ont limité la capacité des entreprises et des institutions à mobiliser des financements dédiés à ces instruments. La réalité montre également que la complexité des projets verts constitue un frein supplémentaire, car leur mise en œuvre exige des études approfondies, des certifications spécifiques et un suivi rigoureux, ralentissant ainsi leur concrétisation à grande échelle.

CONCLUSIONS

Dans un contexte où les priorités économiques restent dominées par la recherche de la rentabilité, l'intégration de la RSE dans la stratégie des sociétés tunisiennes demeure un défi. Toutefois, bien que la Tunisie accuse un certain retard par rapport aux pays où la RSE est solidement ancrée dans les modèles économiques, une certaine évolution culturelle et réglementaire est perceptible.

LEXIQUE

La norme ISO 26000 :

Est une norme internationale qui fournit des lignes directrices sur la responsabilité sociétale des organisations. Elle aide les entreprises, institutions et autres structures à agir de manière socialement responsable en intégrant des pratiques respectueuses de l'environnement, des droits humains, de la gouvernance éthique et du développement durable.

La loi n° 2018-35 du 11 juin 2018 :

Cette loi encourage les entreprises et institutions à financer des projets axés sur l'employabilité des jeunes et l'économie verte (article 2) et crée un Observatoire national RSE sous la Présidence du Gouvernement pour coordonner et suivre les activités RSE dans tout le pays (article 6).

BILAN FINANCIER & BOURSIER 2025 ET STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT POUR 2026

Seize leçons que nous livre l'année 2025 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 11 septembre 2025 la barre symbolique des 12 000 points pour la première fois de son histoire. Après un parcours sans faute sur les neuf premiers mois de l'année, l'indice TUNINDEX termine le mois de septembre à 12 404 points, portant ainsi à 24,6 % sa progression depuis le 1^{er} janvier, contre une hausse de 13,8 % pour la même période l'année dernière ; peu d'analystes osaient prédire un cru boursier aussi impressionnant !
- À peine sorti de sa torpeur de fin d'année 2024, le marché des actions est emporté par un véritable vent d'euphorie, profitant d'une amélioration 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 de 2024, de même que les réalisations du S1 2025, 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 dans les mois à venir. Durant l'année 2026, 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. En tout état de cause, les premières tendances de l'activité des prochains trimestres (T4 2025 et T1 2026), seront un indicateur crucial pour l'évolution future du marché boursier. Ces publications permettront d'évaluer dans quelle mesure les fleurons tunisiens cotés sont à même de poursuivre leur croissance malgré l'environnement économique compétitif, 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 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 laissent présumer leurs 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 DES NEUF PREMIERS MOIS 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 +2,4 % sur le premier semestre 2025), reflux de l'inflation (7 % en moyenne en 2024 contre 9,3 % un an plus tôt et un taux d'inflation moyen de 5,5 % pour les neuf premiers mois de 2025), réduction des déficits jumeaux (un solde courant de -1,7 % du PIB et un déficit budgétaire de -6 % du PIB avant

« Malgré un environnement complexe, nous voyons des opportunités d'investissement claires sur la Bourse de Tunis. Les 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 laissent présumer leurs cours. Des actions suffisamment liquides, offrant une fiabilité, une bonne visibilité et une marge de sécurité face aux aléas de la conjoncture »

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) et repli du taux de chômage (revenant à 15,3 % au terme du T2 2025 contre 15,7 % au trimestre précédent) 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 24,2 milliards de dinars (ou 105 jours d'importation) à la date du 2 octobre 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, continuant ainsi de soutenir le processus désinflationniste en cours.

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, R&I et FITCH RATINGS) qui ont entrepris de relever depuis 2024 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 % 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 le marché des actions et de donner un coup de pouce à l'investissement, à l'emploi et à la croissance en Tunisie.

Le bilan du S1 2025 des sociétés cotées montre aussi que le relâchement récent du «ton» monétaire a permis d'apporter un bol d'air à la rentabilité des entreprises tunisiennes cotées, surtout les plus endettées d'entre elles, réduisant 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).

«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.»

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

Le 2 avril 2025, le président américain a dévoilé la mise en place de taxes douanières sur une vaste partie des pays du monde, dont la Tunisie (28 %¹) et les alliés historiques des États-Unis : les pays de l'Union européenne (20 %²). 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 incertain.

En Tunisie, le débat 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 tunisien a été minime, voire inexistant. La dynamique positive de la Bourse de Tunis, amorcée en janvier, s'est poursuivie jusqu'au mois de septembre.

Les raisons pour lesquelles le marché boursier tunisien a réussi à maintenir son élan haussier 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 en amélioration par rapport à 2024, 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 sur les 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.

¹ Ce taux a été revu à la baisse en juillet 2025 passant à 25 % avec pour date d'effet le 1^{er} août 2025.

² Relèvement des droits de douane à 30 % le 12 juillet 2025 avec une entrée en vigueur à partir du 1^{er} août 2025. Les droits de douane sur les exportations de l'UE vers les États-Unis ont été ultérieurement revus à la baisse à 15 % grâce à l'accord de Turnberry signé entre les deux parties avec une entrée en vigueur à partir du 7 août 2025.

« 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 »

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. Dans un contexte où les exportations asiatiques vers le marché américain sont affectées, 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 du 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**, acteur majeur de la Câblerie, la Mécatronique et des TIC, 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.

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. 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 19,3 % de la capitalisation boursière globale, à fin septembre 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 1 % à 2 % 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 se sont majoritairement désengagés sur les dernières années 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.

« 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. »

4. Tout vient à point à qui sait attendre

La patience est la condition de 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 des actions, 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.

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

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.

«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»

6. ...comme le montre le palmarès des plus grands gagnants et des plus grands perdants des neuf premiers mois de 2025

À l'issue du T3 2025, la balance des variations annuelles des titres de la cote a été largement tirée vers le haut : affichant 56 hausses, une valeur inchangée et 18 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 » (-4,9 %) et de l'indice « des industries » (-1,6 %). Affichant des variations annuelles à deux chiffres, tous les indices sectoriels ont contribué à propulser le TUNINDEX vers de nouveaux sommets.

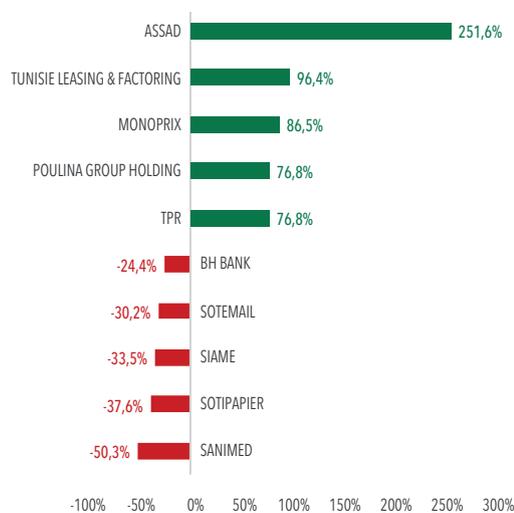
Depuis l'année 2024, c'est un retour aux fondamentaux qui est perceptible sur le marché des actions tunisien. L'amélioration des indicateurs de la conjoncture économique nationale, la détente des prix de l'énergie et des matières premières à l'échelle internationale, la fin des cycles de resserrement monétaire par les principaux argentiers du monde et la poursuite de la publication de 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. La bonne prestation des sociétés cotées s'est poursuivie sur la première moitié de 2025. En effet, selon la BVMT, le résultat semestriel global au titre du S1 2025, des 62 sociétés cotées ayant publié leurs états financiers semestriels, affiche une progression de 9,3 % par rapport à la même période de l'année 2024, pour atteindre un montant de 1600 MDt contre 1464 MDt. C'est peu ou prou la conclusion du parcours des

perdants et des gagnants de la Bourse de Tunis sur les neuf premiers mois de 2025..

ASSAD : le retour de balancier boursier

Après avoir été longtemps aux oubliettes, le producteur des batteries automobiles a affiché sur les neuf premiers mois de 2025 un parcours boursier impressionnant qui lui a offert la palme d'or de la cote. Multipliant sa capitalisation par 3,5 x (+251,6 %), 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

Les 5 plus grands gagnants et les 5 plus grands perdants des neuf premiers mois de 2025



Source : BVMT.

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.

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

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 les neuf premiers mois de 2025, s'offrant un sursaut spectaculaire de 96,4 %. 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 TLF 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 ALGÉRIE 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.

MONOPRIX : prévoit d'améliorer davantage sa rentabilité

MONOPRIX, acteur incontournable du secteur de la grande distribution en Tunisie, a connu sur les neuf premiers mois de 2025 un parcours boursier favorable (un rallye de 86,6 %), 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.

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 quatrième place du palmarès avec une envolée de 76,8 %. 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, acquérant 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 12,000 Dt, a été 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. 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'investissements 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.

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 une année 2025 glorieuse, cumulant une ascension de 76,8 %. Dans la continuité des dernières années, le groupe

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

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 de 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 regard de l'entrée pleine en exploitation à partir de 2026 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.

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

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 dégru boursière essuyée depuis le début de l'année 2025 (une contre-performance de - 50,3 %). Le flop boursier des neuf premiers mois 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 la société, une amélioration significative de l'activité est attendue à l'issue de la finalisation de l'opération d'augmentation de capital 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.

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 2025, essuyant une correction de -37,6 %. 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.

SIAME : pénalisée par le branle-bas autour de l'actionnaire de référence

Le spécialiste des appareillages électriques peine à retrouver le chemin de la croissance en bourse pour la deuxième année de suite (une contre-performance cumulée de - 33,5 % au 30 septembre 2025). Les bouleversements actuels que vit le groupe BEN AYED (actionnaire de référence de la SIAME) semblent refroidir l'appétit des investisseurs pour le titre. La société a annoncé à la mi-juin 2025 son placement sous

mandat judiciaire. Trois mois plus tard, la SIAME a annoncé la démission de ses commissaires aux comptes.

SOTEMAIL : victime de la conjoncture

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 -30,2 % qui efface tous les gains de l'année 2024, le spécialiste des carreaux en céramiques pointe à la quatrième place des plus fortes chutes cumulées au 30 septembre 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. La 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 en Tunisie. 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 moindre qualité, en provenance d'Inde notamment, importés illégalement et offerts sur le marché à très bas prix.

BH BANK : une année 2024 au goût des provisions

La BH BANK a connu un parcours boursier difficile sur les neuf premiers mois de 2025 (une baisse de -24,4 %). 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 de recouvrement des créances douteuses.

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

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 *pace setter*, 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. 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 chiffres du S1 2025 des banques cotées en disent long sur le ralentissement de la croissance du secteur bancaire.

En effet, l'analyse des comptes des banques cotées de la première moitié de l'année 2025, fait état de : ❶ une collecte qui ne perd pas de sa vigueur, ❷ une activité du crédit presque au point mort, ❸ une modeste croissance du PNB sauvée par les revenus du portefeuille, ❹ une dégradation globale de la productivité, ❺ une progression du coût du risque et ❻ une croissance de la masse bénéficiaire du secteur aidée par une baisse relative de la pression fiscale.

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 (par rapport au TUNINDEX). Les établissements, tels que la **BIAT**, **AMEN BANK** et **ATTIJARI BANK** apparaissent comme les mieux armés pour naviguer dans ce climat difficile, 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 de 2024 et du S1 2025.

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 hausse.

« 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 sur la Bourse de Tunis

Aux côtés des résultats 2024 et du S1 2025, ce sont les annonces de dividendes, d'opérations de split et d'opérations d'augmentation de capital par incorporation de 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 l'exercice 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

« 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 »

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, trois attributions gratuites et trois splits ont été 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

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

Depuis le début de l'année 2025, la capitalisation boursière de la place de Tunis a vigoureusement progressé de 20,9 %, dépassant les 32 milliards de dinars, soit 18 % du PIB. Le parcours fructueux des grosses capitalisations de la cote et l'introduction sur le marché principal de **BNA ASSURANCES** à une capitalisation de 322 MDt (à la mi-août 2025) ont compensé l'absence d'augmentations de capital en numéraire sur le marché. Grâce à BNA ASSURANCES, le nombre de sociétés cotées à la Bourse de Tunis a été porté à 75 au 30 septembre 2025.

Les opérations de splits annoncés jusqu'au 30.09.2025 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 30.09.2025 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
SAM	8 actions nouvelles pour 85 actions anciennes	NC	01/01/2025
STAR	7 actions nouvelles pour 6 actions anciennes	NC	01/01/2025

Source : BVMT.

jouissance en dividendes à partir du 1^{er} janvier 2025), à **SAM** (attribution d'actions gratuites à raison de 8 actions gratuites pour 85 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).

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 des dites sociétés.

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 % du 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

« 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 des dites sociétés »

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



Source : BVMT.

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 lancée par le **groupe POULINA** sur la **SITS** (ayant visé 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.

Les mouvements capitalistiques annoncés depuis le début de l'année 2025 ciblant des 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	24.04.2025	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 2025	Producteur international d'emballage en verre	Groupe BAYAHI	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	07.07.2025	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	Du 11.08 au 09.09.2025	Groupe POULINA	Public	3,000 Dt	46,8 MDt	OPA Simplifiée

Sources : CMF et BVMT.

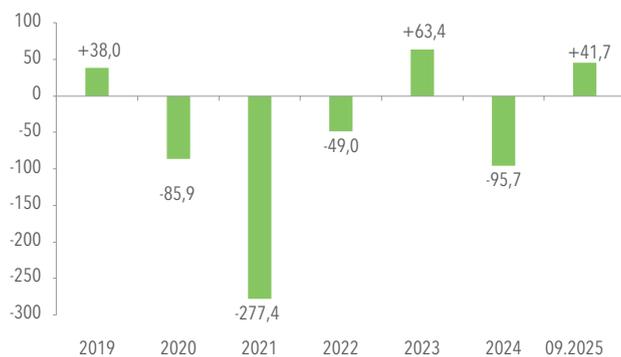
11. Le statu quo règne sur l'investissement étranger

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 changer en 2025. Jusqu'à fin septembre de l'année, les transactions boursières cumulées des étrangers ont dégagé un solde net positif de +41,7 MDt avec 58 MDt pour les achats et 16,3 MDt pour les ventes.

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

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



Source : BVMT.

12. Le Flight-to-Safety prévaut

Au milieu des 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.

Le phénomène de *Flight-to-Quality* peut être synonyme d'optimisme pour les uns et de crainte pour les autres. Ce report

« 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 »

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 MDt sur les neuf premiers mois de 2025 contre un flux moyen de 6,5 MDt par séance sur l'ensemble de l'année 2024). Et le marché des blocs a bien joué son rôle de tremplin pour les échanges du marché. 67 transactions de bloc, ont eu lieu sur les neuf premiers mois de 2025, cumulant 310,4 MDt, contre 63 transactions de bloc, cumulant 197,4 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.

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

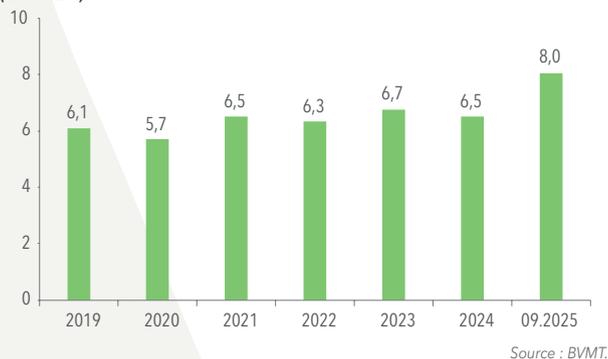
POULINA GROUP HOLDING : retrouve ses lettres de noblesse sur le front des volumes

Avec des capitaux transigés de 144,7 MDt, POULINA GROUP HOLDING retrouve sa place de leader en 2025 en matière de volumes. La volumétrie relativement élevée du titre a profité de la réalisation de 18 transactions de bloc depuis le début de l'année, cumulant une enveloppe globale de près de 36 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 de SAH LILAS.

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 à la deuxième marche du podium, en animant le marché avec des capitaux de 130,7 MDt. 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

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



Les 5 valeurs les plus actives de la cote sur les neuf premiers mois de 2025 (en MDt)



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

par les fonds d'investissement étrangers pour le titre a permis d'absorber une partie de ces pressions vendeuses.

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

Le titre TPR se place à la troisième position dans le palmarès des titres les plus actifs des neuf premiers mois de 2025. En mobilisant des échanges de 107,2 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).

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

Avec un flux transactionnel de 100,6 MDt, AMEN BANK échoue au 4^e rang dans le classement des titres les plus dynamiques de la cote. Depuis la mise en place d'un programme d'augmentation de capital par incorporation de 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.

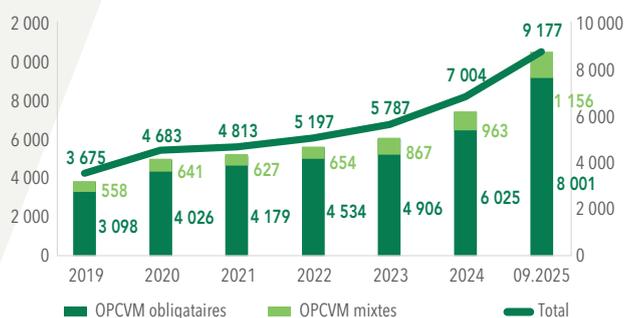
ATTIJARI BANK : une banque dynamique tant en matière de dépôts que sur le marché boursier

Une deuxième banque a réussi à se distinguer sur le front des échanges sur les neuf premiers mois de 2025. Il s'agit d'ATTIJARI BANK. La filiale tunisienne du groupe ATTIJARIWAFI BANK a alimenté le marché avec un flux de 94,8 MDt, complétant ainsi le top 5 des valeurs les plus traitées du marché depuis le début de 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.

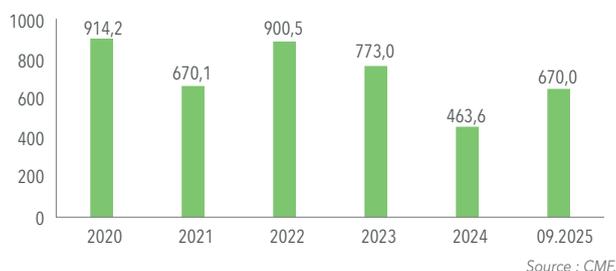
Évolution du nombre d'OPCVM en Tunisie



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



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



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

En dépit d'une conjoncture économique hésitante, 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 (+ 31 %), atteignant un niveau record de 9,2 milliards de dinars avec une collecte additionnelle nette de 2,2 milliards 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 (+32,8 % à 8 milliards de dinars avec une collecte nette de 2 milliards 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 (+20,2 % à 1,2 milliard de dinars avec une collecte nette de 197 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. 13 émissions obligataires, dont 6 avec appel public à l'épargne (APE), ont pu être clôturées depuis le début de l'année (du 1^{er} janvier au 30 septembre 2025) pour une enveloppe globale de 670 MDt. Une performance qui est déjà supérieure à celle de l'ensemble de l'année 2024.

Ainsi, l'année 2025 a été marquée 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.

16. Une baisse générale des levées du Trésor Public

Sur les neuf premiers mois de 2025, le Trésor a effectué 15 adjudications de BTA (dont une adjudication d'échange), qui ont toutes été fructueuses, ce qui lui a permis de lever 8 636,2 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 de 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, 36 adjudications de BTC ont eu lieu, jusqu'au 30 septembre 2025, permettant au Trésor de mobiliser 3 395,2 MDt.

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 2025, le Trésor n'en a émis aucune tranche sur les neuf premiers mois de 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.

Au total, le Trésor a levé un montant de 12 milliards de dinars (entre BTA et BTC), jusqu'à fin septembre 2025, contre un montant total annoncé pour l'année 2025 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 55 %.

II. STRATÉGIE D'INVESTISSEMENT POUR 2026

1. À quoi s'attendre en 2026 ?

Le marché sortait d'un exercice 2024 qualifié de performant, avec une progression de +13,7 % de l'indice de référence. La capitalisation boursière s'établissait alors à 26,5 milliards de dinars, tandis que le marché affichait une valorisation équivalente à 9 x les bénéfices anticipés pour 2025. Une question légitime se posait alors : la dynamique haussière pouvait-elle se poursuivre ?

L'année 2025 a apporté une réponse claire à cette interrogation : non seulement la tendance boursière positive s'est confirmée, mais elle s'est même renforcée.

Malgré le bilan honorable du marché des actions en 2025, les niveaux de valorisation en fin d'année demeurent attractifs, avec un PER de 10,2 x, un P/B de 1,3 x et un rendement en dividende de 4,8 % attendus pour 2025. Ces valorisations restent, selon nous, à des niveaux clairement acheteurs, surtout si l'on s'intéresse à des titres de qualité. Des valeurs traitant à des niveaux de valorisation déconnectés de leurs fondamentaux.

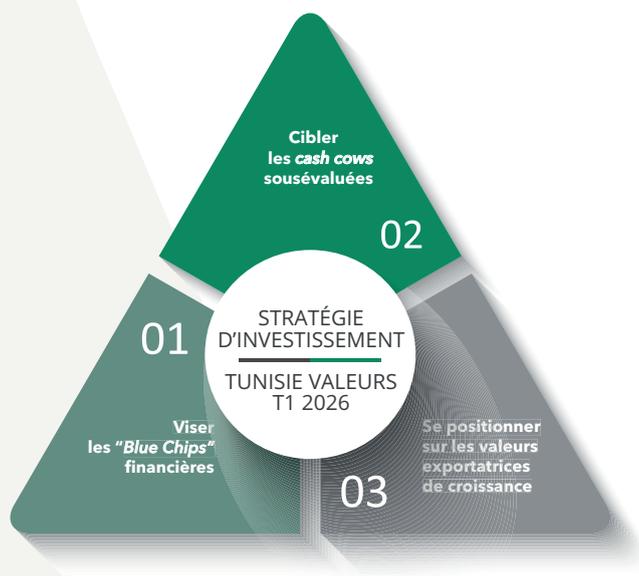
Les émissions du Trésor sur le marché intérieur de la dette

Chiffres en MDt	2020	2021	2022	2023	2024	09.2025	LF 2025
BTA	3 258	3 498	2 442	2 093	5 049	8 636	8 162
BTC	5 851	6 014	14 010	16 077	9 746	3 395	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	12 031	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.

Stratégie d'investissement de TUNISIE VALEURS pour le T1 2026



En 2026, le maintien d'une tendance haussière sur toute l'année n'est pas certain, mais nous estimons que le premier semestre constituera la période indicatrice de la tendance de l'année, car elle est la plus riche en informations financières (saison des annonces des résultats, des AGO et des dividendes des sociétés cotées).

Globalement, nous identifions trois catalyseurs possibles qui sont susceptibles de guider l'année boursière 2026 :

1. La bonne croissance des bénéfices attendue pour 2025 comme laisse présager le cru du S1 2025 des sociétés cotées (une reprise de la masse bénéficiaire agrégée des sociétés cotées de 9,3 % à 1,6 milliard de dinars sur la première moitié de 2025). Cela devrait continuer à stimuler l'appétit des investisseurs pour les actifs risqués ;
2. La situation de surliquidités qui caractérise le secteur bancaire et le marché des OPCVM à l'heure actuelle, qui permettrait de canaliser l'épargne vers la Bourse en l'absence d'opportunités d'investissement alternatives, offrant une bonne visibilité, l'avantage de la liquidité et dépourvus de contrainte de ticket d'entrée minimum, comme les actions cotées. Ce phénomène d'afflux de l'épargne vers la Bourse continuera d'alimenter la demande de titres sur le marché ;
3. L'éventualité d'une poursuite de la détente monétaire en Tunisie dans les prochains mois au vu d'une inflation plus maîtrisée, qui permettrait de réduire les valorisations boursières.

Néanmoins, il paraît important de souligner qu'à l'issue d'une bonne année boursière comme celle que nous sommes sur le point de clôturer, les fortes hausses enregistrées sur certaines valeurs devraient inciter à plus de prudence, comme le dit l'adage boursier « les arbres ne montent pas au ciel ».

2. Quelle stratégie d'investissement adopter sur le T1 2026 ? L'heure est plus que jamais à la qualité

Les résultats de 2024 et du S1 2025 des valeurs incluses dans nos portefeuilles types ont été très encourageants et globalement conformes à nos attentes.

Toutes les sociétés sélectionnées ont bien performé en bourse, permettant à notre portefeuille type conventionnel d'afficher une hausse cumulée de +36,3 % et à notre portefeuille type islamique de réaliser une performance de +35,6 % à fin septembre 2025. À noter que, depuis le début de l'année 2025, nos portefeuilles modèles ont été actualisés à cinq reprises.

Pour le T1 2026, 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 :

- a. 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) 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 ;
- b. 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), **ONE TECH HOLDING** (mise en place d'un programme de transformation stratégique qui permettrait au groupe de retrouver un nouvel élan avec pour objectif de devenir un leader technologique régional d'ici 2028 et mise en place d'un programme de scission de ses activités principales qui devrait être porteur de valeur pour les actionnaires et facilitateur de partenariats stratégiques pour OTH), **SOTUVER** (atteinte de la filiale SGI totalement exportatrice de son rythme de croisière, reconstruction du four n° 1 qui devrait permettre au verrier de développer de nouveaux produits et de cibler de nouvelles niches, processus très avancé de l'ouverture du capital à un partenaire stratégique qui devrait se faire d'ici la fin de l'année 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 du S2 2026 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.

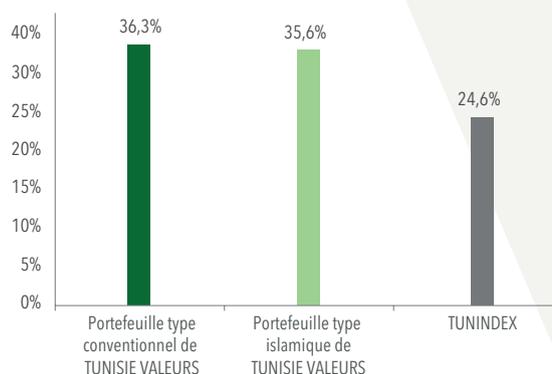
Ces compagnies ont déjà commencé à se doter d'outils d'évaluation de leur empreinte carbone et à engager des investissements de productivité et de décarbonation pour se préparer à l'entrée en vigueur définitive en 2026 de la taxe carbone aux frontières de l'Union européenne (MACF);

c. **Les «Blue Chips» financières** – poids lourds du marché des actions – sont aussi à recommander ne serait-ce que dans une optique de réplique de l'indice. Cependant, le marathon 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) 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** ont été 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 sociale et environnementale au cœur de leurs priorités.

Performances des portefeuilles types de TUNISIE VALEURS vs. TUNINDEX (jusqu'au 30.09.2025)



Sources : BVM et TUNISIE VALEURS.

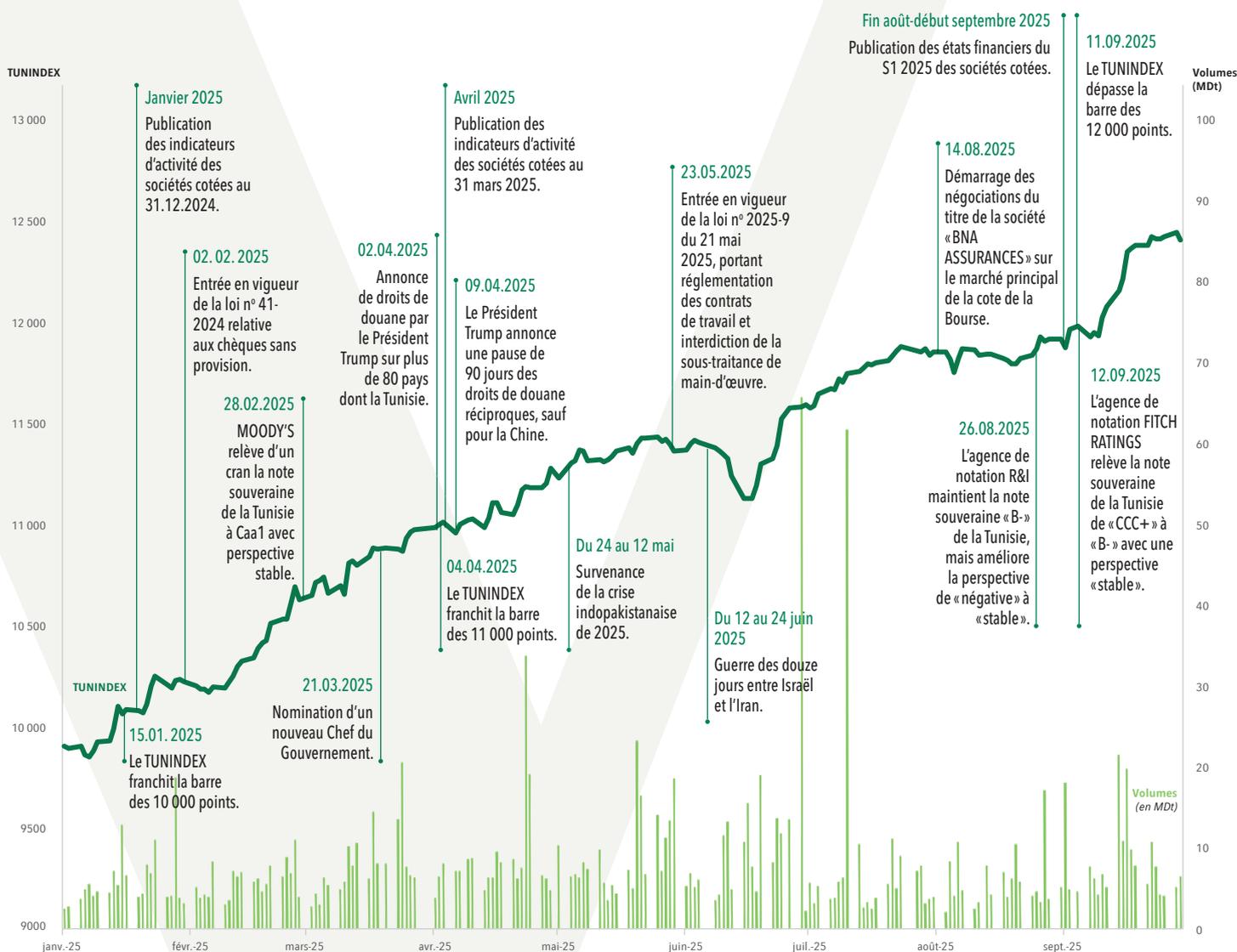
« Toutes les sociétés sélectionnées ont bien performé en bourse, permettant à notre portefeuille type conventionnel d'afficher une hausse cumulée de +36,3 % et à notre portefeuille type islamique de réaliser une performance de 35,6 % à fin septembre 2025 ».

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

Principaux multiples boursiers du marché des actions*

Chiffres en MDt	2024	2025e
PER	10,8 x	10,2 x
P/B	1,4 x	1,3 x
Rendement en dividende	6,5 %	4,8 %

* Données au 30/09/2025.



Sources : BVMT et TUNISIE VALEURS.

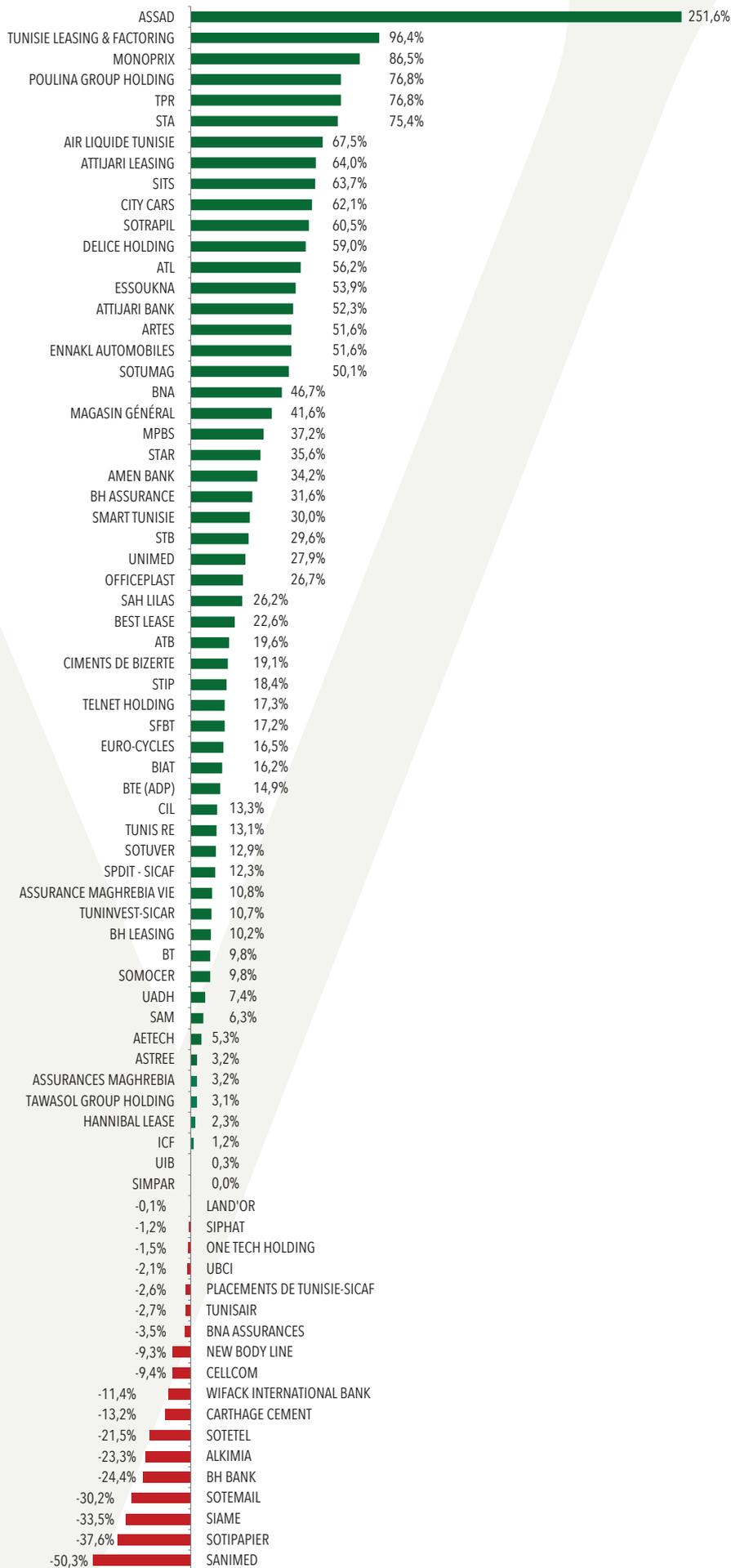
Annexe 2 : Chiffres clés du marché financier tunisien

		2020	2021	2022	2023	2024	09. 2025
Marché actions	Performance du TUNINDEX	-3,3 %	+2,3 %	15,1 %	+7,9 %	+13,7 %	+24,6 %
	Capitalisation boursière (en milliards de dinars)	23,1	23,3	24	24,5	26,5	32,0
	Capitalisation boursière (en % PIB)	20,8 %	17,9 %	16,7 %	16,0 %	16,0 %	17,9 %
	Nombre de sociétés cotées	80	80	82	78	74	75
	Volumes de transaction (en MDt)	1 423	1 614	1 624	1 700	1 630	1 468
	↳ dont volumes du marché des blocs (en MDt)	230	564	326	529	432	310
	Volumes moyens par séance (en MDt)	5,7	6,5	6,3	6,7	6,5	8,0
	Flux net des investissements des étrangers (en MDt)	-85,9	-277,4	-49	+63,4	-95,7	+41,7
	Participation étrangère	25,3 %	23,1 %	20,9 %	21,2 %	19,6 %	19,3 %
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	9 177
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	12 031
	Émissions des entreprises privées sur le marché obligataire (en MDt)	914	670	901	773	464	670

Sources : ministère des Finances, CMF et BVMT.

Annexe 3 : Palmarès de la cote de la Bourse de Tunis au 30 septembre 2025

Source : BVMT.



SECTEUR BANCAIRE

Un secteur face à de multiples défis

Points clés

- **Une bonne dynamique de la collecte**, en 2024, qui confirme sa capacité de résilience face au contexte économique et une bonne maîtrise du coût des ressources, dans un environnement de statu quo monétaire.
- **Une activité de production qui peine à décoller**, en 2024, en raison de la faible demande du crédit. Ce constat a permis avec le dynamisme de la collecte de soutenir la liquidité du secteur et de diluer le ratio de transformation réglementaire LTD (Crédits/Dépôts).
- **Une décélération de la croissance du PNB** en 2024, en raison de l'évolution négative de la marge d'intérêt. Le secteur bancaire coté a substantiellement tiré sa croissance des autres revenus et, dans une moindre mesure, des commissions.
- **Une dégradation générale de la productivité**, en 2024, impactée par le contexte inflationniste.
- **Une détérioration globale de la qualité du portefeuille du secteur bancaire coté** en 2024 avec une hausse du taux des créances classées et une baisse du taux de couverture des dites créances par les provisions et les agios réservés. La qualité des actifs moyenne du secteur a surtout été pénalisée par la hausse de la sinistralité chez les banques publiques.
- **Une résistance en ce qui touche la rentabilité nette**, en 2024, aidée par une régression du coût net du risque et par la baisse substantielle des dotations aux provisions collectives. Malgré la hausse sensible de la pression fiscale, le secteur bancaire coté a maintenu le cap de la croissance bénéficiaire à l'échelle individuelle.
- **Une consolidation globale de la solvabilité**, en 2024. Cette évolution a porté la marque des conditions de distribution des dividendes imposées par la Banque centrale sur les dernières années, du niveau appréciable des provisions constituées et de la politique de maîtrise des risques mise en place par les managements des banques cotées.
- **Un exercice 2025 qui s'annonce difficile**. C'est ce qui ressort de l'analyse des comptes des banques cotées de la première moitié de l'année, faisant état de : ❶ une collecte qui ne perd pas de sa vigueur, ❷ une activité du crédit presque au point mort, ❸ une modeste croissance du PNB sauvée par les revenus du portefeuille, ❹ une dégradation globale de la productivité, ❺ une progression du coût du risque et ❻ une croissance de la masse bénéficiaire du secteur aidée par une baisse relative de la pression fiscale. D'ici la clôture des comptes de 2025, de nouvelles modifications des règles de calcul des provisions collectives pourraient être envisagées par l'institut d'émission, afin de lisser davantage l'impact du premier passage aux normes IFRS.
- **Une nouvelle loi sur les chèques sans provision** (loi n° 41-2024), renforçant l'arsenal réglementaire bancaire et dont les impacts ont commencé à être ressentis en 2024.
- **Un bon parcours boursier pour le secteur**, depuis le début de l'année (+24,9% pour l'indice des banques), favorisé par la croissance bénéficiaire affichée en 2024 et la distribution généreuse de dividendes.
- **Une valorisation «facialement» attractive pour le secteur** avec une majorité des banques qui traitent à moins que leurs fonds propres. Cependant, le coup de frein sur l'activité du crédit, des pratiques prudentielles plus assertives, la perspective d'une poursuite du relâchement de la politique monétaire et les anticipations de baisse de la masse bénéficiaire.



Le secteur bancaire coté en chiffres ⁽¹⁾

■ Banques cotées	12
■ Capitalisation boursière	12 milliards (TND) soit 45,3 % du market cap du marché
■ Dépôts	99,2 milliards (TND)
■ Encours crédits	84,4 milliards (TND)
■ Total des actifs	134,6 milliards (TND)
■ PNB	7 milliards (TND)
■ Bénéfices individuels	1,5 milliard (TND)
■ Bénéfices nets part du groupe	1,6 milliard (TND)
■ Flottant moyen	33,7 %
■ Échanges annuels du marché	28,3 %

ciaire en 2025 pourraient générer une montée de l'aversion au risque parmi les investisseurs. Ces tendances pourraient creuser les dissemblances fondamentales entre les banques de la cote et générer une plus grande sélectivité dans le choix des valeurs bancaires. Les établissements, tels que la **BIAT, AMEN BANK et ATTIJARI BANK**, apparaissent comme les mieux armés pour naviguer à travers les changements structurels et conjoncturels, grâce à leur solidité financière, leur prudence stratégique et leur capacité d'adaptation.

- **Nous n'écartons pas un mouvement de prise de bénéfice pour les banques cotées** dans la période à venir. Ce faisant, nous recommandons la sous-pondération du secteur bancaire dans les portefeuilles «Actions» (une allocation cible de 25 % dans notre portefeuille type conventionnel contre un poids de 52,9 % du secteur bancaire dans le TUNINDEX).

Ratios boursiers ⁽²⁾

■ PER 2025e	8,7 x
■ P/B ajusté 2025e ⁽³⁾	1,0 x
■ Dividend yield 2025e	4,9 %
■ ROE consolidé 2025e	10,6 %
■ Performance 2025	+24,9 %

⁽¹⁾ Données au 31 décembre 2024.

⁽²⁾ Données au 30 septembre 2025.

⁽³⁾ P/B normalisé sur la base d'un taux de couverture des créances classées par les provisions et les agios réservés de 70 % pour tout le secteur bancaire coté.

INTRODUCTION

L'année 2024 a évolué au rythme des tensions géopolitiques internationales et des changements de politiques monétaires des banques centrales. Tant la Fed que la Banque centrale européenne ont entamé leur assouplissement monétaire, alors que la BCT a poursuivi sa politique monétaire restrictive, pour juguler une inflation tenace, en maintenant le taux directeur à 8%.

La croissance économique mondiale demeure faible, creusant les inégalités de revenus au sein des pays et aggravant la pauvreté. Selon le FMI, la croissance mondiale devrait s'établir à 3,3% en 2024.

Selon l'institution de Bretton Woods, l'économie mondiale fait preuve d'une résilience fragile, dans un contexte d'incertitudes élevées marqué par des tensions commerciales qui durent depuis plusieurs mois. Selon les *Perspectives de l'économie mondiale* d'octobre 2025 du FMI, la croissance mondiale devrait atteindre 3,2% en 2025 et 3,1% en 2026.

Sur le plan national, l'activité économique a connu sur l'année 2024 une reprise de 1,4% après une croissance nulle en 2023.

«Selon les prévisions du Budget économique, la croissance économique en Tunisie connaîtra une accélération en 2025, où le taux de croissance du PIB, aux prix de l'année précédente, passerait à 3,2%.»

Selon les prévisions du Budget économique, la croissance économique connaîtra une accélération en 2025, où le taux de croissance du PIB, aux prix de l'année précédente, passerait à 3,2%

Cette évolution est attribuable au rebond de la plupart des secteurs économiques, essentiellement l'activité industrielle qui connaîtrait une reprise (+3,3% contre -2,7% en 2024) en relation avec la hausse attendue de la valeur ajoutée de ces différentes branches en dehors du secteur de l'extraction du pétrole et du gaz, qui devrait poursuivre sa baisse, quoiqu'à un rythme moins aigu qu'une année auparavant, soit -0,6% contre -9,1%.

Pour sa part, l'activité agricole devrait continuer sa progression à un rythme assez soutenu, soit +5,1% contre +8,3% en 2024, en relation, particulièrement, avec l'accroissement prévu de la production de l'huile d'olive de 50% (330 000 tonnes) et celle des céréales de +58% (18,2 millions de quintaux) au cours de la campagne 2024-2025.

S'agissant du secteur des services, il consolide sa performance en 2025 avec une croissance, atteignant +2,8% contre +1,6% une année auparavant. Cette amélioration touchera l'ensemble de ses branches, notamment l'activité touristique (prévision d'accueillir 11 millions de touristes en 2025).

Avec une capitalisation boursière de 13,8 milliards de dinars (au 30 septembre 2025), le secteur bancaire est – sans conteste – la première force et le *pacesetter* de notre marché des actions. Il représente à lui seul 49,1% de la capitalisation totale. Il demeure un baromètre essentiel de l'investissement en bourse.

L'année 2024 a été plus difficile que prévu pour le secteur bancaire coté. Avec une réglementation prudentielle de plus en plus contraignante et une pression fiscale plus pesante, les banques cotées ont dû revoir à la baisse leurs ambitions de croissance.

En 2024, les banques ont connu une accélération de la collecte, un essoufflement au niveau de la production des crédits et un ralentissement pour ce qui est de la croissance du PNB. La productivité du secteur a été prise à revers par le contexte inflationniste et son corollaire : la montée des revendications sociales. La qualité du portefeuille du secteur a aussi été malmenée par la conjoncture et par un relâchement relatif des efforts de couverture. Résultat des courses : un ralentissement de la croissance bénéficiaire du secteur et une poursuite de la baisse de la rentabilité financière (ROE) du secteur.

Confrontées à une montée de la pression fiscale, les banques sont, désormais, soumises à un taux d'IS de 40% au lieu de 35% (en vertu de la loi de Finances 2025) et à une contribution sociale solidaire de 4% sur leurs bénéfices imposables, due au profit des caisses sociales, avec un minimum de 500 dinars, et cela pour les exercices comptables 2024 et 2025. Cette nouvelle imposition s'ajoute à la contribution conjoncturelle de 4% due au profit du budget de l'État. Il découle de ce qui précède que le taux d'imposition effectif du secteur bancaire en Tunisie est porté à 48% pour l'exercice 2024 et à 44% pour l'exercice 2025.

Au vu d'une conjoncture difficile, de la montée en charge des exigences réglementaires, de l'alourdissement de la pression fiscale et de la convergence vers les normes comptables internationales, une nouvelle normalité s'impose au secteur bancaire en 2025. Celle du ralentissement de la croissance. Une normalité qui obligera les banques à dénicher de nouveaux leviers de croissance (de nouveaux produits et de nouveaux services générateurs de plus forte valeur ajoutée), à privilégier la qualité aux volumes et à être plus sélectives en matière de risques.

Les tendances précitées creuseront davantage les disparités fondamentales entre les banques cotées, redistribuant ainsi les cartes de l'investissement en bourse et alimentant un mouvement de *Flight-to-Quality*. Les banques les plus solides sur le plan fondamental (liquidité, solvabilité et rentabilité) seront les plus à même de surmonter les contraintes conjoncturelles et réglementaires.

Nous dressons, dans la présente étude sectorielle, un panorama d'un secteur bancaire porté par la conjoncture, mais confronté à de nouveaux défis. Nous analysons les réalisations récentes des banques cotées en passant en revue les dernières actualités du secteur. Au-delà des chiffres, cette étude met également en lumière les facteurs structurels et conjoncturels au rythme desquels évolue la performance des banques tunisiennes. Dans cette étude, nous présentons enfin nos prévisions avant d'exposer les résultats de notre modèle

de Scoring ; socle de nos recommandations boursières sur les valeurs bancaires.

I. CONTEXTE MONDIAL DU SECTEUR BANCAIRE EN 2024 : UN SECTEUR RÉILIENT... MAIS NON EXEMPT DE VULNÉRABILITÉS¹

D'après le FMI, la plupart des principales banques centrales procédant à un assouplissement monétaire en 2024, les conditions financières sont restées accommodantes. Les pays émergents ont continué à faire preuve de résilience et la volatilité des prix des actifs est restée relativement faible.

D'après le FMI, les risques pour la stabilité financière à court terme restent maîtrisés. Cependant, un environnement financier accommodant qui écarte les risques à court terme favorise dans le même temps l'accumulation de vulnérabilités, telles que des évaluations trop optimistes des actifs, l'augmentation de la dette privée et souveraine à l'échelle mondiale et un recours accru à l'effet de levier par les institutions financières non bancaires, avec pour conséquence d'accentuer les risques pesant sur la stabilité financière à l'avenir.

Le secteur bancaire mondial a conservé sa résilience, en 2024, grâce à d'importantes réserves de capitaux et de liquidités. Même si les ratios des créances improductives ont augmenté pour certaines formes de prêts, comme les cartes de crédit à la consommation, les crédits automobiles et l'immobilier commercial, la qualité globale des actifs ne s'est pas dégradée de façon notable. Toutefois, les marges nettes d'intérêt et la rentabilité des banques pourraient pâtir de baisses de taux d'intérêt.

Un rapport de la Banque mondiale, publié en août 2024, révèle que dans les marchés émergents et les économies en développement (EMDE), les prêts accordés par les banques pour des investissements climatiques représentent moins de 5% de leurs portefeuilles cumulés, et que plus d'une banque sur quatre ne propose aucun financement en faveur du climat.

Ce constat est lourd de conséquences, car les banques dominent le secteur financier dans les pays en développement, tandis qu'il est plus diversifié dans les économies avancées. Sachant que le changement climatique devrait avoir un impact significatif sur les perspectives économiques et les résultats du développement dans les EMDE, il nécessite des investissements bien plus importants qu'actuellement. Les banques de ces pays devraient donc jouer un rôle plus important pour combler le déficit de financements climatiques.

«Les marchés émergents et les économies en développement sont caractérisés par d'importants déficits de financement dans les investissements sobres en carbone et résilients au changement climatique. Il nous faut intensifier l'action climatique et mobiliser l'investissement privé», explique

M. Axel van Trotsenburg, Directeur général senior de la Banque mondiale chargé des politiques de développement et des partenariats. «Cela nécessite des efforts collectifs et le secteur bancaire occupe une place indispensable dans ce processus de transition. Il peut en effet jouer un rôle déterminant pour le financement d'une trajectoire de développement verte, bas carbone et durable.»

Dans le monde entier, les autorités bancaires testent de nouvelles stratégies pour soutenir le financement de la lutte contre le changement climatique, sans transiger sur les impératifs que sont la stabilité du secteur financier et l'inclusion des personnes qui n'y ont peu ou pas accès. Afin d'accroître le volume des «prêts climatiques», le rapport souligne notamment la fonction essentielle des taxonomies vertes et durables, un système de classification qui détermine les activités et investissements propres à mener les pays vers des objectifs environnementaux ou autres spécifiques. Aujourd'hui toutefois, l'adoption de ces taxonomies ne concerne que 10% des EMDE, contre 76% des économies avancées.

**«Dans le monde entier,
les autorités bancaires testent
de nouvelles stratégies pour soutenir le
financement de la lutte
contre le changement climatique,
sans transiger sur les impératifs
que sont la stabilité du secteur financier
et l'inclusion des personnes
qui n'y ont peu ou pas accès.»**

«L'adaptation est sous-financée : dans les marchés émergents et les économies en développement (hors Chine), seuls 16% des financements domestiques et internationaux sont consacrés à l'adaptation. Et, de cette petite proportion, 98% proviennent soit de fonds publics, soit de financements d'aide» souligne M. Pablo Saavedra, vice-président de la Banque mondiale pour le pôle Prospérité. «Au-delà de l'augmentation du financement climatique par les banques, la réduction de ce déficit suppose qu'il y ait de grands marchés des capitaux et de l'assurance dans les pays en développement pour financer sur le long terme des infrastructures essentielles résilientes au climat. Et il est tout aussi important d'améliorer l'accessibilité financière pour tous, en particulier les groupes vulnérables.»

Intitulé *Finance and Prosperity 2024*, le rapport de la Banque mondiale est le premier d'une future série annuelle conçue pour analyser les évolutions et les vulnérabilités du secteur financier dans les pays à revenu faible et intermédiaire. Cette édition approfondit deux sujets : le lien entre banques et dettes souveraines, et l'enjeu climatique pour le secteur bancaire.

À partir de nouvelles données, le rapport met en évidence des divergences dans la résilience et la stabilité des secteurs

¹ Sources : rapport *Finance and Prosperity 2024* de la Banque mondiale et rapport du FMI sur la stabilité financière dans le monde, octobre 2024.

financiers. Selon l'analyse de 50 pays – ce qui représente 93 % du total des actifs bancaires dans les EMDE –, 30 % des secteurs financiers de ces pays seront exposés à des risques importants dans les douze prochains mois. En effet, dans la majorité de ces pays, il n'existe pas de cadre politique adapté ni de capacités institutionnelles suffisantes pour relever les défis de la stabilité financière.

Le rapport attire également l'attention sur le poids excessif de la dette publique dans les avoirs des banques nationales. C'est là un talon d'Achille pour certaines économies, en particulier celles dont les politiques macroéconomiques sont moins rigoureuses et qui sont en butte à des problèmes de viabilité de leur dette publique. Ainsi, entre 2012 et 2023, l'exposition des banques à la dette publique a augmenté de plus de 35%.

Le rapport recommande aux pays d'accroître les réserves des banques bien en amont, de renforcer l'efficacité des filets de sécurité financière, de réaliser des tests de résistance et de mettre en place toute une série d'outils essentiels. Parmi ces outils, citons de solides mécanismes de gestion de crise interinstitutions, une aide d'urgence pleinement opérationnelle en cas de crise de liquidité, des cadres de résolution de défaillance bancaire robustes et des systèmes de garantie des dépôts correctement financés, afin de réduire la probabilité de tensions financières et de répercussions sur l'ensemble de l'économie. En outre, les pays en développement devraient envisager d'introduire des exigences de divulgation de l'exposition des banques à la dette publique afin d'inciter celles-ci à une plus grande prudence face au risque et de favoriser la discipline de marché.

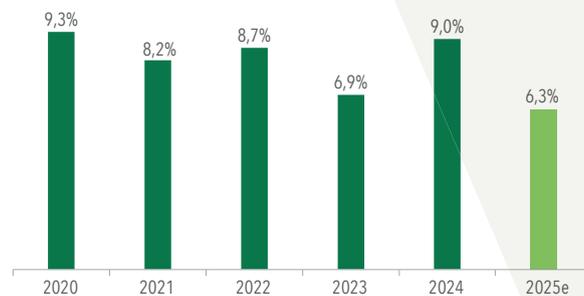
II. ÉTAT DES LIEUX 2024 ET PERSPECTIVES 2025 DU SECTEUR BANCAIRE COTÉ : LA NOUVELLE NORMALITÉ PREND PEU À PEU FORME

1. Les dépôts : une collecte qui continue à profiter du retour de l'épargne vers le circuit bancaire

Dans la continuité des dernières années, l'activité de collecte a été bien résiliente pour les banques cotées, en 2024. L'encours des dépôts agrégé du secteur bancaire coté a accéléré son rebond (+9%), tutoyant les 100 milliards de dinars. Cette bonne performance intervient, concomitamment avec la politique de réduction modérée du nombre d'agences bancaires entamée par les banques cotées depuis 2021 (fermeture de 36 agences depuis 2021, portant le nombre d'agences à 1586 pour tout le secteur bancaire coté à fin 2024).

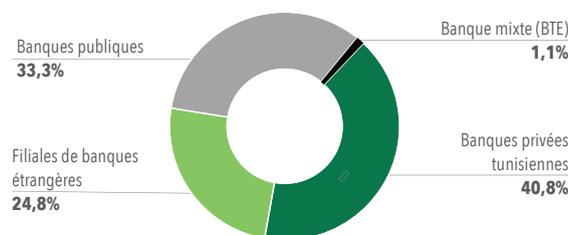
« Le resserrement de la politique monétaire
opéré par la BCT depuis 2023
en brandissant l'arme des taux a continué
à stimuler le retour de l'épargne
vers le circuit bancaire. »

Évolution de l'encours des dépôts du secteur bancaire coté



Sources : états financiers annuels des banques cotées, compilation et prévisions de TUNISIE VALEURS.

Répartition de l'encours des dépôts du secteur bancaire coté en 2024



Sources : états financiers annuels des banques cotées et compilation de TUNISIE VALEURS.

Le resserrement de la politique monétaire opéré par la BCT depuis 2023 en brandissant l'arme des taux (rehaussement du directeur de 75 pbs à 8% et relèvement du taux minimum de rémunération de l'épargne de 75 pbs entre décembre 2022 et décembre 2023 à 7%) a continué à stimuler le retour de l'épargne vers le circuit bancaire. À noter que le TMM annuel moyen a légèrement diminué en 2024 (-2 pbs passant de 8% en 2023 à 7,98% en 2024).

Une autre cause, et non des moindres, de la situation de surliquidité qui caractérise les banques tunisiennes est l'absence, à l'heure actuelle, de produits d'investissement alternatifs : investissement productif presque à l'arrêt, immobilier en berne, présence de restrictions à l'importation, réglementation des changes stricte, écosystème encore peu favorable aux startups, marché obligataire presque illiquide avec une rareté des émissions privées de qualité. Et ces opportunités d'investissement alternatives sont souvent perçues comme risquées ou peu accessibles. Par conséquent, les ménages et les entreprises préfèrent placer leur argent dans des produits bancaires classiques, comme les comptes d'épargne et les dépôts à terme.

En 2024, les banques privées se sont montrées plus réactives en matière de collecte que leurs consœurs publiques. Le secteur privé a vu son encours des dépôts agrégé augmenter de 9,8% à 65 milliards de dinars. Quant au secteur public, il a enregistré une progression de son encours des dépôts agrégé de 7,4% à 33,1 milliards de dinars.

La bonne orientation des dépôts a revêtu un caractère généralisé, portant sur toutes les catégories de ressources. Les dépôts à vue se sont élargis de +9,9% à 35,4 milliards

Encours des dépôts

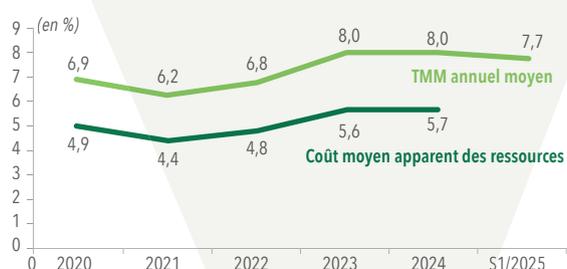
Chiffres en MDt	Encours des dépôts au 31/12/2024	Variation 2023-2024	Part de marché 2024	Encours des dépôts 2025e	Variation 2024-2025e
BIAT	20 814,1	+10,7%	21,0%	21 542,6	+3,5%
BNA	12 674,8	+6,6%	12,8%	13 308,6	+5,0%
STB	11 400,1	+12,0%	11,5%	12 141,1	+6,5%
ATTIJARI BANK	10 635,6	+5,9%	10,7%	11 699,1	+10,0%
BH	9 008,6	+2,9%	9,1%	9 909,4	+10,0%
AMEN BANK	8 016,0	+5,1%	8,1%	8 977,9	+12,0%
ATB	7 071,7	+11,4%	7,1%	6 930,2	-2,0%
UIB	6 860,0	+9,1%	6,9%	7 305,9	+6,5%
BT	6 695,4	+15,4%	6,7%	6 896,3	+3,0%
UBCI	3 779,7	+11,4%	3,8%	4 101,0	+8,5%
WIB	1 160,7	+28,4%	1,2%	1 416,1	+22,0%
BTE	1 115,1	+14,5%	1,1%	1 271,2	+14,0%
Secteur bancaire coté	99 231,7	+9,0%		105 499,4	+6,3%
↳ dont secteur public*	33 083,5	+7,4%	33,3%	35 359,1	+6,9%
↳ dont secteur privé*	65 033,1	+9,8%	65,5%	68 869,0	+5,9%

Coût moyen apparent des ressources	2023	2024	Variation 2023-2024 (en points de base)
BIAT	3,9%	4,0%	11
ATTIJARI BANK	4,1%	4,1%	5
UBCI	4,3%	4,7%	41
WIB	5,7%	5,4%	-30
BT	5,4%	5,5%	5
UIB	5,4%	5,5%	13
ATB	5,6%	5,6%	4
BH	5,9%	5,9%	-6
STB	6,3%	6,1%	-18
AMEN BANK	6,5%	6,5%	-2
BTE	6,5%	6,5%	-3
BNA	6,8%	7,0%	24
Moyenne du secteur bancaire coté	5,6%	5,7%	3
↳ dont secteur public*	6,4%	6,5%	3
↳ dont secteur privé*	5,1%	5,1%	4

* Hors BTE, car elle est considérée comme une banque mixte.

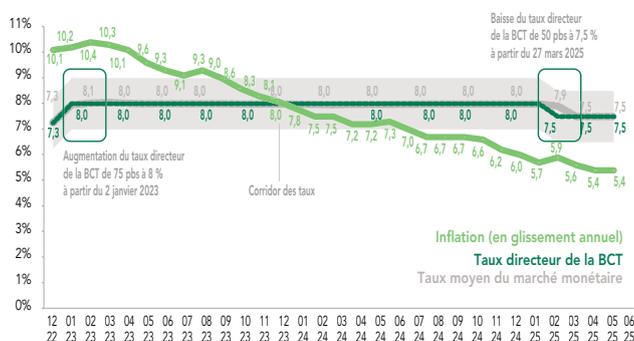
Sources : états financiers annuels des banques cotées, prévisions et calculs de TUNISIE VALEURS.

Évolution du coût moyen apparent des ressources du secteur bancaire coté vs. TMM annuel moyen



Sources : BCT, états financiers des banques cotées, compilation et calculs de TUNISIE VALEURS.

Évolution du taux d'inflation vs. principaux taux d'intérêt de la BCT



Sources : Institut National de la Statistique (INS) et BCT.

de dinars. Les dépôts d'épargne se sont appréciés de 9,9% à 32,4 milliards de dinars. Tandis que les dépôts à terme se sont bonifiés de 7,2% à 31,4 milliards de dinars.

Grâce à la croissance moins rapide des dépôts à terme, les banques cotées continuent à manifester une bonne maîtrise de leur coût des ressources. En effet, selon nos estimations, le coût moyen apparent des ressources du secteur bancaire coté a augmenté de 3 pbs seulement à 5,7%, en 2024.

D'après le rapport annuel 2024 de la BCT, les dépôts des banques résidentes (cotées et non cotées) ont enregistré en 2024 une accélération de leur rythme de progression (soit +10,3% contre +7,4% à fin 2023) pour se situer à 114,5 milliards de dinars dépassant ainsi l'encours des crédits. Cette hausse a concerné particulièrement les dépôts en dinars (+10,9%) et, dans une moindre mesure, ceux en devises (+7,2%).

Selon l'institut d'émission, la progression des dépôts en dinars est attribuable principalement à :

- Une croissance soutenue des dépôts d'épargne; soit de 10,6% (ou 3,6 milliards de dinars) pour se situer à 37 milliards de dinars. Cette évolution est en rapport avec le taux élevé de rémunération de l'épargne;
- Une relance des dépôts à vue à un taux de 10,9% (contre une hausse de +5,3% une année auparavant);
- Une progression continue de l'encours des dépôts à terme de 12,9% (contre +8,2% à fin 2023).

La meilleure performance de l'année est revenue à **WIFACK INTERNATIONAL BANK**. L'unique banque islamique de la cote a vu son encours des dépôts s'envoler de 28,4% à seulement 1,2 milliard de dinars. La banque monte d'un cran et passe à la 11^e place dans le tableau de la collecte du secteur bancaire coté. La WIB s'est distinguée en 2024 en enregistrant les hausses les plus soutenues des dépôts d'épargne (+30,5% à 365,3 MDt pour les dépôts *Tawfir*) et des dépôts à terme (+48% à 490,8 MDt pour les comptes *Istithmar*) en 2024 à l'échelle du secteur bancaire coté. L'année 2024 a été marquée aussi par la poursuite des efforts de densification du réseau pour la banque islamique avec l'ouverture de quatre nouveaux points de vente, portant le nombre total d'agences à l'actif de la banque à 48.

La **BT** continue sur sa lancée commerciale en matière de collecte. L'encours des dépôts de la banque privée a signé une croissance solide de 15,4% à 6,7 milliards de dinars. Les dépôts à terme ont été les plus forts contributeurs à cette performance. Ces derniers se sont envolés de 25,3% à 2,6 milliards de dinars sur l'année écoulée. Les dépôts d'épargne et les dépôts à vue ont, également, été bien orientés. Ces deux catégories de ressources se sont accrues de 12% à 2,3 milliards de dinars et de 7,2% à 1,8 milliard de dinars, respectivement. Nonobstant le renforcement du poids des ressources onéreuses (les dépôts à terme) dans sa collecte (+3,1 points de pourcentage à 39% en 2024), la BT conserve une bonne maîtrise de son coût apparent moyen des ressources. Ce dernier s'est élargi de 5 pbs seulement à 5,5% en 2024, selon nos estimations.

La **BTE** poursuit sa dynamique positive en matière de collecte, dans la continuité de 2023. L'encours des dépôts de l'ancienne banque de développement s'est apprécié de 14,5% à 1,1 milliard de dinars. Il semblerait que la concurrence acerbe

des majors du secteur sur les dépôts ait réorienté cette petite banque vers les dépôts à terme; principale source de collecte de la BTE en 2024 (+22,7% à 718,6 MDt). La banque à capitaux tuniso-émiratis affiche, de ce fait, et sans conteste, l'exposition la plus élevée aux dépôts à terme à l'échelle du secteur bancaire coté (64,4% à fin 2024 contre une moyenne sectorielle de 31,6%). Selon le business plan de l'augmentation de capital en numéraire réalisée en 2024 (une levée de 18,7 MDt), un objectif de croissance annuelle moyenne d'environ 6,6% des dépôts et avoirs des clients est prévu pour la période 2024-2028, dans le but de collecter un total de 514 MDt. Par ailleurs, une nouvelle agence sera ouverte chaque année, pour atteindre 36 agences d'ici la fin de l'exercice 2028 (contre 31 agences à l'actif de la banque à fin 2024).

Après la performance terne de l'année 2023, l'activité de collecte retrouve une vigueur nouvelle pour la **STB**. L'encours des dépôts de cette banque étatique s'est accru de 12% à 11,4 milliards de dinars. La banque a profité de la bonne tenue de toutes les catégories de ressources. Mais ce sont les dépôts à terme qui ont affiché l'évolution la plus marquée (+14,2% à 3,7 milliards de dinars). Nonobstant cela, l'exposition de la banque publique aux ressources onéreuses reste relativement maîtrisée (32,7% à fin 2024). La STB jouit, par ailleurs, d'un avantage comparatif de taille, d'autant plus recherché dans un contexte de taux élevés : c'est son matelas confortable de dépôts d'épargne, qui concentrent 40,7% de l'ensemble des dépôts. Cette spécificité lui permet aussi d'éviter toute surenchère tarifaire et d'auto alimenter la croissance des crédits.

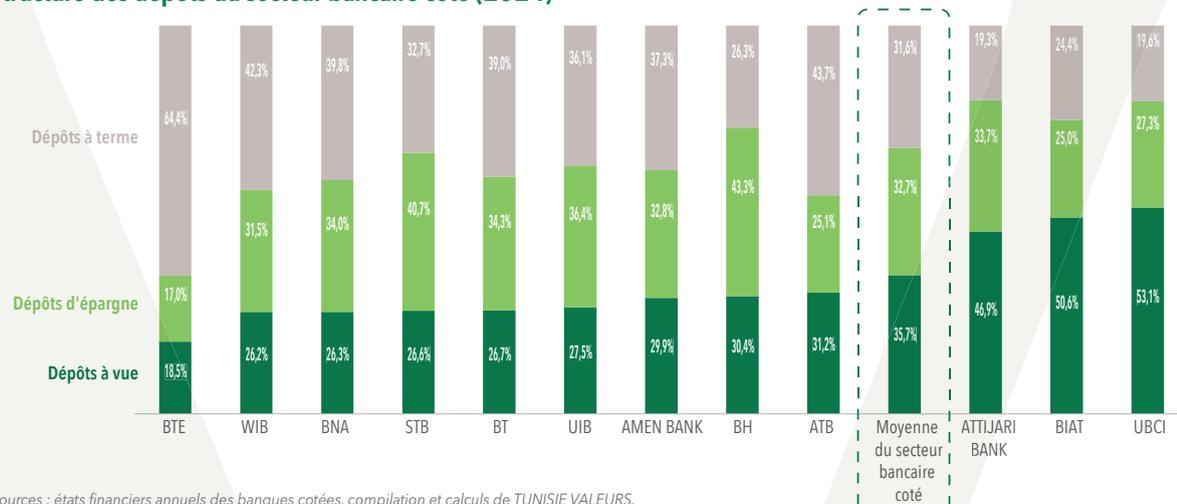
Après des réalisations en demi-teinte en 2023, la collecte de l'**ATB** a nettement repris du poil de la bête en 2024. La filiale du groupe ARAB BANK a vu son encours des dépôts progresser de 11,4%, dépassant la barre symbolique de 7 milliards de dinars. La banque privée a essentiellement puisé sa croissance dans les dépôts à terme. Ces derniers se sont hissés de 15,2% à 3,1 milliards de dinars. L'ATB affiche, de ce fait, la deuxième plus forte exposition à ces ressources onéreuses à l'échelle du secteur (43,7% à fin 2024) après la BTE.

Sur le premier semestre 2025, l'encours des dépôts agrégé des banques cotées a augmenté de 2,8%, crevant le plafond des 100 milliards de dinars. La collecte du secteur bancaire coté a été essentiellement puisée dans les dépôts à terme et autres dépôts et les dépôts d'épargne (+5,7% à 32,8 milliards de dinars et +3,3% à 33,5 milliards de dinars respectivement depuis le début de l'année 2025). Quant aux dépôts à vue, leur encours s'est stabilisé à 35,7 milliards de dinars.

À une exception près (baisse des dépôts de l'**ATB** de -4,4% à 6,8 milliards de dinars qui semble s'inscrire dans une optique d'optimisation du coût des ressources, vu le désengagement partiel des dépôts à terme. Ces derniers ont accusé une baisse de -12,5% à 2,7 milliards de dinars sur le S1 2025), toutes les banques ont réussi à faire progresser leur encours des dépôts.

Nous alignant aux réalisations historiques, nous prévoyons une accélération de la collecte des dépôts sur la deuxième moitié de l'année en cours. Nous tablons sur une croissance de l'encours de dépôts agrégé du secteur bancaire coté de 6,3% pour atteindre les 105,5 milliards de dinars sur l'année pleine 2025.

Structure des dépôts du secteur bancaire coté (2024)



Sources : états financiers annuels des banques cotées, compilation et calculs de TUNISIE VALEURS.

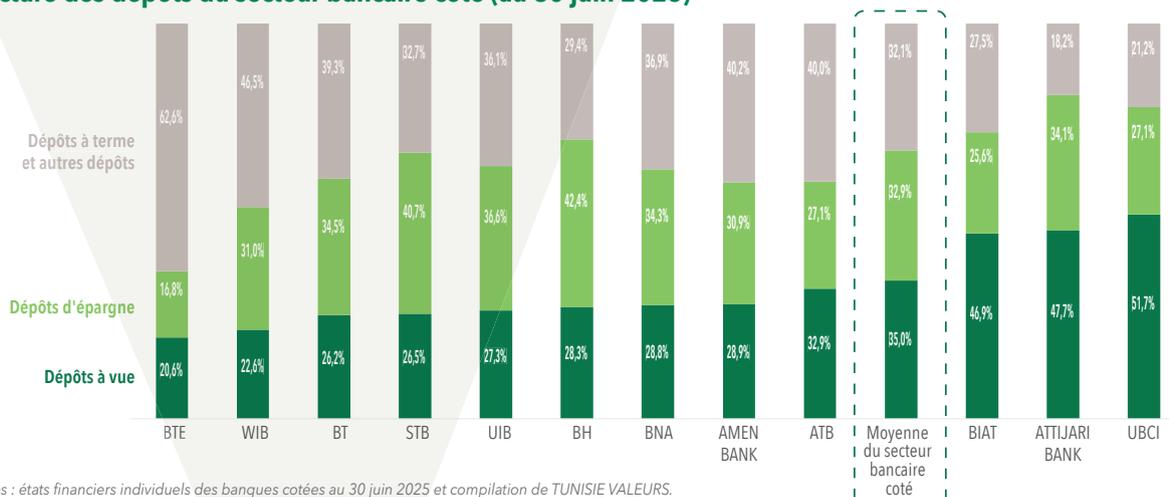
Encours des dépôts au 30.06.2025

Chiffres en MDt	Encours des dépôts au 30/06/2025	Variation depuis le début de l'année	Part de marché S1 2025
BIAT	20 950,2	+0,7%	20,5%
BNA	12 955,5	+2,2%	12,7%
STB	11 757,9	+3,1%	11,5%
ATTIJARI BANK	11 175,9	+5,1%	11,0%
BH	9 460,9	+5,0%	9,3%
AMEN BANK	8 698,1	+8,5%	8,5%
UIB	7 078,7	+3,2%	6,9%
BT	6 788,3	+1,4%	6,7%
ATB	6 761,1	-4,4%	6,6%
UBCI	3 937,4	+4,2%	3,9%
WIB	1 280,2	+10,3%	1,3%
BTE	1 197,9	+7,4%	1,2%
Secteur bancaire coté	102 042,1	+2,8%	
↳ dont banques publiques*	34 174,3	+3,3%	33,5%
↳ dont banques privées*	66 669,8	+2,5%	65,3%

* Hors BTE, car elle est considérée comme une banque mixte.

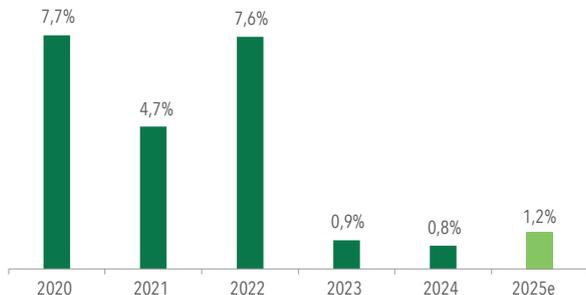
Sources : états financiers du S1 2025 des banques cotées et compilation de TUNISIE VALEURS.

Structure des dépôts du secteur bancaire coté (au 30 juin 2025)



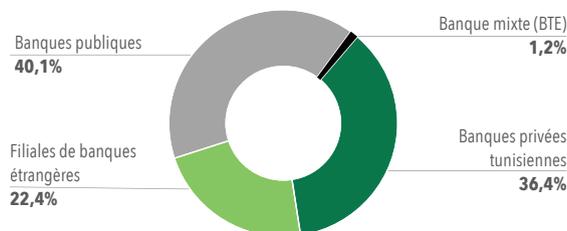
Sources : états financiers individuels des banques cotées au 30 juin 2025 et compilation de TUNISIE VALEURS.

Évolution de l'encours des crédits du secteur bancaire coté



Sources : états financiers annuels des banques cotées et prévisions de TUNISIE VALEURS.

Répartition de l'encours des crédits du secteur bancaire coté en 2024



Sources : états financiers annuels des banques cotées et compilation de TUNISIE VALEURS.

2. Les crédits : une activité de production qui peine à décoller faute de demande

Dans la continuité de 2023, l'activité du crédit continue à avoir du plomb dans l'aile pour les banques cotées en 2024. Ce constat contraste avec la bonne dynamique de la collecte et témoigne de la volonté collective d'améliorer le ratio de transformation réglementaire (Crédits/Dépôts). Les banques cotées ont vu leur encours des crédits quasiment stagner (+0,8%) à 84,4 milliards de dinars. Selon nous, l'essoufflement de la distribution du crédit observé en 2024 trouve son origine dans deux principaux facteurs :

a. Un facteur exogène :

La conjoncture difficile a induit une baisse de la demande des crédits et des projets bancables. Rappelons que la Tunisie a affiché sur l'année 2024 une faible croissance économique de 1,4%.

« Dans la continuité de 2023, l'activité du crédit est pratiquement restée au point mort pour les banques cotées en 2024. Ce constat contraste avec la bonne dynamique de la collecte et témoigne de la volonté collective d'améliorer le ratio de transformation réglementaire (Crédits/Dépôts). »

Évolution du ratio de transformation LTD (Crédits/Dépôts) du secteur bancaire coté



Ratio de transformation réglementaire du secteur bancaire résident (coté et non coté)

Ratio de transformation globale du secteur bancaire coté

Sources : BCT, rapports annuels d'activité & états financiers du S1 2025 des banques cotées et calculs de TUNISIE VALEURS.

b. Un facteur endogène : malgré l'assouplissement de la réglementation prudentielle, notamment en ce qui concerne le ratio de transformation réglementaire², et ce, depuis l'éclatement de la crise sanitaire de la COVID-19, les banques poursuivent leur politique volontariste de réduction du ratio de transformation réglementaire, donnant plus de priorité à la collecte des dépôts qu'à la distribution des crédits, le temps que la demande de financement reprenne des couleurs.

La croissance des dépôts, la faible demande de crédit et les remboursements importants de bons du Trésor en 2024 assurant une rentrée d'argent frais aux banques (des remboursements de bons du Trésor pour 14,2 milliards de dinars en 2024) ont soutenu la liquidité du secteur, induisant ainsi une baisse du besoin de refinancement des banques. En effet, le volume global moyen de refinancement du secteur bancaire a régressé de -6,4% en 2024 à 14 milliards de dinars contre une moyenne de 14,9 milliards de dinars en 2023.

Avec une collecte soutenue et une croissance modeste des crédits et malgré la baisse de l'encours des ressources spéciales du secteur coté (-7,8% à 5,3 milliards de dinars), le ratio de transformation globale³ du secteur coté a poursuivi son trend baissier, dans la continuité des dernières années. Ce dernier s'est rétracté de -5,8 points de pourcentage à 80,8%, à fin 2024, soit son niveau le plus bas annuel depuis l'instauration du ratio de transformation réglementaire (Crédits/Dépôts) en 2018.

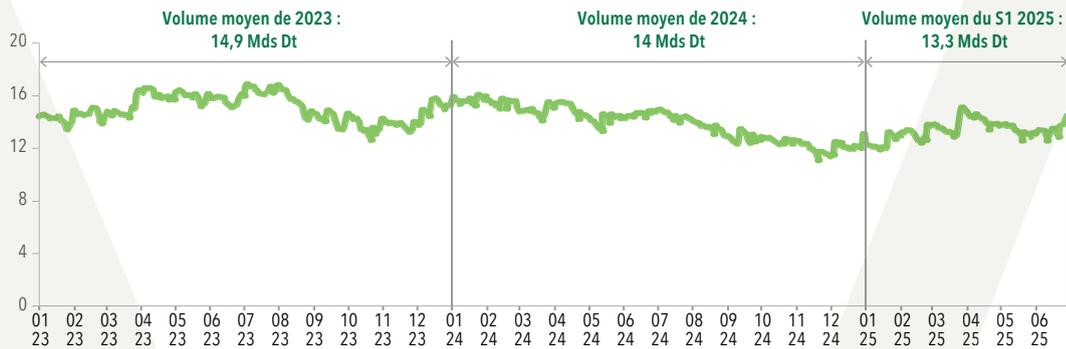
La baisse la plus substantielle du ratio de transformation globale a été constatée chez les banques publiques (-8,7 points de pourcentage en moyenne à 94,1% à fin 2024) qui ont accusé un repli de leur volume agrégé des engagements de -1,2% à 33,8 milliards de dinars. Alors que les banques privées ont reporté un léger rebond de leurs encours agrégés des crédits de 2,7% à 49,6 milliards de dinars.

Selon l'autorité monétaire, l'encours des crédits des banques résidentes (cotées et non cotées) a progressé

² Pour les banques en dépassement de la limite de 120%, l'exigence trimestrielle de réduction du ratio de transformation réglementaire imposée par la BCT a été ramenée depuis 2020 à 1% contre 2% précédemment.

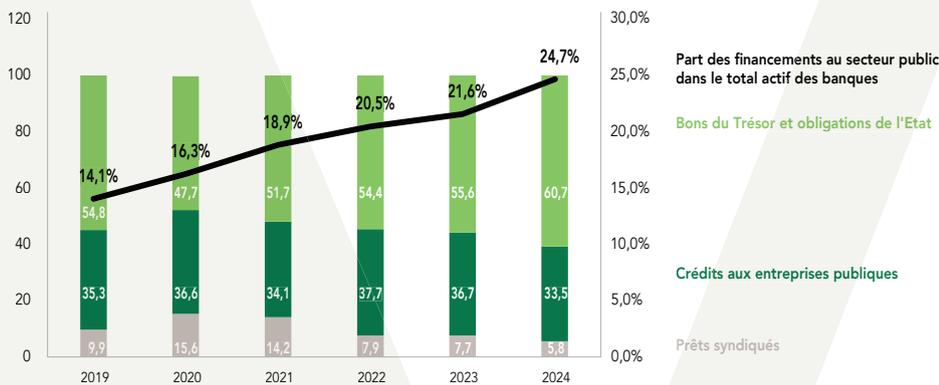
³ Le ratio transformation globale nous sert de « benchmark » pour suivre l'évolution du ratio de transformation réglementaire LTD. Son numérateur est constitué par l'encours net des crédits et son dénominateur est constitué par l'encours des dépôts majoré de l'encours des ressources spéciales.

Évolution du volume global de refinancement des banques en 2023, 2024 et sur le S1 2025



Source : BCT.

Structure de l'encours des financements bancaires du secteur public (en milliards de dinars)



Source : BCT.

Évolution des engagements des entreprises publiques (en MDt)



Source : BCT.

de 2,6% en 2024 contre 1,7% en 2023. Cette évolution s'explique principalement par l'accélération du rythme de croissance des crédits aux entreprises publiques de 13,2% (contre +8,5% en 2023) pour atteindre 14,4 milliards de dinars, dont 45,2% au profit de l'OFFICE DES CÉRÉALES. Aussi, le ratio de transformation «Crédits/Dépôts» (LTD) a poursuivi sa tendance baissière pour revenir à 96,2%, à fin 2024, contre 101,4% au terme de 2023 en rapport avec le ralentissement de l'activité de crédit et une évolution soutenue des dépôts.

Selon la BCT, au cours de l'année 2024, l'écart entre le rythme d'accroissement du crédit bancaire et celui de la croissance économique aux prix courants (8,9% en 2024 contre 9,4% en 2023) s'est davantage creusé.

Par ailleurs, l'année 2024 a connu une poursuite de l'accroissement des financements bancaires du secteur public pour représenter 24,7% du total des actifs du secteur, contre 21,6% en 2023.

Toutes les banques de la cote ont vu leurs encours des crédits augmenter, hormis la **STB** (-7,1% à 9,8 milliards de dinars),

l'**UIB** (-4,9% à 6,2 milliards de dinars) et la **BNA** (-2,5% à 13,4 milliards de dinars).

La **STB** a nettement réduit les voiles sur les crédits depuis 2023. Selon le management, le ralentissement de l'activité de distribution des crédits traduit le choix délibéré de la banque de maîtriser son exposition par l'adoption d'une politique sélective et prudente et plus généralement d'assainissement du portefeuille des crédits, notamment par la limitation au simple renouvellement des crédits de gestion pour certaines contreparties, le financement de projets viables et rentables tout en exigeant les couvertures adéquates. Les crédits de la STB incluent les créances sur les entreprises publiques dont le total des engagements est passé de 2,5 milliards de dinars en 2023 à 2,7 milliards de dinars en 2024. Les créances envers l'OFFICE DES CÉRÉALES et l'OFFICE DU COMMERCE DE TUNISIE se sont élevées respectivement à 418,6 MDt et 534,5 MDt à fin 2024. Les engagements des entreprises publiques, représentant environ 19% du total des engagements de la clientèle (bilan) au 31 décembre 2024 et sont couverts à hauteur de 1,9 milliard de dinars par les garanties de l'État, 116,7 MDt par d'autres garanties et 22,6 MDt par les provisions constituées ainsi que les agios et intérêts réservés par la banque, soit une couverture totale de 2 milliards de dinars en 2024.

En dépit d'une activité de collecte bien portante (hausse de l'encours de dépôts de 9,1% à 6,9 milliards de dinars), l'**UIB** a affiché une activité de production en perte de vitesse en 2024. Politique volontariste de réduction du ratio de transformation réglementaire (Crédits/Dépôts), contexte de taux élevés exerçant un effet «dissuasif» sur la demande de

crédits, conjoncture peu florissante... sont autant de facteurs ayant pu provoquer un coup de mou chez l'**UIB** en ce qui touche les crédits au cours de 2024. Selon le management, le total engagement souverain et sur les entreprises publiques demeure faible, atteignant 481,9 MDt à fin 2024 (contre 462,6 MDt à fin décembre 2023), soit 5,1% du total bilan et hors bilan de la banque. La banque a développé au fil des années une diversification saine de son portefeuille des crédits. En effet, l'agriculture, le tourisme et la promotion immobilière ne représentent que 2,1% des engagements globaux sains de la banque (y compris les engagements hors bilan), fin 2024. Banque de «Retail» par excellence, la filiale du groupe SOCIÉTÉ GÉNÉRALE affiche à fin 2024 une exposition au segment des particuliers de 52,3%, parmi les plus élevées à l'échelle du secteur bancaire coté, au niveau de ses crédits.

Malgré la mauvaise orientation de ses crédits en 2024, la **BNA** demeure le leader incontesté du secteur bancaire coté avec une part de marché de 15,9%. À noter que le ratio de transformation globale de la banque ne cesse de s'améliorer, s'établissant à 100,8%, contre 109,4% en 2023 et 117,7% en 2022. Cependant, il demeure le plus élevé du secteur bancaire coté.

Les actifs de la **BNA** comportent des engagements importants envers des entreprises publiques, dont des entités en difficulté (OFFICE DES CÉRÉALES, ETAP, TRANSTU, OFFICE DES TERRES DOMANIALES, OFFICE NATIONAL DE L'HUILE, société EL FOULEDH). En 2024, l'exposition de la banque à ces entités s'est élevée à plus de 7 milliards de dinars, en hausse de 9,4% par rapport à l'année précédente. Les garanties de l'État accordées à la banque au titre des engagements de l'OFFICE

Encours de crédits

Chiffres en MDt	Encours des crédits au 31/12/2024	Variation 2023-2024	Part de marché 2024	Encours des crédits 2025e	Variation 2024-2025e
BNA	13 452,2	-2,5%	15,9%	14 124,8	+5,0%
BIAT	12 806,9	+2,9%	15,2%	13 319,1	+4,0%
BH	10 576,7	+3,6%	12,5%	10 291,1	-2,7%
STB	9 772,5	-7,1%	11,6%	9 088,5	-7,0%
ATTIJARI BANK	7 320,7	+4,3%	8,7%	7 335,3	+0,2%
AMEN BANK	7 299,5	+1,9%	8,6%	7 263,0	-0,5%
UIB	6 212,6	-4,9%	7,4%	6 461,1	+4,0%
BT	6 067,3	+4,1%	7,2%	5 976,3	-1,5%
ATB	5 405,4	+0,6%	6,4%	5 324,3	-1,5%
UBCI	3 290,6	+11,0%	3,9%	3 751,2	+14,0%
WIB	1 220,4	+22,5%	1,4%	1 366,8	+12,0%
BTE	971,0	+5,5%	1,2%	1 116,7	+15,0%
Secteur bancaire coté	84 395,6	+0,8%		85 418,2	+1,2%
↳ dont secteur public*	33 801,4	-2,1%	40,1%	33 504,4	-0,9%
↳ dont secteur privé*	49 623,1	+2,7%	58,8%	50 797,1	+2,4%

* Hors BTE, car elle est considérée comme une banque mixte.

Sources : états financiers des banques cotées et prévisions de TUNISIE VALEURS.

«Banque de "Retail" par excellence, la filiale du groupe SOCIÉTÉ GÉNÉRALE affiche à fin 2024 une exposition au segment des particuliers de 52,3 %, parmi les plus élevées à l'échelle du secteur bancaire coté, au niveau de ses crédits.»

DES CÉRÉALES se sont élevées à 5,5 milliards de dinars au 31 décembre 2024, ce qui lui confère une couverture totale au risque de contrepartie sur ces engagements (en principal, agios, intérêts et commissions).

Poursuivant son décollage commercial, **WIFACK INTERNATIONAL BANK** a réalisé la progression la plus soutenue à l'échelle du secteur coté sur le front des crédits en 2024. La banque islamique a vu le volume de ses engagements se hisser de 22,5% à 1,2 milliard de dinars, creusant ainsi son écart par rapport à la BTE. Cela étant, le ratio de transformation réglementaire (Crédits/Dépôts) s'est rétracté de -1,2 point de pourcentage à 114,1% en 2024. Au 25 avril 2025, M. Mohamed Hédi Ben Ayed détient, de concert avec des personnes physiques et morales, 39,8% du capital de WIFACK devenant, ainsi, le premier actionnaire de la banque islamique devant la SID, la filiale de la BANQUE ISLAMIQUE DE DÉVELOPPEMENT, qui en détient 30%. Rappelons que le CMF avait annoncé, début 2023, qu'il envisage de soumettre M. Ben Ayed à une OPA Obligatoire visant les actions de WIFACK BANK qu'il ne détient pas de concert, et ce, au prix de 7,200 dinars l'action. Le déclenchement de la procédure attend toujours l'obtention du

nouvel actionnaire de référence de l'agrément de la BCT. La WIB a réalisé une émission d'obligations charia-compatibles sans recourir à l'appel public à l'épargne, le 21 janvier 2025. Portant sur un montant global de 30 MDt, l'émission, structurée selon les principes de la finance islamique (technique de *Moudharaba*), permet aux investisseurs de bénéficier d'un rendement lié à un portefeuille Ijara (leasing islamique), avec une clé de répartition transparente entre porteurs de titres et actionnaires.

Il semble que le changement du tour de table de l'ancienne filiale du groupe BNP PARIBAS avec l'entrée d'un nouvel actionnaire de référence tunisien, le groupe CARTE (en 2021) ait déclenché un nouveau départ commercial pour l'UBCI. En accélération comparativement à 2023, l'encours des crédits de la banque a crû à un rythme nettement supérieur à celui de la concurrence cotée (une hausse du volume des engagements de l'UBCI de 11% à 3,3 milliards de dinars). Cette bonne prestation a été réalisée grâce à la croissance des crédits d'investissements, du leasing et des crédits pour le financement du cycle d'exploitation des clients de la banque. À contre-courant de la tendance sectorielle, le ratio de transformation globale de la banque privée s'est élargi de 0,4 point de pourcentage à 85,8% à fin 2024.

Dans la continuité de 2023, l'activité du crédit est sur un bon trend en 2024 pour la BTE. Confortée par la bonne collecte et l'injection de fonds propres de 2024, la banque mixte est parvenue à surperformer le secteur avec une hausse du volume de ses engagements de 5,5% à 971 MDt. Dans les prochaines années, le développement de la banque repose sur une stratégie de recentrage en quatre axes :

Ratio de transformation globale

	31.12.2023	31.12.2024	Variation	Ratio de transformation réglementaire (2024)
BIAT	63,3%	59,3%	↓	79,2%
ATTIJARI BANK	69,2%	68,3%	↓	84,2%
ATB	79,7%	73,2%	↓	NC
BTE	85,5%	81,1%	↓	108,1%
STB	96,9%	81,5%	↓	96,9%
AMEN BANK	84,4%	83,8%	↓	99,9%
UBCI	85,4%	85,8%	↓	115,7%
BT	96,2%	88,2%	↓	102,8%
UIB	100,7%	88,7%	↓	98,8%
WIB	99,1%	98,0%	↓	114,1%
BH	100,9%	100,0%	↓	113,4%
BNA	109,4%	100,8%	↓	NC
Secteur bancaire coté	86,6%	80,8%	↓	
↳ dont secteur public*	102,8%	94,1%	↓	
↳ dont secteur privé*	77,9%	73,6%	↓	

* Hors BTE, car elle est considérée comme une banque mixte.

Sources : rapports annuels de gestion des banques cotées et calculs de TUNISIE VALEURS.

1. Une orientation du métier de la banque de financement et développement vers les objectifs de développement durable en mettant en place des solutions financières ayant pour but de favoriser la transition énergétique de la Tunisie pour une meilleure lutte contre le réchauffement climatique et de préserver la souveraineté alimentaire ;
2. Un déploiement commercial qui privilégie la qualité de la croissance avec comme objectif ultime, l'amélioration de l'expérience client tout au long de la chaîne de création de valeur allant de l'entrée en relation, de l'octroi de crédit jusqu'au conseil en ingénierie financière ;
3. La transition digitale : La BTE mise sur l'innovation technologique pour améliorer ses services financiers et renforcer en conséquence sa compétitivité ;
4. Le développement du capital humain qui représente le véritable « Asset » de la banque.

À un rythme moins soutenu que la collecte (+5,9% à 10,6 milliards de dinars au niveau de l'encours des dépôts en 2024), **ATTIJARI BANK** a affiché une bonne croissance de son encours des crédits. Les engagements de la banque ont augmenté de 4,3% à 7,3 milliards de dinars. La banque affiche au 31 décembre 2024 un ratio de transformation réglementaire (Crédits/Dépôts) en augmentation de 1,1 point de pourcentage à 84,2% par rapport à 2023. Ce niveau, parmi les plus faibles du secteur bancaire coté, confère à la filiale du groupe **ATTIJARIWAFABANK** une marge de manœuvre considérable pour revigorer sa croissance dès les premiers signes de reprise économique et pour résister à une éventuelle montée en charge des exigences réglementaires en ce qui concerne les ratios de liquidité, et ce, en préparation de l'application future des normes bâloises (Bâle III).

Après une année 2023 où la production a été réprimée, l'activité du crédit s'est refait une santé pour la **BH BANK** en 2024. L'encours des crédits de la banque publique a augmenté de 3,6% à 10,6 milliards de dinars. La banque publique continue à faire pression à la baisse sur son ratio de transformation réglementaire (Crédits/Dépôts). Ce dernier a reculé de -1,7 point de pourcentage à 113,4% en 2024. Grâce aux efforts déployés pour diversifier la structure des engagements, la **BH BANK** est en train de réduire son exposition, autrefois, élevée au secteur de la promotion immobilière. Il s'agit d'une exposition stratégique sans doute dictée par la vocation immobilière de la banque. Néanmoins, le secteur demeure en difficulté sur les dernières années en raison de la conjoncture difficile et de la baisse du pouvoir d'achat des ménages. Le secteur de la promotion immobilière a concentré 9,6% de l'encours des crédits de la banque, à fin 2024, contre 11,7% à fin 2023. Nous saluons, également, les efforts consentis par la banque sur les dernières années pour réduire son exposition aux secteurs du tourisme et du BTP; deux secteurs qui ne représentent que 1,9% et 3,5% des engagements de la banque à fin 2024. À l'image de ses consœurs publiques, la **BH BANK** maintient une exposition élevée aux organismes et entreprises étatiques au niveau de ses engagements. Selon les commissaires aux comptes de la banque, le volume des crédits accordés par la **BH** aux dites entités s'élève à fin 2024 à 2,5 milliards de dinars (soit près de 17,8% du total des engagements de la banque). Certaines créances sur ces entreprises ont été couvertes par des provisions à hauteur de 4,2 MDt, par des agios réservés à hauteur de 9,4 MDt et par des garanties.

Le moteur du crédit est depuis l'année 2023 presque à l'arrêt pour le secteur bancaire coté. Et la saison des AGO de 2025 des banques de la cote illustre ce constat. Selon les managements des banques cotées, la conjoncture difficile a induit une baisse de la demande de crédit et du nombre de projets bancables. Ainsi, sur le S1 2025, l'encours des crédits agrégé des banques cotées a fait du surplace à 84,4 milliards de dinars.

La performance des six premiers mois de 2025 a été freinée par la mauvaise prestation des banques publiques. Les trois plus grandes banques étatiques de la place ont vu le volume de leurs engagements agrégé se rétracter de -1,7% à 33,2 milliards de dinars (contre une croissance molle de 0,9% pour le secteur bancaire privé coté).

Dans la continuité des dernières années, le ratio de transformation globale (Crédits/Dépôts) poursuit sa trajectoire descendante. Il est ressorti, en moyenne, pour les banques cotées à 78,7%, à l'issue de la première moitié de 2025, soit son niveau le plus bas depuis l'instauration du ratio LTD par l'autorité monétaire en 2018.

La majorité des banques de la cote ont affiché soit des évolutions négatives, soit des croissances modestes, sinon atones de leur encours des crédits. A contrario, l'**UBCI** et la **BTE** se sont bien distinguées sur le front de la production sur le S1 2025 (+9,8% pour l'**UBCI** et +11,4% pour la **BTE**). Mais, ces deux banques sont de taille limitée et peuvent croître rapidement par quelques opérations de financement ponctuelles.

Sur l'année pleine 2025, la dynamique de la production restera intimement liée à l'évolution de la conjoncture économique et de la croissance du PIB. Selon la **BCT**, les indicateurs conjoncturels disponibles laissent présager un redressement graduel de la croissance après un léger ralentissement au cours du premier trimestre 2025. Ce renforcement devrait être favorisé par la reprise de l'activité des principales industries exportatrices et le dynamisme de la demande intérieure.

Rappelons que sur le premier semestre de l'année en cours, la croissance économique a affiché un redressement. Selon les estimations des comptes nationaux, le PIB à fin juin 2025, corrigé des variations saisonnières, aurait enregistré une croissance de 3,2% en GA. En GT, c'est-à-dire par rapport au premier trimestre de l'année 2025, le PIB en volume a enregistré une hausse de 1,8%. En effet, ce redressement de la croissance économique reflète essentiellement le dynamisme de la demande intérieure ainsi que l'effet des évolutions positives des activités des principaux secteurs, notamment celui de l'agriculture et de la construction.

La loi n° 41-2024 du 2 août 2024 relative aux chèques sans provision impose aux banques l'affectation de crédits d'au

**« Sur le premier semestre 2025,
l'encours des crédits agrégé
des banques cotées fait du surplace
à 84,4 milliards de dinars. »**

Encours des crédits au 30.06.2025

Chiffres en MDt	Encours des crédits	Évol° depuis début 2025	Part de marché S1 2025
BNA	13 851,4	+3,0%	16,4%
BIAT	13 022,8	+1,7%	15,4%
BH	10 292,4	-2,7%	12,2%
STB	9 094,2	-6,9%	10,8%
ATTIJARI BANK	7 306,2	-0,2%	8,7%
AMEN BANK	7 170,7	-1,8%	8,5%
UIB	6 341,9	+2,1%	7,5%
BT	6 009,2	-1,0%	7,1%
ATB	5 314,0	-1,7%	6,3%
UBCI	3 612,9	+9,8%	4,3%
WIB	1 278,5	+4,8%	1,5%
BTE	1 082,1	+11,4%	1,3%
Secteur bancaire coté	84 376,2	+0,0%	
↳ dont banques publiques*	33 237,9	-1,7%	39,4%
↳ dont banques privées*	50 056,2	+0,9%	59,3%

* Hors BTE, car elle est considérée comme une banque mixte.

Sources : états financiers du S1 2025 des banques cotées et compilation de TUNISIE VALEURS.

Ratio de transformation globale

	30.06.2025	30.06.2024	Variation
AMEN BANK	76,4%	83,8%	↓
ATB	75,6%	73,2%	↑
ATTIJARI BANK	64,7%	68,4%	↓
BH	93,6%	100,0%	↓
BIAT	59,5%	59,3%	≈
BNA	101,9%	100,8%	↑
BT	86,6%	88,2%	↓
BTE	85,3%	81,1%	↑
STB	74,1%	81,5%	↓
UBCI	90,6%	85,8%	↑
UIB	87,9%	88,7%	↓
WIB	91,9%	98,0%	↓
Secteur bancaire coté	78,7%	80,8%	↓
↳ dont banques publiques*	90,2%	94,1%	↓
↳ dont banques privées*	72,4%	73,6%	↓

* Hors BTE, car elle est considérée comme une banque mixte.

Sources : états financiers du S1 2025 des banques cotées et compilation de TUNISIE VALEURS.

moins huit pour cent des bénéfices de l'exercice comptable précédent pour la création de lignes de financement de microcrédits honorifiques à court terme ne dépassant pas deux ans, avec des conditions facilitées sans intérêts ni garanties. Les banques sont obligées d'épuiser chaque année les crédits affectés. Les conditions et les critères d'octroi de ce financement seront fixées ultérieurement par décret. Cette mesure est de nature à stimuler la croissance des crédits à partir de 2025, sans pour autant avoir d'impacts sur le PNB des banques.

«Sur l'année pleine 2025, la dynamique de la production restera intimement liée à l'évolution de la conjoncture économique et de la croissance du PIB.»

Ainsi, nous prévoyons une accélération de la croissance de l'encours agrégé des crédits du secteur bancaire sur le S2 2025. La progression sur l'année pleine 2025 des crédits ressortirait, selon nos estimations, aux alentours de 1%.

3. Le Produit Net Bancaire : une croissance en décélération sauvée par les revenus du portefeuille-titres

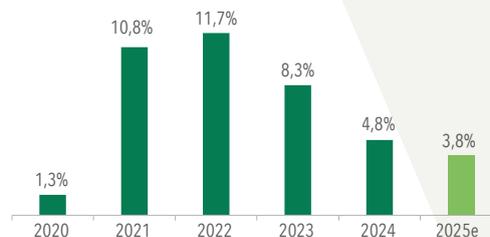
Dans la continuité de 2023, le secteur bancaire coté a connu un ralentissement substantiel au niveau de la croissance du PNB en 2024. Les banques cotées ont enregistré une modeste hausse agrégée de leurs revenus nets de 4,8%, dépassant le cap symbolique de 7 milliards de dinars. Cette performance est surtout redevable aux autres revenus (+18% à 2,5 milliards de dinars) et à la résistance salutaire des commissions nettes (+4,7% à 1,4 milliard de dinars). Quant à la marge d'intérêt, cœur de métier des banques tunisiennes, elle a fléchi de 3,6% à 3,2 milliards de dinars.

Les autres revenus ont eu le vent en poupe en raison d'une activité intense d'émission d'emprunts d'État par le Trésor⁴. Les banques de la cote continuent à contribuer activement au financement du budget de l'État. Un constat qu'on retrouve dans la hausse soutenue de leur stock de bons du Trésor : +28,3%, en 2024, à 18,6 milliards de dinars, soit une hausse en volume de 4,1 milliards de dinars en une année.

Dans la continuité des dernières années, l'encours de la dette publique est principalement porté par les banques (70% au terme de 2024, selon TUNISIE CLEARING), malgré l'encadrement de la politique de placement en bons du Trésor depuis 2018⁵. Et pour cause, les bons du Trésor constituent un support de refinancement des banques auprès de la Banque centrale et leur permettent, simultanément, de générer des revenus de placement conséquents.

À y regarder de plus près, ce sont les revenus de portefeuille qui ont porté la croissance des autres revenus en 2024. Ces derniers se sont accrus de 26,5% à 2 milliards de dinars, portant leur contribution dans le PNB à 28,9%. Les gains nets

Évolution annuelle du PNB agrégé du secteur bancaire coté



Sources : états financiers des banques cotées et prévisions de TUNISIE VALEURS.

Décomposition de l'évolution du PNB agrégé du secteur bancaire coté en 2024



Sources : états financiers des banques cotées et compilation de TUNISIE VALEURS.

de change ont, en revanche, nettement réduit la cadence comparativement aux dernières années. Cette source de revenus a perdu du terrain (-9,1%), s'établissant à 457,9 MDt sur l'année écoulée, réduisant ainsi sa contribution au PNB agrégé du secteur bancaire coté à 6,5%. La régression des gains nets de change sur l'année passée est attribuable à la concurrence accrue des bureaux de change sur l'activité du change manuel, à la relative stabilité du dinar tunisien face aux principales devises (baisse de la volatilité du taux de change du dinar) et au ralentissement de l'activité du commerce extérieur en Tunisie en 2024.

Selon la BCT, le portefeuille-titres des banques résidentes a connu, en 2024, une hausse soutenue (+28% contre +12% en 2023) qui résulte principalement de l'accélération du rythme d'accroissement de l'encours des emprunts d'État (+35,3% en 2024 contre +14% en 2023) pour s'établir à 26,1 milliards de dinars au terme de l'année 2024.

L'évolution des commissions, en 2024, témoigne du bon redéploiement de l'activité des banques cotées, malgré la conjoncture difficile et l'encadrement des commissions par la BCT. Rappelons que l'institut d'émission a publié le 29 janvier 2024 deux circulaires, portant respectivement sur les conditions de commercialisation et de tarification des produits et services financiers et la révision de certaines commissions bancaires.

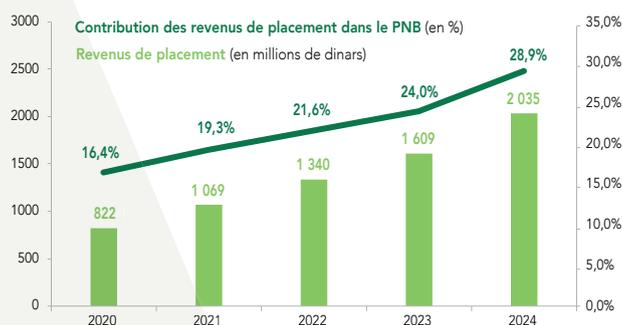
La première circulaire aux banques et établissements financiers n° 2024-2 vise à mettre en place des exigences spécifiques que les banques et les établissements financiers doivent respecter avant et lors de la commercialisation de tout produit ou service financier ainsi que des exigences en matière de tarification. Les principales attentes de cette circulaire s'articulent autour de trois principes phares :

4 En 2024, le Trésor a effectué 16 adjudications de BTA, dont 2 adjudications d'échange et 5 adjudications infructueuses, ce qui lui a permis de lever 5047,9 MDt contre un besoin annuel prévu de 2375 MDt (selon la loi de Finances 2024). À l'image de l'année 2023, les adjudications de BTC se sont multipliées en 2024. Au total, 55 adjudications de BTC ont eu lieu, en 2024, permettant au Trésor de mobiliser 9745,9 MDt. Ce montant tient compte de 9 émissions exceptionnelles, portant sur 7172 MDt. En 2024, le Trésor a lancé quatre tranches de l'emprunt obligataire national de 2024 (en février, mai, septembre et décembre) lui permettant de mobiliser 5,1 milliards de dinars, contre un montant total budgétisé dans la loi de Finances 2024 de 2,9 milliards de dinars. Au mois de mai, les banques locales ont aussi contribué à l'effort national de mobilisation des ressources en devises en mettant à la disposition de l'État, dans le cadre du mécanisme des prêts syndiqués, un montant en devises de 570 MDt. Dans le plan de financement du budget de 2024, un crédit syndiqué de 693 MDt est planifié. Au total, le Trésor a levé un montant de 20,5 milliards de dinars (entre bons du Trésor, emprunt national et prêt syndiqué), en 2024, contre un montant annoncé de 11,7 milliards de dinars sur le marché intérieur de la dette (selon la loi de Finances 2024).

5 Il s'agit de :

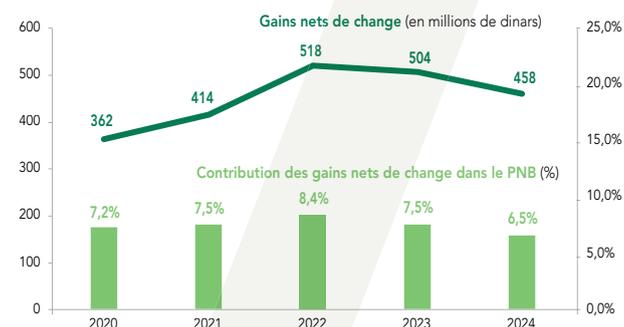
- l'obligation pour les banques de définir l'orientation de leur politique de placement dans les bons du Trésor;
- le passage à la valorisation selon le modèle «Mark-to-Market» à partir de 2018;
- l'introduction d'une nouvelle répartition des contreparties du refinancement auprès de la BCT en exigeant une quotité fixe de 40% sous forme de titres publics négociables.

Évolution des revenus du portefeuille agrégés du secteur bancaire coté



Sources : états financiers des banques cotées et compilation de TUNISIE VALEURS.

Évolution des gains nets de change agrégés du secteur bancaire coté



Sources : états financiers des banques cotées et compilation de TUNISIE VALEURS.

Stocks de bons du Trésor du secteur bancaire coté

Stocks de bons du Trésor (BTA+ BTC) en MDt	2023	2024	Variation 2023-2024	Poids dans le total bilan (2024)
BNA	4 302,9	5 775,8	+34,2%	25,7%
BIAT*	3 130,1	4 491,2	+43,5%	18,0%
STB**	1 704,9	2 048,6	+20,2%	13,7%
BH	1 483,4	1 868,2	+25,9%	12,9%
AMEN BANK	1 000,7	1 057,6	+5,7%	8,9%
ATTIJARI BANK	698,9	849,7	+21,6%	7,0%
UBCI*	591,3	759,7	+28,5%	14,7%
BT	636,4	748,7	+17,6%	8,7%
ATB	595,3	620,4	+4,2%	7,4%
UIB	258,7	262,7	+1,5%	3,2%
BTE	95,5	124,0	+29,8%	8,1%
WIB	0,0	0,0	-	0,0%
Secteur bancaire coté	14 498,1	18 606,7	+28,3%	14,9%
↳ dont secteur public***	7 491,2	9 692,6	+29,4%	18,7%
↳ dont secteur privé***	6 911,3	8 790,1	+27,2%	10,8%

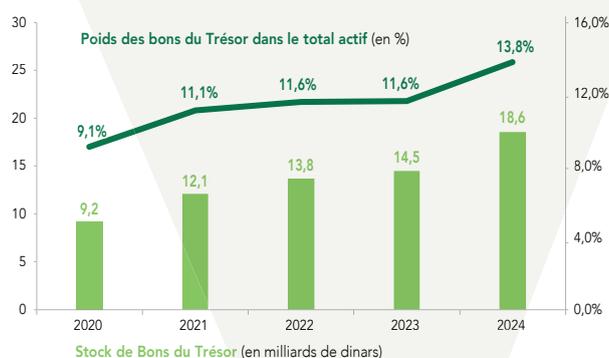
* Estimations de TUNISIE VALEURS en supposant que tous les titres d'investissement sont des BTA.

** La valeur des BTC est non communiquée.

*** Hors BTE, car elle est considérée comme une banque mixte.

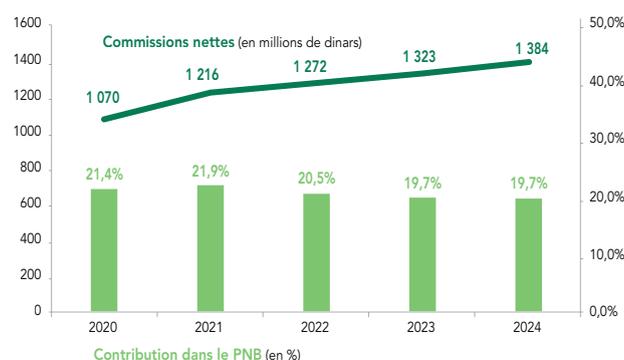
Sources : rapports annuels de gestion des banques cotées et compilation de TUNISIE VALEURS.

Évolution de l'encours de bons du Trésor du secteur bancaire coté



Sources : rapports annuels de gestion des banques cotées et compilation de TUNISIE VALEURS.

Évolution des commissions nettes du secteur bancaire coté



Sources : états financiers des banques cotées et compilation de TUNISIE VALEURS.

a. Devoir de transparence et renforcement du droit à l'information :

- Mise en place d'une politique commerciale claire et transparente consacrant le droit du client à une information claire et complète ;
- Instauration de l'obligation d'affichage d'un niveau unique par commission afin de permettre au client de faire des choix éclairés et de stimuler par là même la concurrence en matière tarifaire ;
- Mise à la disposition des clients des documents pré-contractuels leur permettant de prendre des décisions éclairées avant de s'engager dans des produits et des services financiers ;
- Élaboration, sous l'égide du Conseil Bancaire et Financier (CBF), d'un lexique des commissions devant être porté à la connaissance de la clientèle bancaire ;
- Obligation pour les banques d'adresser à leur clientèle un récapitulatif du montant annuel des commissions prélevées.

b. Amélioration de la qualité des services bancaires :

- Mise en place d'un dispositif de promotion de la qualité de service et incitation des banques et établissements financiers à inculquer la culture de la qualité et l'enraciner au niveau de toutes leurs structures ;
- Fixation des délais maximums pour l'instruction des dossiers de financement et l'obligation d'informer le client sur le sort de son dossier ;
- Consécration du droit du client à disposer de la mainlevée sur la garantie dans un délai ne dépassant pas 30 jours ouvrables à compter de la date du remboursement total du financement.

c. Instauration d'une tarification responsable :

- Obligation d'adopter une tarification bancaire plus responsable, tenant compte de la qualité de la prestation des services fournis et liée au coût réellement supporté ;
- Soumission des banques et des établissements financiers à l'obligation de justifier préalablement à la BCT toute modification du niveau de tarification.

La seconde circulaire aux banques, n° 2024-3, prévoit la révision à la baisse des niveaux de tarification de 6 commissions, orientation s'inscrivant dans le droit fil des objectifs nationaux de lutte contre l'exclusion financière et du développement des paiements digitaux.

« Par la publication concomitante de ces deux circulaires, la BCT a voulu montrer la responsabilité des banques et des établissements financiers dans la mise en place d'une politique commerciale et tarifaire transparente, favorisant l'inclusion financière. »

Cette mesure à caractère exceptionnel s'étale sur une période d'une année et cible en particulier la frange de clientèle bancaire dont le revenu mensuel net ne dépasse pas 1500 Dt. Elle concerne notamment les frais de tenue de compte, la cotisation sur carte, les frais sur virements émis et les paiements par TPE.

Ajoutons que les banques se sont interdites d'augmenter leurs tarifs jusqu'au 31 décembre 2024, période au cours de laquelle elles ont été tenues d'implémenter une nouvelle politique commerciale et tarifaire conforme aux exigences réglementaires.

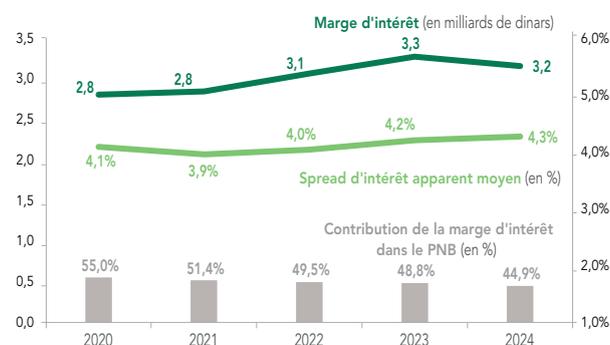
Par la publication concomitante de ces deux circulaires, la BCT a voulu montrer la responsabilité des banques et des établissements financiers dans la mise en place d'une politique commerciale et tarifaire transparente, favorisant l'inclusion financière.

Le tassement de la marge d'intérêt dans un contexte de volumes haussiers (quoique légèrement) reflète un effet prix négatif (baisse du TMM annuel moyen de -2 pbs à 7,98% sur 2024) et pourrait traduire une érosion du spread de crédit. Cependant, selon nos estimations, le spread apparent moyen de crédit du secteur bancaire coté s'est amélioré de 6 pbs à 4,3% sur l'année écoulée.

Un autre facteur qui aurait contribué, dans une moindre mesure, à la mauvaise orientation de la marge d'intérêt est l'application de la loi n° 2024-41 du 2 août 2024, relative aux chèques sans provision.

L'article 412 ter de cette loi impose, en effet, aux banques de réduire de 50% les taux d'intérêt fixes appliqués aux crédits en cours de remboursement ou aux nouveaux crédits dont la durée initiale de remboursement dépasse sept ans. Pour bénéficier de l'abattement, la somme totale des intérêts contractuels perçus au cours des trois années précédant la demande doit dépasser 8% du capital restant dû. Dans la note aux banques n° 2025-10 du 23 janvier 2025, la Banque centrale a appelé les établissements bancaires à appliquer ces dispositions sans délai. Elle les a invités, également, à accorder une attention particulière aux demandes des clients concernées par cette mesure et à les traiter dans les délais réglementaires.

Évolution des indicateurs de la marge d'intérêt du secteur bancaire coté



Sources : états financiers des banques cotées et compilation de TUNISIE VALEURS.

L'analyse des rapports d'activité de l'exercice 2024 et des états financiers du S1 2025 des banques cotées révèle une situation différenciée entre les banques de l'impact de cette mesure sur la marge d'intérêt.

Pénalisées par la mauvaise orientation de leur marge d'intérêt (une régression de la marge d'intérêt agrégée du secteur bancaire public de -22,2% à 842 MDt), les banques publiques continuent de freiner la progression du PNB sectoriel. En effet, le trio des banques étatiques a reporté une timide augmentation agrégée du PNB de 1,7% à 2,4 milliards de dinars, contre une amélioration de 6,5% à 4,6 milliards de dinars pour le secteur bancaire privé coté.

Selon la BCT, le PNB agrégé des banques résidentes cotées et non cotées a enregistré une augmentation de 5,7% à fin 2024 (contre 8,7% à fin 2023) pour s'établir à 8 milliards de dinars. Cette évolution résulte de l'accroissement :

- des revenus du portefeuille-titres d'investissement de 31,2% en provenance essentiellement des intérêts sur les bons du Trésor ;
- des commissions nettes de 4,8%.

Impacts de la mesure sur l'abattement des intérêts sur les crédits à taux fixes sur la marge d'intérêt des banques cotées

Banque	Encours des crédits concernés par cette mesure à fin 2024	Impact pour 2024	Impact pour 2025e	Impact estimé à long terme
AMEN BANK	NC	0,3 MDt	4 à 5 MDt	NC
ATB	NC	0,4 MDt	8 MDt	NC
BH BANK	1327 MDt	1,4 MDt	27 MDt	165 MDt sur 20 ans
BNA	NC	0,1 MDt	2,7 MDt	NC
BIAT	NC	0,9 MDt	10 MDt	NC
ATTIJARI BANK	NC	NC	NC	NC
BT	112,2 MDt	0,3 MDt	1,5 MDt	44,2 MDt sur 20 ans
UBCI	81,1 MDt	0,1 MDt	NC	18 MDt sur 20 ans
BTE	97,8 MDt	0,2 MDt	3,8 MDt	27,9 MDt
WIB	72,7 MDt	0,1 MDt	NC	17,2 MDt
UIB	1 310 MDt	3,6 MDt	NC	491 MDt
STB	75,3 MDt	0,4 MDt	11,3 MDt	NC

Sources : rapports d'activité de l'exercice 2024, états financiers au 30 juin 2025 et managements des banques cotées.

Et ce, en dépit d'une contraction de la marge d'intérêt de -1,6%.

Toutes les banques de la cote ont affiché des évolutions positives de leur PNB ce qui est une performance en soi dans cette conjoncture compétitive, à l'exception de la **STB** (-5,2% à 649,7 MDt) et de la **BNA** (-0,4% à 976 MDt).

Pour la **STB**, c'est la marge d'intérêt qui a plombé le PNB de la banque. Cette dernière s'est rétractée de -28,8% à 220,2 MDt, pâtissant de volumes baissiers (une baisse de l'encours des crédits) et de l'effritement du spread de crédit (-29 pbs à 2,8%, selon nos estimations). Conformément à la stratégie annoncée lors de la recapitalisation de 2015, la banque adopte une politique d'investissement intensive dans les bons du Trésor. Avec un encours de 2 milliards de dinars, à fin 2024, majoritairement classé en portefeuille d'investissement, cette catégorie d'actifs concentre, désormais, 13,7% du total

« Un autre facteur qui aurait contribué, dans une moindre mesure, à la mauvaise orientation de la marge d'intérêt est l'application de la loi n° 2024-41 du 2 août 2024, relative aux chèques sans provision. L'article 412 ter de cette loi impose, en effet, aux banques de réduire de 50% les taux d'intérêt fixes appliqués aux crédits en cours de remboursement ou aux nouveaux crédits dont la durée initiale de remboursement dépasse sept ans »

bilan de la banque contre une proportion de 5% en 2014 (un encours de 0,4 milliard de dinars en 2014). Ces chiffres ne tiennent pas compte de l'encours d'emprunts nationaux souscrits par la banque qui s'élève à fin 2024, à 1,1 milliard de dinars.

Le même constat est observé chez la **BNA**. Cependant, cette dernière a pu presque neutraliser le décrochage de sa marge d'intérêt (-39,2% à 271,2 MDt) grâce à la progression vigoureuse des autres revenus (+38,5% à 546,9 MDt, soit la hausse la plus soutenue à l'échelle du secteur bancaire coté). Notons que la banque possède le stock de bons du Trésor (BTA et BTC) le plus fourni du secteur bancaire coté qui s'élève à 5,8 milliards de dinars (en valeur brute), à fin 2024. Rappelons que ce stock de bons d'État a augmenté sur les dernières années, notamment à la suite d'opérations de conversion des créances de l'OFFICE DES CÉRÉALES en BTA (à l'image de l'opération de 1 000 MDt réalisée en 2024).

L'année 2024 s'est avérée concluante pour la **BH BANK** en ce qui touche la génération du PNB. La banque publique a vu ses revenus nets s'accroître de 11,9% à 744,2 MDt. Toutes les sources de revenus de la banque ont bien performé, reportant de bonnes croissances. Signalons, également, que la banque détient un portefeuille de bons du Trésor parmi les plus développés à l'échelle du secteur bancaire. La valeur brute du portefeuille de bons du Trésor détenus par la banque s'est hissée de 25,9% en 2024, tutoyant les 2 milliards de dinars. Ce portefeuille de bons d'État permet à la banque de :

- Disposer en permanence du niveau requis et standard d'Actifs Liquides de Haute Qualité pour le respect continu du ratio *Liquidity Coverage Ratio*⁶ (LCR) ;
- De générer la contribution requise du portefeuille titres dans le PNB de la banque dans le cadre de sa politique de diversification du risque et des sources de revenus ;
- Et de répondre au besoin commercial de ses clients en quête de placements dans des titres publics à bon rapport rendement/risque.

Bien qu'en décélération par rapport à 2023, la croissance du PNB a été satisfaisante pour **ATTIJARI BANK** au titre de l'exercice 2024 (+9,7% à 707,9 MDt). Et ce sont les autres revenus qui ont été les catalyseurs de cette croissance (+17,5%, atteignant un niveau record de 206,1 MDt). Il est important à cet effet de noter que la banque détient à

⁶ Le LCR est le taux de couverture des sorties nettes de trésorerie par l'encours des actifs liquides de haute qualité sur un horizon de 30 jours dans une situation de tension sur la liquidité. Sont seulement pris en compte pour le calcul de ce ratio : les actifs, les passifs et les engagements hors bilan en dinars (source : BCT).

fin 2024 un portefeuille de bons du Trésor de 849,7 MDt (en valeur brute), contre un portefeuille de presque 700 MDt à l'issue de l'exercice 2023. Force est de constater que la marge d'intérêt s'est bien comportée (+9,2% à 371,2 MDt), résistant à la légère baisse du TMM (-2 pbs à 7,98% en moyenne sur l'année 2024 comparativement à 2023) et illustrant la stratégie d'optimisation du spread de crédit déployée par la banque. Quant aux commissions nettes, elles ont fait grise mine en 2024, se stabilisant quasiment à 130,6 MDt. La raison derrière cette performance décevante des commissions nettes est notamment les mesures de tarification décidées par la BCT en 2024. Face aux nouvelles exigences réglementaires liées à l'utilisation des chèques et dans le cadre de sa stratégie de digitalisation et d'inclusion financière, **ATTIJARI BANK** confirme son engagement à proposer des alternatives modernes, sûres et accessibles pour simplifier les transactions et répondre aux besoins réels du marché :

«Face aux nouvelles exigences réglementaires liées à l'utilisation des chèques et dans le cadre de sa stratégie de digitalisation et d'inclusion financière, ATTIJARI BANK confirme son engagement à proposer des alternatives modernes, sûres et accessibles pour simplifier les transactions et répondre aux besoins réels du marché.»

PNB du secteur bancaire coté

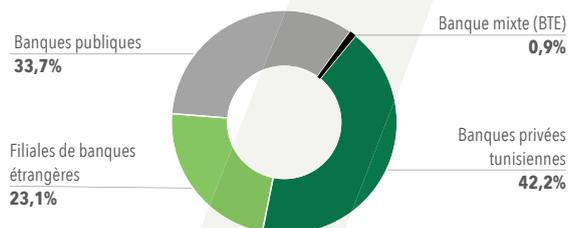
Chiffres en MDt	Marge d'intérêt 2024	Variation 2023-2024	Commissions nettes 2024	Variation 2023-2024	Autres revenus 2024	Variation 2023-2024	PNB 2024
BIAT	658,1	-0,2%	276,8	+9,0%	544,8	+12,7%	1 479,7
BNA	271,2	-39,2%	157,9	+13,8%	546,9	+38,5%	976,0
BH	350,7	+7,3%	144,7	+10,7%	248,9	+19,9%	744,2
ATTIJARI BANK	371,2	+9,2%	130,6	+0,3%	206,1	+17,5%	707,9
STB	220,2	-28,8%	125,1	-1,8%	304,4	+22,6%	649,7
AMEN BANK	198,1	+5,5%	128,6	+0,8%	239,7	+6,8%	566,5
UIB	308,9	+2,4%	149,2	-0,9%	79,6	+18,4%	537,8
BT	306,1	+11,3%	77,5	+1,1%	126,5	+0,1%	510,0
ATB	207,1	+14,5%	73,2	-3,2%	99,8	-1,0%	380,2
UBCI	179,5	+1,1%	68,0	+9,0%	73,2	+17,7%	320,7
WIB	62,4	+29,6%	28,0	+15,9%	2,5	+7,0%	92,9
BTE	21,3	+1,8%	24,8	+0,3%	20,2	+4,2%	66,3
Secteur bancaire coté	3 154,7	-3,6%	1 384,5	+4,7%	2 492,7	+18,0%	7 031,9
↳ dont secteur public*	842,0	-22,2%	427,7	+7,8%	1 100,2	+29,3%	2 370,0
↳ dont secteur privé*	2 291,3	+5,6%	932,0	+3,4%	1 372,3	+10,5%	4 595,6

* Hors BTE, car elle est considérée comme une banque mixte.

- **Crédit Taksit** : une solution de financement souple, rapide et accessible à tous, aussi bien aux clients qu'aux non-clients. Ce produit repose sur un processus 100% digitalisé via une plateforme dédiée, permettant la simulation, le suivi et le traitement des demandes de crédit en temps réel.
- **Carte Flex** : La carte prépayée pour une gestion flexible des paiements. Une carte prépayée qui permet de réaliser des paiements en ligne ou sur TPE, avec un plafond atteignant jusqu'à 10 000 dinars et des paiements allant jusqu'à 9 mensualités.

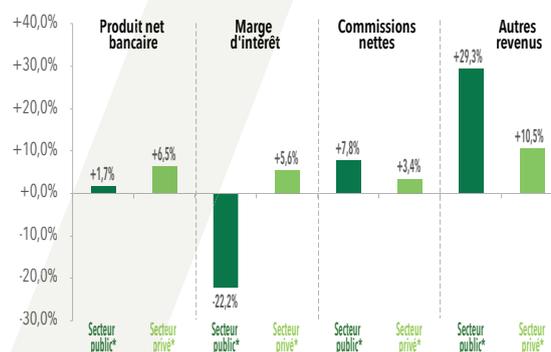
L'année 2024 s'est avérée porteuse pour la BT au rayon de la génération du PNB. Les revenus nets de la banque ont connu une bonne croissance de 6,7%, effleurant les 510 MDt. À contre-courant de la tendance sectorielle, c'est la marge d'intérêt qui a alimenté la croissance de la banque sur l'année écoulée. Cette source de revenus s'est bonifiée de 11,3% à 306,1 MDt, profitant d'un effet volume favorable (une activité du crédit bien portante) et de l'optimisation du spread de crédit (+11 pbs à 4,9%, au niveau du spread de crédit apparent moyen, selon nos estimations en 2024). Quant à la marge sur commissions, elle a inscrit une hausse timide de 1,1% à 77,5 MDt. Représentant seulement 15,2% du PNB, les commissions constituent un levier de croissance potentiel pour la BT si la banque envisage de s'aligner à la concurrence cotée (une proportion moyenne des commissions nettes dans le PNB agrégé du secteur bancaire coté de 19,7%, en 2024). L'atonie de la marge sur commissions trouve son origine, à notre avis, dans les mesures de tarification édictées par la BCT en 2024. Signalons que les autres revenus ont fait du quasi-surplace en 2024 (+0,1% à 126,5 MDt) et ce, malgré l'élargissement du portefeuille d'emprunts d'État (emprunts

Répartition du Produit Net Bancaire agrégé du secteur bancaire coté en 2024



Sources : états financiers des banques cotées et compilation de TUNISIE VALEURS.

Évolution du PNB et de ses composantes pour le secteur bancaire public* et privé* de la cote en 2024



* Hors BTE, car elle est considérée comme une banque mixte.

Sources : états financiers des banques cotées et compilation de TUNISIE VALEURS.

Variation 2024-2024	Part de marché 2024	PNB 2025e	Variation 2024-2025e
+5,9%	21,0%	1 612,9	+9,0%
-0,4%	13,9%	1 051,2	+7,7%
+11,9%	10,6%	688,4	-7,5%
+9,7%	10,1%	715,0	+1,0%
-5,2%	9,2%	714,7	+10,0%
+4,9%	8,1%	589,7	+4,1%
+3,5%	7,6%	510,9	-5,0%
+6,7%	7,3%	516,1	+1,2%
+6,4%	5,4%	357,4	-6,0%
+6,1%	4,6%	362,4	+13,0%
+24,5%	1,3%	107,3	+15,5%
+2,0%	0,9%	70,9	+7,0%
+4,8%		7 296,8	+3,8%
+1,7%	33,7%	2 454,3	+3,6%
+6,5%	65,4%	4 771,6	+3,8%

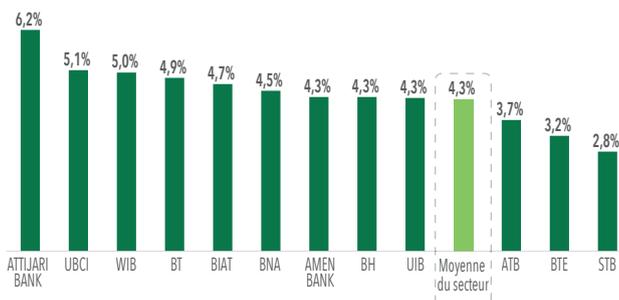
Sources : états financiers des banques cotées, compilation et prévisions de TUNISIE VALEURS.

nationaux et BTA) de la banque de 12,4% à près de 840 MDt (en valeur brute).

2024 a été un bon millésime pour l'ATB du côté de la génération de revenus. La banque poursuit son orientation vers un modèle bancaire plus classique. En témoigne la hausse marquée de la marge d'intérêt (+14,5% à 207,1 MDt). Cette source de revenus continue à gagner du terrain (pesant désormais 54,5% du PNB de la banque) au détriment des activités de portefeuille, autrefois principal centre de profit de la filiale du groupe ARAB BANK. Cependant, cette évolution est à contre-courant de la tendance des autres banques privées cotées qui a prévalu en 2024.

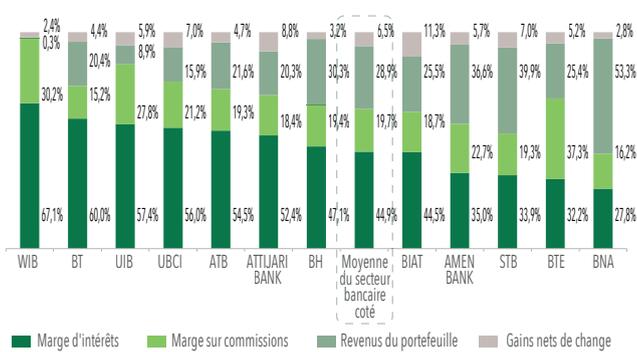
Beau parcours pour l'UBCI, qui presse le pas par rapport à 2023, terminant l'année 2024 sur une croissance du PNB de 6,1% à 320,7 MDt. Une performance qui a été boostée par les autres revenus (+17,7% à 73,2 MDt) et par les commissions (+9% à 68 MDt). Sur les dernières années, la banque a progressé dans le déploiement de ses projets stratégiques, notamment la transformation de son système d'information et la réorganisation de son dispositif commercial dans le cadre d'une croissance plus efficiente. La refonte du système d'information a été achevée le 20 janvier 2025 (selon le management). Ce nouveau Core Banking permettra notamment de digitaliser la majorité des services bancaires afin d'améliorer l'expérience client et continuer à répondre plus efficacement à ses besoins les plus pointus avec une maîtrise optimale des

Spread d'intérêt apparent moyen du secteur bancaire coté (2024)



Sources : états financiers des banques cotées, calculs et compilation de TUNISIE VALEURS.

Structure du PNB du secteur bancaire coté (2024)



Sources : états financiers des banques cotées et compilation de TUNISIE VALEURS.

délais. Ce système donnera la possibilité de saisir de nouvelles opportunités pour un nouveau modèle bancaire.

Sur la première moitié de 2025, dans un contexte de grippage de l'activité bancaire classique, de relâchement du « ton » monétaire (baisse du taux directeur de -50 pbs à 7,5% depuis le 27 mars 2025) et face à des pratiques prudentielles de plus en plus assertives (loi sur les chèques sans provision induisant une baisse des intérêts perçus sur les crédits à taux fixes et un repli des commissions perçues sur les chèques télécompensés émis), les banques se sont rabattues sur les revenus de portefeuille pour doper leur croissance. Sur le S1 2025, les banques cotées ont dégagé un PNB agrégé de 3,6 milliards de dinars, en hausse de 4,4% par rapport à la même période de 2024.

Au 30 juin 2025, les revenus du portefeuille se sont envolés de 34% en moyenne pour les banques de la cote, atteignant un record 1,6 milliard de dinars, dépassant ainsi pour la première fois dans l'histoire moderne du secteur bancaire tunisien la marge d'intérêt. Les autres revenus représentent, désormais, près de 45% du PNB des banques cotées (contre une proposition de 35,1% au 30 juin 2024).

Pénalisée par un effet prix négatif (baisse du TMM) et par la stagnation des crédits, la marge d'intérêt agrégée s'est, quant à elle, mal comportée sur le premier semestre 2025. Elle s'est sensiblement pliée de -16,9%, en moyenne, à 1,3 milliard de dinars. Le poids de cette source de revenus, autrefois dominante dans la structure du PNB sectoriel, a, ainsi, perdu -9,3 points de pourcentage, pour s'établir à 36,2%, à fin juin 2025.

Les commissions nettes agrégées ont, pour leur part, affiché une performance en demi-teinte (+1%), s'établissant à 681,3 MDt.

Et l'évolution du stock du portefeuille-titres commercial et d'investissement du secteur coté sur le S1 2025 en dit long sur l'orientation accrue des banques vers les activités du portefeuille sur le S1 2025 (+35,8% à 34,2 milliards de dinars, à l'issue du S1 2025).

Le constat est sans appel : toutes les banques aussi bien les institutions publiques que les établissements privés montrent une croissance à deux chiffres de leurs encours de portefeuille-titres. Et même l'UIB, historiquement connue pour sa politique de placement « modérée » dans les emprunts d'État, a témoigné d'une hausse de son portefeuille-titres de 9,2%.

4. La productivité : une rentabilité d'exploitation grevée par des charges qui ne perdent pas de leur vigueur

En raison d'une croissance des frais généraux (+7,9% à 3,3 milliards de dinars) supérieure à celle du PNB, les banques cotées ont enregistré une dégradation générale de leur productivité, en 2024. Le coefficient d'exploitation moyen agrégé du secteur bancaire coté a signé une avancée de

« En raison d'une croissance des frais généraux (+7,9% à 3,3 milliards de dinars) supérieure à celle du PNB, les banques cotées ont enregistré une dégradation générale de leur productivité. »

PNB du secteur bancaire coté au 30.06.2025

(les variations sont indiquées du 30.06.2024 au 30.06.2025)

Chiffres en MDt	Marge d'intérêt	Variation
BIAT	285,5	-13,6%
BNA	84,2	-46,7%
ATTIJARI BANK	160,9	-12,1%
STB	80,4	-23,3%
BH	127,7	-29,3%
AMEN BANK	71,3	-25,8%
BT	140,7	-7,2%
UIB	142,2	-8,2%
UBCI	96,0	+9,8%
ATB	83,5	-14,1%
WIB	33,8	+17,7%
BTE	8,5	-14,6%
Secteur bancaire coté	1 314,7	-16,9%
↳ dont banques publiques*	292,3	-34,1%
↳ dont banques privées*	1 013,9	-10,2%

* Hors BTE, car elle est considérée comme une banque mixte.

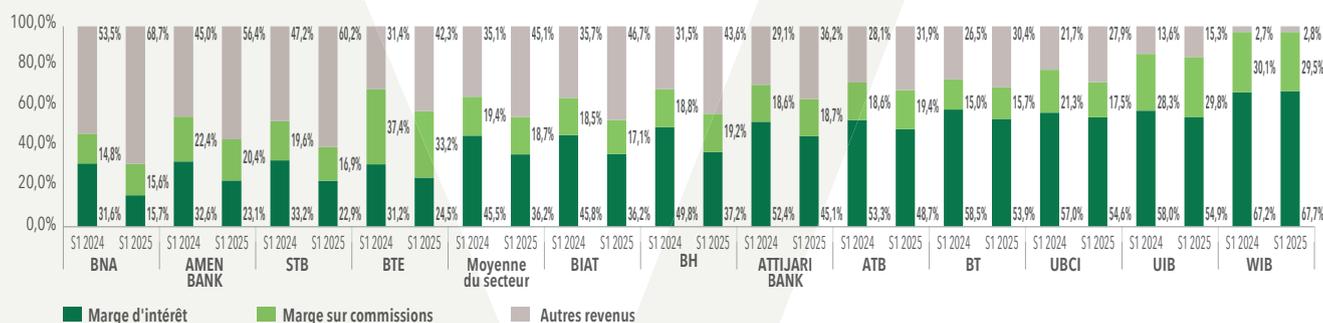
Portefeuille-titres commercial et d'investissement au 30.06.2025

Établissement	Portefeuille au 30.06.2025	Évolution sur une année glissante	Part de Marché
AMEN BANK	3 297,4	+21,7%	9,6%
ATB	1 271,9	+34,2%	3,7%
ATTIJARI BANK	2 430,8	+41,3%	7,1%
BH	3 668,6	+34,9%	10,7%
BIAT	6 830,7	+32,7%	20,0%
BNA	8 964,4	+40,0%	26,2%
BT	1 330,3	+14,8%	3,9%
BTE	294,5	+52,0%	0,9%
STB	4 587,2	+52,4%	13,4%
UBCI	921,3	+46,8%	2,7%
UIB	564,8	+9,2%	1,7%
WIB	52,8	+16,3%	0,2%
Secteur bancaire coté	34 214,8	+35,8%	
↳ Dont banques publiques*	17 220,3	+41,9%	50,3%
↳ Dont banques privées*	16 700,0	+29,7%	48,8%

* Hors BTE, car elle est considérée comme une banque mixte.

Sources : états financiers des banques cotées du S1 2025 et compilation de TUNISIE VALEURS.

Évolution de la structure du PNB des banques cotées (S1 2025 Vs S1 2024)



Sources : états financiers des banques cotées du S1 2025 et compilation de TUNISIE VALEURS.

Commissions nettes	Variation	Autres revenus	Variation	PNB	Variation	Part de marché
134,5	+0,5%	368,2	+42,8%	788,1	+9,1%	21,7%
83,6	+13,2%	369,2	+38,3%	537,0	+7,7%	14,8%
66,5	+2,6%	129,0	+26,9%	356,5	+2,0%	9,8%
59,2	-4,2%	210,8	+41,2%	350,4	+10,9%	9,6%
65,9	-3,2%	149,8	+31,3%	343,3	-5,3%	9,4%
62,9	-4,9%	173,8	+30,9%	308,0	+4,4%	8,5%
41,1	+6,0%	79,4	+15,6%	261,2	+0,8%	7,2%
77,3	+2,2%	39,6	+8,7%	259,1	-3,0%	7,1%
30,8	-5,9%	49,0	+47,2%	175,8	+14,6%	4,8%
33,2	-2,2%	54,6	+6,8%	171,3	-6,0%	4,7%
14,7	+14,6%	1,4	+20,5%	50,0	+16,8%	1,4%
11,6	-3,6%	14,7	+46,1%	34,8	+8,6%	1,0%
681,3	+1,0%	1 639,4	+34,0%	3 635,4	+4,4%	
208,7	+2,4%	729,7	+37,6%	1 230,7	+4,5%	
461,0	+0,5%	895,0	+31,1%	2 369,9	+4,3%	

Sources : états financiers des banques cotées du S1 2025 et compilation de TUNISIE VALEURS.

1,3 point de pourcentage à 46,5%, en 2024. Par ailleurs, le ratio de couverture de la masse salariale par les commissions nettes s'est détérioré pour l'ensemble du secteur bancaire coté, revenant de 67,8% en 2023 à 65,3% au terme de 2024.

À noter que la masse salariale du secteur bancaire coté s'est élargie de 8,8%, en 2024, à 2,1 milliards de dinars, en raison des augmentations salariales sectorielles. Les charges générales d'exploitation se sont, pour leur part, accrues de 7,5% à 961,8 MDt sur l'année écoulée. Cette hausse trouve notamment son origine dans l'évolution des cotisations au fonds de garanties des dépôts bancaires.

Rappelons que, selon l'autorité monétaire, le coefficient d'exploitation des banques résidentes cotées et non cotées s'est détérioré de 1,3 point de pourcentage pour s'établir à 46,2% en lien avec l'augmentation des charges opératoires (+8,6%) à un rythme plus soutenu que celui du PNB (+5,7%).

Certes, les banques publiques cotées jouissent aujourd'hui d'un meilleur coefficient d'exploitation que leurs pairs privés, mais il leur reste encore du chemin à parcourir pour converger

vers la norme sectorielle au niveau du ratio de couverture des salaires par les commissions.

En matière de coefficient d'exploitation 2024, le Top 5 des banques cotées les plus productives est le suivant : **BT** (32,3%), **BH BANK** (37,8%), **BNA** (39,8%), **AMEN BANK** (40%) et **BIAT** (44,9%). Ces banques font preuve de rigueur malgré les pressions inflationnistes.

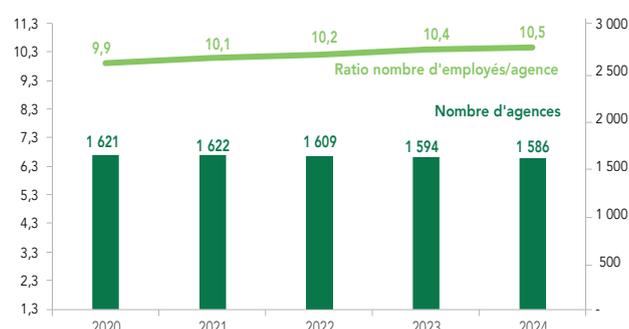
À l'autre extrémité du spectre, nous retrouvons les banques les moins productives de la cote : **BTE** (101,9%), **UBCI** (68,8%), **WIB** (66,1%) et **ATB** (63,9%). Alors que le coefficient d'exploitation élevé est une nouvelle donne pour **WIFAK BANK** du fait des investissements importants du démarrage et de l'ancrage commercial (expansion continue du portefeuille de la banque et développement du réseau d'agences), la sous-productivité est une carence de longue date pour la **BTE**, l'**UBCI** et l'**ATB**.

Dans un contexte inflationniste et face à la montée des revendications sociales, les banques cotées ont accusé une dégradation globale de leur productivité sur le S1 2025. La

Évolution des principaux indicateurs de productivité du secteur bancaire coté



Évolution du nombre d'agences et du nombre moyen d'employés par agence du secteur bancaire coté



Indicateurs de productivité du secteur bancaire coté

Ratios	Secteur bancaire	
	public*	privé*
Coefficient d'exploitation	42,7 %	47,7 %
Commissions/masse salariale	62,0 %	67,1 %
PNB/nombre d'agence (en MDt)	4,9	4,3
Total employés/nombre d'agences	11	10

* Hors BTE, car elle est considérée comme une banque mixte.

Sources : rapports annuels de gestion des banques cotées et compilation de TUNISIE VALEURS.

«[...] les banques publiques jouissent aujourd'hui d'un meilleur coefficient d'exploitation que leurs pairs privés, mais il leur reste encore du chemin à parcourir pour converger vers la norme sectorielle au niveau du ratio de couverture des salaires par les commissions.»

Productivité du secteur bancaire coté (2024)

Chiffres en MDt	Coefficient d'exploitation				Ratio commissions/masse salariale				Total agences (2024)	Effectifs (2024)
	2023	2024	Δ 2023-2024	2025e	2023	2024	Δ 2023-2024	2025e		
BT	32,1%	32,3%	≈	34,0%	74,8%	69,9%	▼	71,5%	126	1 082
BH	39,5%	37,8%	▼	41,5%	74,1%	76,4%	▲	72,1%	151	1 619
BNA	38,5%	39,8%	≈	39,8%	52,0%	57,8%	▲	61,2%	184	1 986
AMEN BANK	39,8%	40,0%	≈	40,4%	83,1%	80,1%	▼	73,2%	148	1 138
BIAT	40,4%	44,9%	▲	47,7%	85,5%	77,3%	▼	65,8%	205	2 415
ATTIJARI BANK	48,1%	47,9%	≈	52,8%	61,2%	54,2%	▼	51,1%	182	1 756
UIB	49,4%	50,5%	▲	57,4%	80,5%	75,4%	▼	71,0%	147	1 433
STB	48,9%	52,7%	▲	49,8%	58,5%	55,2%	▼	51,8%	151	1 745
ATB	64,7%	63,9%	▼	74,5%	57,3%	50,2%	▼	43,5%	111	1 387
WIB	71,7%	66,1%	▼	71,4%	73,2%	72,2%	▼	62,2%	48	484
UBCI	67,8%	68,8%	▲	65,0%	48,8%	50,3%	▲	44,7%	102	1 177
BTE	103,4%	101,9%	▼	98,4%	57,5%	57,3%	≈	53,8%	31	370
Secteur bancaire coté	45,2%	46,5%	▲	48,8%	67,8%	65,3%	▼	60,8%	1 586	16 592
↳, dont secteur public*	41,9%	42,7%	▲	43,2%	60,0%	62,0%	▲	61,1%	486	5 350
↳, dont secteur privé*	46,1%	47,7%	▲	51,0%	72,4%	67,1%	▼	60,8%	1 069	10 872

* Hors BTE, car elle est considérée comme une banque mixte.

Sources : rapports annuels de gestion des banques cotées, compilation et prévisions de TUNISIE VALEURS.

croissance du Top line s'est avérée insuffisante pour absorber l'élargissement des charges opératoires (+8,7% à 1,7 milliard de dinars) sur les six premiers mois de l'année en cours.

Partant de ce constat, le coefficient d'exploitation agrégé moyen du secteur bancaire coté a progressé de 1,9 point de pourcentage, se montant à 47,7% fin juin 2025 par rapport à son niveau une année plus tôt. Parallèlement, le ratio de couverture de la masse salariale par les commissions nettes s'est détérioré, passant 64,1%, fin juin 2024, à 59,6%, une année plus tard.

D'ici la fin 2025, les tendances précitées devraient se poursuivre. Le secteur bancaire devrait terminer l'année 2025 avec un coefficient d'exploitation prévisionnel de 48,8% et un ratio estimé de couverture de la facture salariale par les commissions de 60,8%.

5. La qualité du portefeuille : pénalisée par la hausse de la sinistralité chez les banques publiques

En 2024, le secteur bancaire coté a accusé une dégradation générale de sa qualité du portefeuille. La conjoncture difficile, le contexte de taux élevés et la dégradation de la qualité des créanciers ont engendré une hausse globale de la sinistralité chez les banques cotées.

Le taux des créances classées agrégé moyen du secteur bancaire coté s'est élargi de 1,1 point de pourcentage à 13,5%, selon nos estimations. Notons que le stock des créances

«Alors que le coefficient d'exploitation élevé est une nouvelle donne pour WIFAK BANK du fait des investissements importants du démarrage et de l'ancrage commercial, la sous-productivité est une carence de longue date pour la BTE, l'UBCI et l'ATB.»

classées agrégé des banques cotées a augmenté à vive allure (+12,6%) en 2024, battant un record de 15,5 milliards de dinars, selon nos estimations. Il est important aussi de rappeler que le trio des banques publiques concentre 63,4% du total de l'encours des créances non performantes du secteur bancaire coté, fin 2024.

Parallèlement, le taux de couverture des dites créances par les provisions et les agios réservés a diminué de -5,3 points de pourcentage à 58,3%; un constat à mettre en lien, en partie, avec l'impact des opérations de radiations et cessions de certaines créances compromises.

Selon l'autorité monétaire, les indicateurs du risque de crédit ont été impactés par la persistance des difficultés des

Coefficient d'exploitation

Établissement	30.06.2024	30.06.2025	Δ
AMEN BANK	38,0%	38,3%	≈
ATB	64,1%	75,2%	▲
ATTIJARI BANK	47,5%	52,2%	▲
BH	40,1%	42,7%	▲
BIAT	42,1%	45,0%	▲
BNA	37,2%	37,2%	≈
BT	33,0%	34,2%	▲
BTE	103,0%	97,1%	▼
STB	53,6%	50,1%	▼
UBCI	72,2%	65,9%	▼
UIB	50,8%	56,6%	▲
WIB	71,1%	76,2%	▲
Secteur bancaire coté	45,8%	47,7%	▲
↳ dont banques publiques*	42,5%	42,4%	≈
↳ dont banques privées*	46,7%	49,7%	▲

* Hors BTE, car elle est considérée comme une banque mixte.

Sources : états financiers du S1 2025 des banques cotées, calculs et compilation de TUNISIE VALEURS.

Ratio de couverture des salaires par les commissions nettes

Établissement	30.06.2024	30.06.2025	Δ
AMEN BANK	81,5%	74,5%	▼
ATB	48,2%	41,6%	▼
ATTIJARI BANK	53,5%	50,5%	▼
BH	71,2%	67,3%	▼
BIAT	77,6%	65,9%	▼
BNA	55,7%	59,0%	▲
BT	68,3%	69,8%	▲
BTE	57,2%	53,6%	▼
STB	53,5%	50,4%	▼
UBCI	48,2%	43,0%	▼
UIB	76,4%	72,0%	▼
WIB	67,1%	57,8%	▼
Secteur bancaire coté	64,1%	59,6%	▼
↳ dont banques publiques*	59,3%	58,5%	▼
↳ dont banques privées*	66,7%	60,4%	▼

* Hors BTE, car elle est considérée comme une banque mixte.

Sources : états financiers du S1 2025 des banques cotées, calculs et compilation de TUNISIE VALEURS.

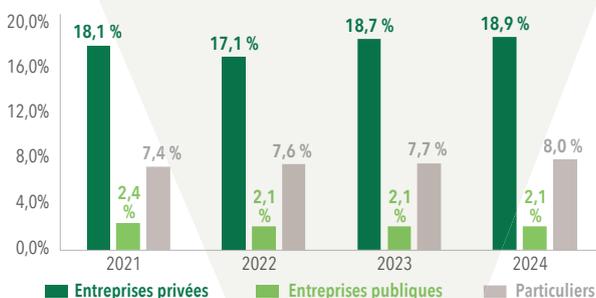
opérateurs économiques, notamment les PME, comme en témoigne la hausse de la part des créances classées dans le total des engagements à 14,1% à fin 2024 (contre 13,6% à fin 2023) et ce, en dépit de la hausse de l'encours des créances radiées, déclarées à la Centrale d'informations de la BCT, qui ont atteint 2,7 milliards de dinars en 2024 (contre 2,1 milliards de dinars en 2023). La répartition par type d'agent économique montre la poursuite de la hausse du taux des créances classées des entreprises privées pour atteindre 18,9% à fin 2024 contre 18,7% à fin 2023. Cette tendance haussière a concerné également les particuliers dont le taux de créances classées a atteint 8% contre 7,7% en 2023.

Toujours selon la BCT, en matière de couverture des risques, l'année 2024 a connu une légère baisse du taux de couverture des créances classées par les provisions pour s'établir à 51,4% contre 53% en 2023, et ce, en rapport avec la hausse du volume des créances classées. Par ailleurs, le secteur bancaire a consolidé l'enveloppe globale des provisions collectives pour atteindre près de 2 milliards de dinars, soit un taux de couverture de 1,7% des créances courantes et ce, à la faveur de la révision de la méthodologie de calcul des provisions collectives par la BCT.

Rappelons que la Banque centrale a publié, le 1^{er} mars 2022, la circulaire n° 2022-01 aux banques et établissements financiers, portant sur la prévention et la résolution des créances non performantes. Ladite circulaire prévoit, notamment, l'obligation pour les banques et les établissements financiers de :

1. Évaluer systématiquement et durant tout le cycle de vie de la créance, la viabilité de la situation des débiteurs à travers une analyse économique et financière se basant sur :
 - leurs états financiers certifiés des trois derniers exercices et sur les états financiers consolidés certifiés lorsqu'il s'agit de groupes d'affaires, et comporter au minimum l'analyse des deux indicateurs financiers suivants : le ratio de couverture des charges financières (EBITDA/Charges financières) et le ratio de levier (Dettes/EBITDA).
 - leurs plans d'affaires, les projections de cash flows, le niveau d'endettement global courant et l'appréciation de la solvabilité. Les plans d'affaires et les plans de trésorerie doivent être revus par un Expert-comptable inscrit au tableau de l'Ordre des Experts-Comptables pour les débiteurs ayant un engagement global auprès du système financier qui dépasse 25 MDt.

Répartition du taux des créances classées par type d'agent économique



Source : BCT.

«La conjoncture difficile, le contexte de taux élevés et la dégradation de la qualité des créanciers ont engendré une hausse globale de la sinistralité chez les banques cotées.»

2. Exiger un rapport annuel sur la gouvernance, l'activité, les performances, la liquidité, la solvabilité du débiteur et, le cas échéant, les relations entre les entités du groupe d'affaires pour les débiteurs relevant du secteur public ou privé (grands risques) ayant un engagement global auprès du secteur financier qui dépasse 100 MDt. Ce rapport doit être revu par un expert-comptable inscrit au tableau de l'Ordre en Tunisie.
3. Réduire la part des engagements bruts non performants, dans un horizon ne dépassant pas 5 ans à partir de l'année 2022, à une part inférieure à 7%, pour les engagements sur base individuelle, et 10% compte tenu des engagements cédés à leurs filiales de recouvrement.
4. Radier de leurs bilans, les créances classées 4 depuis 5 ans et plus qui satisfont aux conditions de radiation fixées par la législation fiscale en vigueur.

La circulaire BCT n° 2022-01 du 1^{er} mars 2022, constitue une véritable révolution dans la gestion des créances classées du secteur bancaire tunisien ; un dossier lourd, en souffrance depuis des années, et qui a longtemps freiné son essor, son développement et son accès à de nouvelles ressources de financement.

En 2024, le secteur bancaire coté a affiché une régression de son coût net du risque (-4,1% à 1,3 milliard de dinars), malgré le renforcement des exigences en matière de provisions collectives par la BCT, et ce, pour la cinquième année de suite. Cet ajustement s'est imposé pour renforcer la couverture des risques latents sur les créances courantes par des provisions et ce, d'une part, en préparation à l'adoption des normes IFRS par les banques et, d'autre part, pour faire face à la poursuite de la montée des risques en relation avec la dégradation de la situation du secteur réel et la sécheresse dont le pays a souffert sur les dernières années.

Par la circulaire BCT n° 2025-01 du 29 janvier 2025 relative à la division, la couverture des risques et le suivi des engagements, l'autorité monétaire renforce ses exigences en matière de provisions collectives pour la couverture du risque de crédit, et ce, pour l'exercice 2024 et les exercices ultérieurs. Cette circulaire vient abroger l'article 10 bis de la circulaire n° 91-24 du 17 décembre 1991, relative à la division, couverture des risques et suivi des engagements. Les principaux changements concernent notamment les majorations des taux de migration historiques moyens, ainsi que les taux de provisionnement standards qui déterminent le montant des provisions collectives sur les engagements courants (classe 0) et les engagements nécessitant un suivi particulier (classe 1). À noter que sur le plan fiscal, ces provisions collectives demeurent déductibles dans la limite de 1% du total de l'encours des engagements de l'année concernée.

Les provisions collectives ont été instaurées pour renforcer la couverture des engagements, dans la mesure où les règles de classification des créances adoptées à ce jour en Tunisie (circulaire BCT n° 91-24) demeurent statiques et ne favorisent pas l'anticipation de la couverture des risques. Ces provisions à caractère général grèvent la rentabilité nette des banques et des établissements financiers. Cependant, elles permettent le renforcement des fonds propres réglementaires, servant de base pour le calcul des ratios de solvabilité.

«En 2024, le secteur bancaire coté a affiché une régression de son coût net du risque (-4,1 % à 1,3 milliard de dinars), malgré le renforcement des exigences en matière de provisions collectives par la BCT, et ce pour la cinquième année de suite.»

Par ailleurs, elles représentent une opportunité pour se préparer à l'impact financier du premier passage aux normes IFRS (notamment la norme IFRS 9) dont la date butoir a été reportée sine die.

Notons, à cet effet, que les banques cotées ont alloué une enveloppe globale de 30,1 MDt en 2024 sous forme de dotations aux provisions collectives (contre une dotation

globale de 198,5 MDt constatée en 2023), portant le stock de provisions collectives totales du secteur bancaire coté à 1,7 milliard de dinars, à fin 2024.

Dans la continuité des dernières années, les banques publiques se positionnent, en 2024, moins favorablement par rapport à leurs consœurs privées à la fois au rayon du taux des créances classées et du taux de couverture. Alors que les banques privées ont manifesté une résistance salutaire au niveau de leur qualité des actifs, les banques publiques ont été rattrapées par les déboires de la conjoncture, voyant leur qualité du portefeuille se dégrader en 2024.

Outre la disparité secteur public/secteur privé, l'évolution de la qualité du portefeuille à l'échelle sectorielle masque d'énormes différences intrasectorielles entre les banques.

En conformité avec la circulaire BCT n° 2022-01 relative à la prévention et à la résolution des créances non performantes, la BT continue d'améliorer la qualité de ses actifs. Dans un environnement économique de plus en plus complexe, la banque déploie une vigilance constante face au risque de crédit. Cette approche proactive s'inscrit dans une culture de gestion des risques profondément ancrée dans ses pratiques au quotidien. Le taux des créances classées s'est inscrit en retrait de -0,5 point de pourcentage à 6,9%, sur l'année 2024 et le taux de couverture desdites créances par les provisions a augmenté de 1,6 point de pourcentage à 82,8%. Partant de ces constats, la BT est d'ores et déjà en conformité avec les objectifs de 2026 de la circulaire BCT n° 2022-01, plafonnant le taux de créances classées à 7% sur une base individuelle et à 10% sur une base consolidée. La banque affiche, de surcroît, le portefeuille de créances le mieux provisionné à l'échelle du secteur bancaire coté.

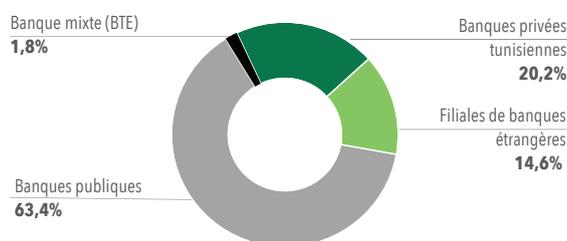
Créances classées du secteur bancaire coté

Ratios	Secteur bancaire			
	public*	2024		privé*
	2023	2024	2023	2024
Taux moyen estimé	18,5 %	21,7 %	8,0 %	7,9 %
Taux de couverture moyen estimé	57,9 %	50,2 %	72,9 %	72,8 %

* Hors BTE, car elle est considérée comme une banque mixte.

Sources : rapports annuels de gestion des banques cotées et compilation de TUNISIE VALEURS.

Répartition du stock des créances classées du secteur bancaire coté (2024)



Sources : rapports annuels de gestion des banques cotées et compilation de TUNISIE VALEURS.

«Les provisions collectives ont été instaurées pour renforcer la couverture des engagements, dans la mesure où les règles de classification des créances adoptées à ce jour en Tunisie (circulaire BCT n° 91-24) demeurent statiques et ne favorisent pas l'anticipation de la couverture des risques.»

L'**UBCI** continue à montrer l'exemple en matière de qualité du portefeuille avec un taux des créances classées inférieur à 7 % et un taux de couverture proche de 80 %. La banque confirme sa capacité à maîtriser ses risques.

L'**UIB** conserve son avantage comparatif en matière de qualité des actifs. Le taux des créances classées de la filiale du groupe SOCIÉTÉ GÉNÉRALE – quoiqu'en hausse de 1,4 point de pourcentage à 10,1% en 2024 – reste parmi les plus faibles du secteur bancaire coté. Par ailleurs, le taux de couverture des créances classées demeure appréciable. Il s'est monté à 74% à fin 2024 (soit une légère baisse de -2,1 points de pourcentage par rapport à 2023).

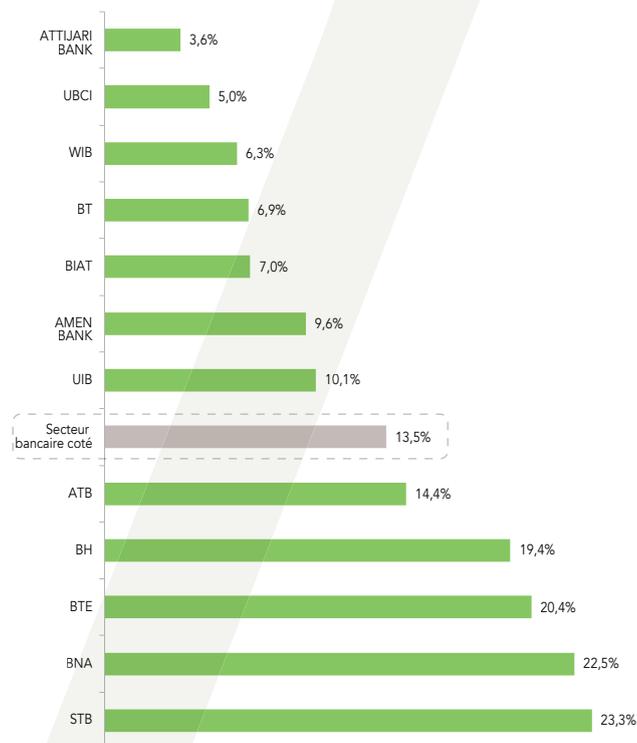
Nonobstant un environnement opérationnel exigeant et la détérioration du profil payeur de la clientèle bancaire en Tunisie sur les dernières années, **AMEN BANK** a affiché une amélioration de sa qualité du portefeuille dans le prolongement des exercices précédents. En 2024, le taux des créances classées s'est plié de -1,4 point de pourcentage à 9,6% et le taux de couverture desdites créances par les provisions s'est établi à un niveau appréciable de 73,3% (contre 74,6% en 2023). La baisse du taux de sinistralité affiché par la banque résulte de l'intensification des efforts de recouvrement. Elle porte aussi la marque d'une sélectivité accrue en matière de crédits et d'une culture du risque bien ancrée dans la maison. Elle traduit, également, la volonté du management du bras financier du groupe PGI de se conformer aux dispositions de la circulaire BCT n° 2022-01 du 1^{er} mars 2022 portant sur la prévention et la résolution des créances non performantes. Veillant à accompagner ses clients en leur offrant des solutions de paiement innovantes et sur mesure, AMEN BANK a lancé, en 2024, sa nouvelle carte *Tashil Plus*. Cette carte est conçue pour permettre aux clients de la banque de gérer au mieux leurs dépenses d'une manière souple et sécurisée selon le principe *Buy Now, Pay Later* et de les faire profiter d'un paiement échelonné de leurs achats et d'une gestion budgétaire sereine et adaptée à leurs besoins.

La **BIAT** continue à récolter les fruits de sa gestion prudente du portefeuille de crédits et d'une activité de recouvrement dynamique. Le taux des créances classées – quoiqu'en légère hausse de 0,2 point de pourcentage en 2024 à 7% – reste parmi les plus bas du secteur bancaire coté. La banque a, également, affiché une amélioration de son ratio de couverture des créances classées, qui a augmenté de 0,2 point pourcentage à 71,9% ; un niveau supérieur au seuil recommandé par la BCT (de 70%). Dans le prolongement de ses actions en faveur de la proximité client, la BIAT poursuit la modernisation de son réseau d'agences avec la généralisation du nouveau concept d'agences BIAT. Près de 60 agences ont déjà été modernisées depuis le début de l'année 2025, avec pour ambition d'offrir aux clients des espaces conviviaux, adaptés aux nouveaux usages et centrés sur le conseil et le digital.

Les banques publiques de la cote (la **BNA**, la **STB** et la **BH**) restent en deçà du secteur en matière de qualité du portefeuille en raison notamment d'une surexposition à des entreprises publiques en difficulté.

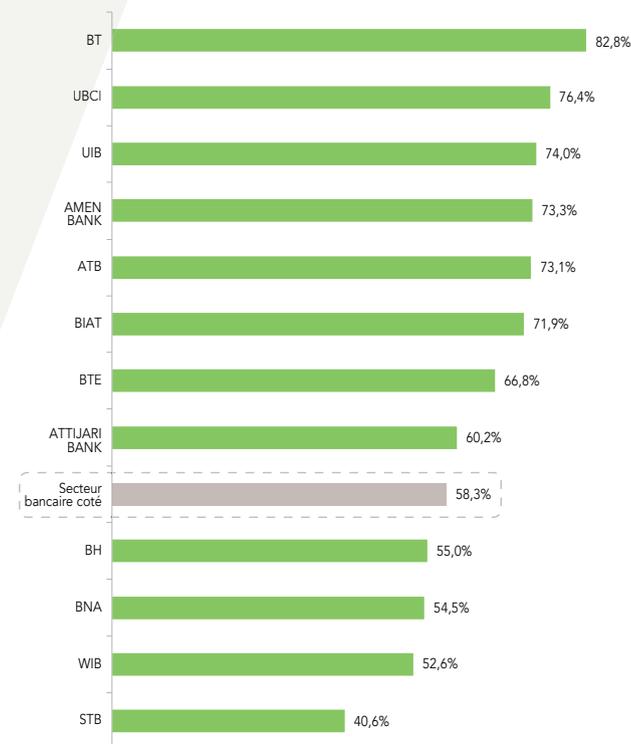
Sur le premier semestre 2025, le secteur bancaire coté a enregistré une hausse de son coût net du risque de 8,9% à 578,2 MDt. Nonobstant cela et au regard de la conjoncture difficile et de la hausse des risques d'impayés, nous pensons que l'année 2025 devrait s'inscrire sous le signe

Taux des créances classées du secteur bancaire coté (2024)



Sources : rapports annuels de gestion des banques cotées et compilation de TUNISIE VALEURS.

Taux de couverture des créances classées du secteur bancaire coté (2024)



Sources : rapports annuels de gestion des banques cotées et compilation de TUNISIE VALEURS.

de l'assainissement du bilan pour le secteur bancaire. Si l'enveloppe des dotations aux provisions sur les créances pour un établissement de crédit est fixée en fin d'exercice par l'institut d'émission, nous n'écartons pas, d'ici la clôture des comptes de 2025, l'institution de nouvelles modifications des règles de calcul des provisions collectives pour lisser davantage l'impact du premier passage aux normes IFRS.

«La BIAT continue à récolter les fruits de sa gestion prudente du portefeuille de crédits et d'une activité de recouvrement dynamique.»

6. La rentabilité : un retour sur fonds propres qui s'érode année après année

En 2024, le secteur bancaire coté a maintenu le cap de la croissance bénéficiaire, profitant de résultats dans le vert pour quasiment toutes les banques de la cote (hormis la **BTE**). Les bénéfices individuels du secteur ont progressé de 6%, atteignant un niveau record de 1,5 milliard de dinars.

C'est l'accalmie au niveau du coût net du risque qui a permis aux banques de contrebalancer la montée de la pression fiscale (hausse de la charge d'impôt sur les bénéfices de 6,1%, atteignant un record de 947,3 MDt, tenant compte de la contribution fiscale conjoncturelle au budget de l'État et de la cotisation sociale solidaire due au profit des caisses

de sécurité sociale), libérant ainsi un potentiel de croissance profitable pour le secteur.

Rappelons que les banques sont, désormais, soumises à un taux d'IS de 40% au lieu de 35% (en vertu de la loi de Finances 2025) et à une contribution sociale solidaire de 4% sur leurs bénéfices imposables, due au profit des caisses sociales, avec un minimum de 500 dinars, et cela pour les exercices comptables 2024 et 2025. Cette nouvelle imposition s'ajoute à la contribution conjoncturelle de 4% due au profit du budget de l'État. Il découle de ce qui précède que le taux d'imposition effectif du secteur bancaire en Tunisie est désormais porté à 48% pour l'exercice 2024 et à 44% pour l'exercice 2025.

Selon la BCT, l'année 2024 s'est soldée par un résultat net sectoriel de 1,6 milliard de dinars pour les banques résidentes (cotées et non cotées); soit une augmentation de 11,9%.

Toutes les banques bénéficiaires de la cote ont enregistré une amélioration de leurs résultats nets individuels, en 2024, à l'exception de la **BH BANK** (-49,7% à 70,4 MDt), et de l'**UIB** (-32,3% à 85,7 MDt). La flambée du coût du risque a tiré vers le bas la rentabilité nette de ces deux banques.

Pour la **BH BANK**, les dotations aux provisions sur les créances ont plus que doublé, passant de 159,9 MDt en 2023 à 349,6 MDt en 2024, s'établissant ainsi à un niveau inédit. Signalons, à cet effet, que la banque a engagé des efforts supplémentaires de provisionnement à la suite d'un encours d'engagements douteux d'une valeur totale de 450 MDt d'un groupe d'affaires actif dans le secteur oléicole.

Dotations aux provisions sur les créances (en MDt)

Établissement	30.06.2024	30.06.2025	Δ
AMEN BANK	48,2	52,2	+8,2%
ATB	34,8	32,7	-6,0%
ATTIJARI BANK	15,2	13,2	-12,9%
BH	91,8	103,7	+13,0%
BIAT	25,1	47,1	+87,4%
BNA	115,7	92,4	-20,2%
BT	29,5	33,8	+14,5%
BTE	10,7	6,4	-40,0%
STB	114,6	155,4	+35,6%
UBCI	5,4	6,1	+11,3%
UIB	32,5	27,2	-16,1%
WIB	7,2	8,0	+10,6%
Secteur bancaire coté	530,8	578,2	+8,9%
↳ dont banques publiques*	322,1	351,5	+9,1%
↳ dont banques privées*	198,0	220,3	+11,3%

* Hors BTE, car elle est considérée comme une banque mixte.

Sources : états financiers du S1 2025 des banques cotées et compilation de TUNISIE VALEURS.

Il en était de même pour l'UIB. Il semblerait que la conjoncture économique difficile ait rejailli sur le coût du risque de la filiale du groupe SOCIÉTÉ GÉNÉRALE. L'UIB a accusé une flambée de ses dotations aux provisions de 47,1% à 71,2 MDt dont :

1. Une dotation aux provisions sur les créances de 54,2 MDt en hausse de 15,3% par rapport à 2023. À noter que, malgré la modification des paramètres de calcul des provisions collectives par la BCT au titre de l'exercice 2024 et des exercices ultérieurs (circulaire BCT n° 2025-01 du 29 janvier 2025), la banque n'a pas constaté de dotations à ces provisions à caractère général en 2024. Le stock desdites provisions est, ainsi, maintenu inchangé par rapport à 2023, s'établissant à 90,9 MDt dans les comptes de l'UIB.
2. Une dotation aux provisions pour risques et charges de 17 MDt en nette augmentation par rapport à 2023 (elle était de 1,4 MDt seulement en 2023). Et les raisons expliquant ce sursaut sont, à notre avis, au nombre de deux :
 - i. La banque a fait l'objet d'un contrôle social, couvrant la période allant du 1^{er} janvier 2019 au 31 décembre 2021, dont les derniers résultats ont été notifiés le 23 janvier 2023, réclamant à la banque un complément de contribution sociale à hauteur de 7,4 MDt, dont 2,1 MDt de pénalités. Faisant suite à ces redressements, la banque a contesté certains chefs de redressement évoqués par

les services de contrôle de la CNSS. En décembre 2023, la CNSS avait pratiqué une saisie-arrêt sur le compte de l'UIB ouvert chez la BCT d'un montant de 5,3 MDt, qui a été par la suite annulée par un jugement rendu le 6 mars 2024. Au cours des mois d'août et d'octobre 2024, la banque a reçu 15 autres états de liquidation pour un montant total de 5,3 MDt, que la banque n'a pas accepté, et une deuxième action en justice a été lancée. En date du 30 janvier 2025, la CNSS a pratiqué une saisie-arrêt d'un montant de 4,6 MDt ce qui a donné lieu à un complément de provision de 2,3 MDt, impactant le résultat de l'exercice 2024. Au 31 décembre 2024, la provision pour risques constituée à ce titre par la banque est de 4,6 MDt.

- ii. En vertu d'un jugement rendu le 29 mai 2024, le Conseil de la Concurrence a jugé que le processus de traitement ayant trait aux intérêts intercalaires au titre du report d'échéances durant la période de la COVID-19 est contraire aux dispositions de la loi relative à la concurrence et aux prix. Il a condamné, à ce titre, l'UIB au paiement d'une amende de l'ordre de 9 MDt. Ce jugement n'a pas été assorti d'exécution provisoire. Le recours en appel sera donc suspensif d'exécution. Et le risque ne peut être cerné de manière précise à ce stade, précisent les commissaires aux comptes de la banque.

Rentabilité nette du secteur bancaire coté

Chiffres en MDt	Résultat net individuel					Résultat net part de groupe				
	2023	2024	Variation 2023-2024	2025e	Variation 2024-2025e	2023	2024	Variation 2023-2024	2025e	Variation 2024-2025e
AMEN BANK	194,9	230,0	+18,0%	218,5	-5,0%	216,5	243,5	+12,5%	247,1	+1,5%
ATB	-9,4	10,2	-	-6,9	-	-0,2	31,3	-	19,7	-37,2%
ATTIJARI BANK	212,0	232,4	+9,6%	204,2	-12,1%	225,9	239,7	+6,1%	211,8	-11,6%
BH	140,0	70,4	-49,7%	89,8	+27,5%	143,0	71,0	-50,3%	91,6	+29,0%
BIAT	331,4	357,8	+7,9%	376,1	+5,1%	358,6	379,4	+5,8%	398,8	+5,1%
BNA	190,0	213,6	+12,4%	238,2	+11,5%	212,0	210,9	-0,5%	244,2	+15,8%
BT	170,3	188,4	+10,6%	179,3	-4,8%	182,3	199,4	+9,4%	190,9	-4,3%
BTE	-36,3	-27,9	-	-20,2	-27,8%	-37,9	-30,2	-	-22,3	-26,0%
STB	23,3	63,7	+173,1%	12,8	-79,8%	86,0	102,3	+18,9%	52,7	-48,5%
UBCI	52,9	54,1	+2,2%	61,0	+12,8%	53,4	55,0	+3,0%	62,0	+12,7%
UIB	126,6	85,7	-32,3%	77,4	-9,7%	125,0	71,9	-42,5%	66,3	-7,7%
WIB	7,5	9,2	+23,7%	8,6	-7,0%	9,0	10,1	+12,5%	9,5	-5,9%
Secteur bancaire coté	1 403,3	1 487,5	+6,0%	1 439,0	-3,3%	1 573,7	1 584,4	+0,7%	1 572,3	-0,8%
↳ dont secteur public*	353,3	347,7	-1,6%	340,9	-2,0%	441,1	384,3	-12,9%	388,5	+1,1%
↳ dont secteur privé*	1 086,3	1 167,8	+7,5%	1 118,3	-4,2%	1 170,5	1 230,4	+5,1%	1 206,2	-2,0%

* Hors BTE, car elle est considérée comme une banque mixte.

Sources : états financiers des banques cotées, compilation et prévisions de TUNISIE VALEURS.

Charges fiscales (en MDt)

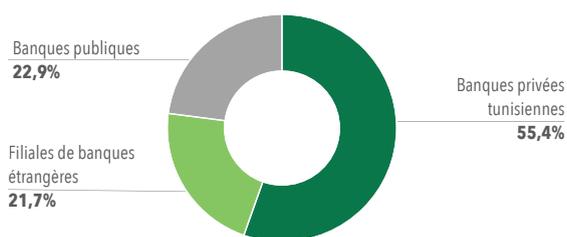
Établissement	31.12.2023	31.12.2024	Δ
AMEN BANK	33,5	27,0	-19,6%
ATB	1,6	8,1	-
ATTIJARI BANK	111,7	117,3	+5,0%
BH	108,8	45,4	-58,3%
BIAT	259,3	309,1	+19,2%
BNA	108,9	132,5	+21,7%
BT	87,9	118,4	+34,8%
BTE	0,3	0,3	+5,9%
STB	62,4	37,8	-39,4%
UBCI	30,0	37,0	+23,5%
UIB	87,7	109,3	+24,7%
WIB	0,4	5,0	-
Secteur bancaire coté	892,5	947,3	+6,1%
↳ dont secteur public*	280,1	215,7	-23,0%
↳ dont secteur privé*	612,1	731,3	+19,5%

* Hors BTE, car elle est considérée comme une banque mixte.

Sources : états financiers des banques cotées et compilation de TUNISIE VALEURS.

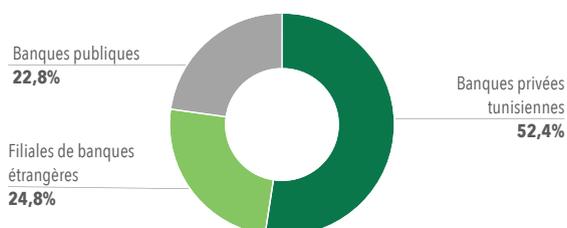
« Malgré la bonne croissance des résultats nets des banques mères, les bénéfices nets part du groupe des groupes bancaires cotés ont affiché une progression timide de 0,7% à 1,6 milliard de dinars. »

Répartition de la masse bénéficiaire individuelle du secteur bancaire coté (2024)



Sources : états financiers des banques cotées et compilation de TUNISIE VALEURS.

Répartition des charges fiscales agrégées du secteur bancaire coté (2024)



Sources : états financiers des banques cotées et compilation de TUNISIE VALEURS.

Malgré la bonne croissance des résultats nets des banques mères, les bénéfices nets part du groupe des groupes bancaires cotés ont affiché une progression timide de 0,7% à 1,6 milliard de dinars.

Dans le prolongement des années passées, la rentabilité financière du secteur bancaire coté poursuit sa trajectoire baissière. En effet, le ROE consolidé agrégé des banques cotées s'est monté à 11,3% à l'issue de l'exercice 2024 (contre un ratio de 12,7% une année plus tôt).

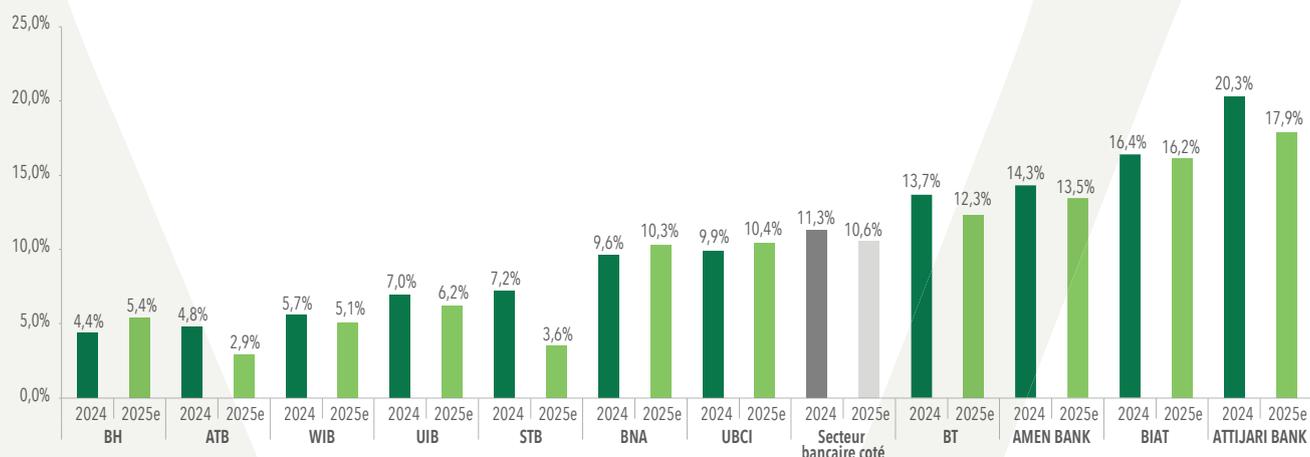
D'ailleurs, selon la BCT, le ROE moyen du secteur bancaire résident (coté et non coté) s'élève à 11,4% fin 2024, contre 10,8% une année plus tôt.

Les banques privées continuent de surclasser leurs consœurs publiques en matière de rentabilité des capitaux propres, et ce, en dépit des programmes de restructuration et de relance commerciale suivis depuis 2015 dans les établissements publics. En 2024, le ROE consolidé moyen du secteur privé coté ressort à 13,6% contre un taux moyen de 7,4% pour le secteur public coté.

ATTIJARI BANK et **BIAT** restent les références du secteur sur le plan de la rentabilité financière. Leur profil de croissance supérieur à la concurrence et leur capacité à concilier les objectifs de rentabilité, de rigueur et de discipline prudentielle leur valent d'afficher un ROE respectif de 20,3% et de 16,4%, en 2024.

Grâce à la bonne orientation de l'activité d'exploitation et à la baisse du coût du risque, la rentabilité nette d'**AMEN BANK** a absorbé l'impact du tour de vis fiscal opéré par les autorités au titre de la loi de Finances 2025 sur les banques en 2024 (relèvement du taux d'IS pour les banques de 35% à 40% et instauration d'une contribution conjoncturelle au budget de l'État de 4% aux côtés de la contribution sociale de solidarité et dont le montant s'est élevé à 2,4 MDt). Le bras financier du

ROE consolidé par banque* (2024 et 2025e)



* Hormis BTE, dont le ROE est négatif en 2024 et en 2025e (selon nos estimations).

Sources : états financiers consolidés des banques cotées, compilation et prévisions de TUNISIE VALEURS.

groupe PGI a, in fine, dégagé un Bottom line de 230 MDt (soit une croissance solide de 18% par rapport à 2023); un niveau record jamais atteint par la banque. Le constat est d'autant plus réjouissant au niveau consolidé. Le résultat net part du groupe d'AMEN BANK s'est monté à 243,5 MDt, soit une progression remarquable 12,5% par rapport à 2024. Le groupe AMEN BANK devient, ainsi, la deuxième capacité bénéficiaire du secteur bancaire privé tunisien après la BIAT, reléguant ainsi le groupe ATTIJARI BANK à la troisième place. Avec un ROE consolidé de 14,3% à fin 2024, AMEN BANK consolide sa

«ATTIJARI BANK et BIAT restent les références du secteur sur le plan de la rentabilité financière. Leur profil de croissance supérieur à la concurrence et leur capacité à concilier les objectifs de rentabilité, de rigueur et de discipline prudentielle leur valent d'afficher un ROE respectif de 20,3% et de 16,4%, en 2024.»

Résultats nets individuels (en MDt)

Établissement	30.06.2024	30.06.2025	Δ
AMEN BANK	124,6	130,9	+5,0%
ATB	12,4	2,6	-79,3%
ATTIJARI BANK	120,4	116,2	-3,5%
BH	77,6	54,4	-29,9%
BIAT	219,7	246,1	+12,0%
BNA	91,8	137,3	+49,6%
BT	81,2	85,0	+4,7%
BTE	-11,3	-5,5	-
STB	-4,4	22,3	-
UBCI	23,1	27,4	+18,4%
UIB	33,3	49,0	+47,4%
WIB	2,6	2,2	-17,3%
Secteur bancaire coté	771,0	867,9	+12,6%
↳ dont banques publiques*	165,0	214,0	+29,7%
↳ dont banques privées*	617,4	659,3	+6,8%

* Hors BTE, car elle est considérée comme une banque mixte.

Sources : états financiers du S1 2025 des banques cotées et compilation de TUNISIE VALEURS.

rentabilité financière et confirme son statut de troisième banque la plus rentable à l'échelle du secteur bancaire coté après ATTIJARI BANK et la BIAT (sur le plan du ROE).

La bonne dynamique de l'activité d'exploitation et l'allègement du coût du risque ont permis à la BT d'absorber l'alourdissement de la pression fiscale (+34,8% à 118,4 MDt au niveau des impôts sur les bénéfices compte tenu de la contribution conjoncturelle au budget de l'État et de la charge de la cotisation sociale de solidarité due au profit des caisses de sécurité sociale) et de maintenir son élan de croissance bénéficiaire. En effet, la banque a dégagé à l'issue de l'exercice 2024 des bénéfices de 188,4 MDt, en progression de 10,6% par rapport à 2023; un niveau record pour la BT. Les réalisations consolidées du groupe BT ont été, également, satisfaisantes. Profitant de la bonne performance globale de ses filiales, la BT a vu son résultat net part du groupe augmenter de 9,4%, tutoyant les 200 MDt. Avec un ROE consolidé de 13,7%, la BT se classe parmi les banques les plus rentables.

Sur le premier semestre de 2025, le secteur bancaire coté a réalisé un bénéfice net individuel agrégé de 867,9 MDt, soit une hausse de 12,6% par rapport à la première moitié de 2024. Une performance qui a été substantiellement aidée par la baisse de la charge de l'IS.

Sur l'année pleine 2025, nous tablons sur une régression de la masse bénéficiaire du secteur bancaire coté de -3,3% à 1,4 milliard de dinars sous l'hypothèse d'un coût net du risque agrégé du secteur de 1,3 milliard de dinars. Quant au résultat net part du groupe agrégé des banques cotées, il devrait, selon nos estimations, marquer le pas à 1,6 milliard de dinars. Le ROE moyen agrégé du secteur coté devrait, ainsi, se monter à 10,6% au titre de l'exercice 2025.

7. La solvabilité : une assise financière renforcée grâce à l'encadrement des dividendes par la BCT

Le secteur bancaire coté a affiché une consolidation générale de sa solvabilité en 2024. En réalité, le secteur a profité de la jonction de plusieurs facteurs favorables :

- Le ralentissement sensible de la production, impliquant une décélération de la croissance des actifs pondérés par les risques;
- Le niveau appréciable des provisions constituées et la politique de maîtrise des risques mise en place par le management des banques cotées;
- Les conditions de distribution des dividendes au titre des bénéfices des exercices 2021, 2022 et 2023 imposées par la Banque centrale pour renforcer la capacité de résilience du système bancaire face à la crise de la COVID-19, aux difficultés économiques et aux conséquences des tensions géopolitiques, et à une montée éventuelle des risques et aux nouvelles exigences prudentielles envisagées dans le cadre de la convergence vers les standards internationaux (Bâle III et IFRS) (conformément aux notes BCT n°s 2022-11 et 2023-10 et à la circulaire BCT n° 2024-04 du 8 février 2024).

Selon la BCT, pour l'ensemble du secteur bancaire (les banques résidentes cotées et non cotées), les ratios de solvabilité et Tier 1 ont enregistré une amélioration pour atteindre

respectivement 14,5% et 11,9% à fin 2024 contre 14,2% et 11,3% à fin 2023 avec une structure des fonds propres dominée par les fonds propres de base à hauteur de 81,9%.

Le renforcement de la solvabilité affiché sur les dernières années a valu au secteur de confirmer sa capacité à distribuer des dividendes au titre de l'exercice 2024, et ce, conformément à l'autorisation conditionnée de la BCT accordée aux banques et aux établissements financiers dans la circulaire BCT n° 2025-02 du 29 janvier 2025⁷.

Au titre de l'exercice 2024, le secteur bancaire coté a distribué une enveloppe de dividendes de 802 MDt, en hausse de 8,7% par rapport à l'exercice 2023 et un payout agrégé moyen de 53,9%.

En 2024, toutes les banques cotées ont affiché un ratio de solvabilité globale supérieur à l'exigence réglementaire de 10%, à l'exception de la BTE. Malgré l'injection de fonds propres opérée, en septembre 2024 (une levée de 18,7 MDt au prix unitaire de 20,000 Dt), les ratios de solvabilité de la banque mixte sont négatifs (un ratio de solvabilité globale et Tier 1 de -0,3%).

L'augmentation de capital réalisée avec succès en 2019 (pour un montant de 338 MDt dont une levée de 167 MDt) et le renforcement de la capacité bénéficiaire dû à la bonne orientation de l'activité d'exploitation et aux plus-values sur la cession de la participation dans la SFBT (des plus-values de 331,8 MDt réalisées sur la période 2015-2019) ont sensiblement consolidé la solvabilité de la BNA. Les ratios de

7 Considérant :

- Que les banques et les établissements financiers doivent poursuivre des politiques de distribution de dividendes prudentes afin de conserver et consolider des coussins de fonds propres au-dessus des niveaux minimums réglementaires;
- La persistance de la conjoncture économique difficile et ses répercussions sur les entreprises et les particuliers;
- Et les impératifs du processus de convergence vers les standards bâlois et les normes IFRS.

La distribution des dividendes au titre de l'exercice 2024, par les banques et les établissements financiers, s'effectue dans les conditions suivantes :

- Dans la limite de 35% du bénéfice de l'exercice 2024 pour les banques et les établissements financiers présentant des ratios de solvabilité et Tier 1 arrêtés à fin 2024, après déduction des dividendes à verser, qui dépassent les niveaux minimums réglementaires de 2,5% au moins;
- Sans limite et après accord préalable de la BCT, pour les banques et les établissements financiers, présentant des ratios de solvabilité et Tier 1 arrêtés à fin 2024, après déduction des dividendes à verser, qui dépassent les niveaux minimums réglementaires respectivement de 2,5% et 3,5% au moins. Pour rappel, les minimums réglementaires sont précisés par la circulaire aux banques et aux établissements financiers n° 2018-06 relative aux normes d'adéquation des fonds propres, comme suit :
 - 10% pour le ratio de solvabilité globale;
 - 7% pour le ratio de solvabilité Tier 1.

Sans préjudice des conditions prévues par la circulaire BCT n° 2025-02, l'accord préalable de la BCT est requis pour toute distribution de dividendes par les banques et les établissements financiers :

- Ne respectant pas, à fin 2024, les normes prudentielles d'adéquation des fonds propres prévues par les articles 50, 51 et 52 de la circulaire n° 2018-06 susvisée;
- Dont l'opinion des commissaires aux comptes relative à leurs états financiers de l'exercice clos le 31 décembre 2024 comporte des réserves et/ou des paragraphes d'observation.

Ratio de solvabilité globale

Établissement	2023	2024	Δ
BNA	21,5%	23,9%	▲
BT	17,0%	17,1%	▼
AMEN BANK	17,3%	16,2%	▼
UIB	14,4%	15,6%	▲
BIAT	15,8%	15,4%	▼
STB	13,6%	15,2%	▲
BH	15,4%	14,6%	▼
ATTIJARI BANK	12,9%	12,8%	▼
UBCI	12,7%	12,5%	▼
WIB	13,4%	11,8%	▼
ATB	10,9%	10,5%	▼
BTE	0,8%	-0,3%	▼

Sources : rapports annuels de gestion des banques cotées et prévisions de TUNISIE VALEURS.

Ratio de solvabilité Tier 1

Établissement	2023	2024	Δ
BNA	17,8%	20,7%	▲
UIB	12,7%	14,0%	▲
BH	13,0%	12,5%	▼
AMEN BANK	12,1%	12,2%	▲
STB	10,2%	11,9%	▲
ATTIJARI BANK	11,0%	11,2%	▲
BIAT	10,5%	10,6%	▲
WIB	11,0%	9,7%	▼
BTE	0,4%	-0,3%	▼
BT	15,9%	NC	-
UBCI	11,7%	NC	-
ATB	NC	NC	-

Sources : rapports annuels de gestion des banques cotées et prévisions de TUNISIE VALEURS.

Lever financier

Chiffres en MDt	Fonds propres avant affectation			Lever financier (Fonds propres/Total actifs)		
	2023	2024	Variation	2023	2024	Variation
AMEN BANK	1 442,3	1 574,0	+9,1%	13,1%	13,3%	▲
ATB	557,4	567,7	+1,8%	7,3%	6,8%	▼
ATTIJARI BANK	1 058,6	1 107,8	+4,6%	9,1%	9,1%	≈
BH	1 333,4	1 352,1	+1,4%	9,9%	9,3%	▼
BIAT	2 082,1	2 226,4	+6,9%	9,1%	8,9%	▼
BNA	2 004,3	2 161,6	+7,8%	9,8%	9,6%	▼
BT	1 301,3	1 411,4	+8,5%	16,9%	16,3%	▼
BTE	48,8	38,9	-20,2%	3,4%	2,5%	▼
STB	1 220,6	1 283,2	+5,1%	8,4%	8,6%	▲
UBCI	519,3	548,4	+5,6%	11,4%	10,6%	▼
UIB	949,8	1 006,5	+6,0%	12,4%	12,2%	▼
WIB	167,7	177,4	+5,8%	11,5%	10,3%	▼
Secteur bancaire coté	12 685,6	13 455,3	+6,1%	10,2%	10,0%	▼
↳, dont secteur public*	4 558,3	4 796,9	+5,2%	9,4%	9,2%	▼
↳, dont secteur privé*	8 078,6	8 619,5	+6,7%	10,8%	10,6%	▼

* Hors BTE, car elle est considérée comme une banque mixte.

Sources : états financiers des banques cotées et compilation de TUNISIE VALEURS.

Dividendes distribués

	Au titre de l'exercice 2023			Au titre de l'exercice 2024			Variation 2023-2024
	En MDt	Dividende par action en Dt	Payout (2023)	En MDt	Dividende par action en Dt	Payout (2024)	
AMEN BANK	97,5	3,220	50,0%	115,2	3,300	50,1%	▲
ATB	-	-	0,0%	-	-	0,0%	-
ATTIJARI BANK	183,3	4,500	86,5%	210,0	5,000	90,4%	▲
BH	52,4	1,100	37,4%	19,0	0,400	27,0%	▼
BIAT	214,2	6,000	64,6%	244,8	6,000	68,4%	▲
BNA	57,6	0,900	30,3%	64,0	1,000	30,0%	▲
BT	78,3	0,290	46,0%	94,5	0,350	50,2%	▲
BTE	-	-	0,0%	-	-	0,0%	-
STB	-	-	0,0%	-	-	0,0%	-
UBCI	25,0	1,250	47,2%	25,0	1,250	46,2%	-
UIB	29,4	0,850	23,2%	29,4	0,850	34,3%	-
WIB	-	-	0,0%	-	-	0,0%	-
Secteur bancaire coté	737,6	-	51,9%	802,0	-	53,9%	▲
↳ dont secteur public*	110,0	-	29,5%	83,0	-	23,9%	▼
↳ dont secteur privé*	627,7	-	57,8%	718,9	-	61,6%	▲

* Hors BTE, car elle est considérée comme une banque mixte.

Sources : états financiers et AGO des banques cotées, et compilation de TUNISIE VALEURS.

«L'augmentation de capital opérée avec succès en 2019 et le renforcement de la capacité bénéficiaire dû à la bonne orientation de l'activité d'exploitation et aux plus-values sur la cession de la participation dans la SFBT ont sensiblement consolidé la solvabilité de la BNA.»

solvabilité globale et Tier 1 ressortent, en 2024, respectivement à 23,9% et à 20,7%, soit des niveaux historiquement élevés pour la banque, qui dépassent le double de l'exigence réglementaire. La BNA dispose, ainsi, d'une bonne marge de manœuvre pour revigorer sa croissance et repartir à la quête de parts de marché dans les prochaines années. À noter, également, que la BNA a réussi, depuis 2023, à intégrer le club restreint des banques avec des capitaux propres supérieurs à 2 milliards de dinars.

Les résultats de bonne facture de 2024 et la politique prudente de sélection des risques se sont fait ressentir sur la solvabilité d'AMEN BANK qui reste dans les standards les plus élevés du secteur coté. Le ratio Tier 1 et le ratio de solvabilité globale se sont respectivement établis à 12,2% et à 16,2% à fin 2024 contre des minima réglementaires de 7% et de 10%. Les niveaux de solvabilité confortables ont permis à AMEN BANK de se conformer aux dispositions de la circulaire BCT n° 2025-02 du 29 janvier 2025, régissant la distribution des dividendes au titre de l'exercice 2024 par les banques et les établissements financiers, et de distribuer un dividende par action de 3 300 Dt au titre de l'exercice 2024 (soit un payout de 50,1% et contre un dividende par action de 3,220 Dt versé au titre de l'exercice 2023).

Vu le renforcement de la capacité bénéficiaire, le niveau appréciable des provisions constituées et l'efficacité de la politique de maîtrise des risques, le ratio de solvabilité globale de la BT a atteint au 31 décembre 2024 un niveau de 17,1%, contre 17% au 31 décembre 2023 et ce, pour un minimum réglementaire exigé de 10% en application des nouvelles dispositions de la circulaire BCT n° 2018-06 du 5 juin 2018 qui stipule des exigences en fonds propres en matière de risque de crédit et risque de contrepartie sur les instruments dérivés, risque opérationnel et risque de marché. Confortée par son assise financière solide et les bons résultats de 2024, la BT a décidé de relever les dividendes à distribuer au titre de l'exercice 2024 de 20,7% comparativement à l'exercice 2023. En effet, l'AGO du 29 avril 2025 a approuvé la distribution d'un dividende de 0,350 Dt par action, au titre de l'exercice 2024 (soit un payout de 50,2%).

La BIAT a pu consolider ses niveaux de solvabilité en 2024. Nonobstant la politique généreuse de dividendes adoptée sur les dernières années, la banque a maintenu son ratio de solvabilité Tier 1 stable à 10,6%, fin 2024. Ceci témoigne d'une bonne résilience de la BIAT face aux risques majeurs et d'une solidité financière confirmée.

En 2025, et malgré la baisse anticipée de la capacité bénéficiaire agrégée du secteur, nous nous attendons à ce que les banques maintiennent leur solvabilité à ses niveaux de 2024 et ce, pour deux principales raisons :

- La persistance de la faiblesse de la dynamique du crédit ;
- La poursuite du retour de l'épargne vers le marché obligataire permettant aux banques de lever des quasi-fonds propres en cas de besoin.

Par ailleurs, pour renforcer la capacité de résilience des banques face aux difficultés conjoncturelles en Tunisie, et

« Nonobstant la politique généreuse de dividendes adoptée sur les dernières années, la BIAT maintient des ratios de solvabilité robustes. »

considérant la nécessité de couvrir de façon progressive et proactive les besoins en fonds propres en relation avec l'application projetée des standards bâlois et des normes IFRS, nous n'écarterons pas la possibilité que l'autorité monétaire pourrait imposer de nouvelles restrictions sur la distribution des dividendes du secteur au titre de l'exercice 2025.

Il est probable que l'affectation de crédits d'au moins huit pour cent des bénéfices de l'exercice comptable précédent pour la création de lignes de financement de microcrédits honorifiques à court terme ne dépassant pas deux ans, avec des conditions facilitées sans intérêts ni garanties en vertu de la loi n° 41-2024 relative aux chèques sans provision puisse impacter négativement la solvabilité du secteur et sa capacité à distribuer des dividendes (-8 points de pourcentage, au minimum, au niveau du payout ratio).

Rappelons que, dans le cadre du plan stratégique de la BCT, visant à se conformer aux normes internationales IFRS et à parachever le processus de convergence vers les standards bâlois, la BCT a publié la circulaire n° 2023-05. Cette dernière instaure un cadre de supervision sur base consolidée des groupes bancaires et financiers opérant en Tunisie. Elle vise à renforcer la stabilité du système financier en permettant une évaluation globale et cohérente des risques encourus à l'échelle du groupe, en incluant les filiales, participations et entités associées, même à l'étranger. La circulaire définit le cadre de référence pour l'élaboration des normes d'adéquation des fonds propres et des normes de liquidité sur base consolidée à travers la définition du périmètre prudentiel de consolidation et la détermination des méthodes de consolidation sous périmètre prudentiel.

Notons que la BCT a, depuis 2021, mis les jalons pour le passage à une supervision sur base consolidée par l'édiction de principes de gouvernance au sein des groupes bancaires dans le cadre de la circulaire n° 2021-05 relative au cadre de gouvernance des banques et des établissements financiers. La circulaire n° 2021-05 introduit plus de 30 articles et définit des notions clés, telles que les conflits d'intérêts, la culture du risque et les fonctions clés au sein des institutions. Parmi les innovations majeures, on note le renforcement de l'indépendance et de l'efficacité des lignes de défense (audit, risque, conformité), des mécanismes transparents de nomination et de rémunération des dirigeants, la promotion de la diversité au sein des conseils, ainsi que des principes de gouvernance spécifiques aux banques islamiques.

Précisons, enfin, qu'en 2025, la BCT a publié la circulaire BCT n° 2025-08 du 16 mai 2025 relative aux mesures préalables pour l'adoption des réformes prudentielles et normatives. Cette circulaire s'applique à l'ensemble des banques et établissements financiers (hors établissements de paiement) et instaure une

nouvelle feuille de route prudentielle pour renforcer la solidité du système bancaire tunisien. Elle impose aux institutions un délai de trois mois pour élaborer et soumettre à la BCT un plan stratégique et opérationnel intégrant l'adoption des nouvelles normes d'adéquation des fonds propres, les règles de classification et couverture des expositions, ainsi que la mise en œuvre de la norme IFRS 9 et le calcul des *Expected Credit Losses* (pertes de crédit attendues). Ce plan doit comprendre la création d'un comité de pilotage, l'adaptation des systèmes d'information et de contrôle interne, la désignation d'un *Chief Data Officer*, ainsi qu'un volet de formation adapté à la taille et au profil de risque des établissements.

« Notons que la BCT a, depuis 2021, mis les jalons pour le passage à une supervision sur base consolidée par l'édiction de principes de gouvernance au sein des groupes bancaires dans le cadre de la circulaire n° 2021-05 relative au cadre de gouvernance des banques et des établissements financiers. »

III. MODÈLE DE SCORING : ACTUALISATION DU BENCHMARKING BANCAIRE

Étant donné les fondamentaux et les profils de risque différents, nous utilisons la méthode de notation multicritères : méthode de Scoring dans notre Benchmarking bancaire. Cette approche repose sur plusieurs critères fondamentaux, inhérents à l'activité bancaire :

1. La dynamique commerciale

Nous privilégions les banques qui occupent une position concurrentielle forte et qui adoptent une politique de collecte et de crédit active sans pénaliser leur ratio de transformation réglementaire.

Ce faisant, la dynamique commerciale est mesurée par :

- La part de marché « dépôts » à fin décembre 2024 ;
- La croissance moyenne des crédits neufs : de l'encours des crédits sur la période 2023-2024 ;
- Le ratio de transformation réglementaire à fin 2024.

2. Le Produit Net Bancaire (2024)

Nous préférons les banques qui affichent la physionomie du PNB la plus favorable au contexte de taux baissiers et la structure des ressources la plus avantageuse. Ces indicateurs sont appréciés par :

- L'exposition à la marge d'intérêt ;
- Le coût moyen apparent des ressources ;
- Le spread d'intérêt moyen apparent ;
- La part des dépôts à vue dans le total « dépôts ».

Nous préférons, également, les banques avec la plus forte exposition aux commissions; un levier de croissance indispensable pour les banques en cette conjoncture hésitante.

Enfin, nous privilégions les banques les moins exposées au segment des particuliers; segment le plus concerné par les mesures de tarification et d'abattement des intérêts sur les crédits, édictées par la BCT par le passé ou celles éventuellement à venir.

3. La productivité (2024)

Ce critère est mesuré par le coefficient d'exploitation et par le ratio de couverture de la masse salariale par les commissions.

4. La qualité du portefeuille (2024)

Elle est évaluée par le taux des créances classées et le taux de couverture de ces créances par les provisions.

5. La rentabilité des fonds propres (estimations de 2025)

Elle est mesurée par le ROE consolidé pour chaque banque.

6. La solvabilité (2024)

Cet indicateur reflète la solidité financière d'une banque. Elle est approximée par les ratios de solvabilité réglementaires : le ratio de solvabilité globale et le ratio Tier 1.

Résultats du modèle de Scoring (2)

Chiffres au 31.12.2024 (sauf indication contraire)	Productivité				Qualité du portefeuille			
	Coef. d'exploj°		Ratio com/masse sal.		Taux de créances classées		Taux de couverture	
	Val.	Rg.	Val.	Rg.	Val.	Rg.	Val.	
1 BIAT	44,9%	5	77,3%	2	7,0%	5	71,9%	
2 AMEN BANK	40,0%	4	80,1%	1	9,6%	6	73,3%	
3 ATTIJARI BANK	47,9%	6	54,2%	10	3,6%	1	60,2%	
4 BT	32,3%	1	69,9%	6	6,9%	4	82,8%	
5 BH	37,8%	2	76,4%	3	19,4%	9	55,0%	
6 UBCI	68,8%	11	50,3%	11	5,0%	2	76,4%	
7 UIB	50,5%	7	75,4%	4	10,1%	7	74,0%	
8 BNA	39,8%	3	57,8%	7	22,5%	11	54,5%	
9 WIB	66,1%	10	72,2%	5	6,3%	3	52,6%	
10 ATB	63,9%	9	50,2%	12	14,4%	8	73,1%	
11 STB	52,7%	8	55,2%	9	23,3%	12	40,6%	
12 BTE	101,9%	12	57,3%	8	20,4%	10	66,8%	
Moy. sectorielle	46,5%	-	65,3%	-	13,5%	-	58,3%	

Résultats du modèle de Scoring (1)

Chiffres au 31.12.2024 (sauf indication contraire)	Dynamique commerciale						Arbitrage crédit/placement (Encours crédits/ Bons d'État)		Exposition à la marge d'intérêt		Coût moyen apparent des ressources	
	PdM dépôts		Croissance moy. crédits 2023- 2024		Ratio transf° réglementaire		Val.	Rg.	Val.	Rg.	Val.	Rg.
	Val.	Rg.	Val.	Rg.	Val.	Rg.						
1 BIAT	21,0%	1	2,1%	7	79,2%	1	2,9	11	44,5%	5	4,0%	1
2 AMEN BANK	8,1%	6	2,9%	6	99,9%	5	6,9	7	35,0%	4	6,5%	10
3 ATTIJARI BANK	10,7%	4	4,9%	4	84,2%	2	8,6	4	52,4%	7	4,1%	2
4 BT	6,7%	9	7,0%	3	102,8%	6	8,1	5	60,0%	11	5,5%	5
5 BH	9,1%	5	-0,5%	9	113,4%	8	5,7	8	47,1%	6	5,9%	8
6 UBCI	3,8%	10	8,0%	2	115,7%	10	4,3	10	56,0%	9	4,7%	3
7 UIB	6,9%	8	-1,3%	10	98,8%	4	23,6	2	57,4%	10	5,5%	6
8 BNA	12,8%	2	-1,4%	11	NC	11	2,3	12	27,8%	1	7,0%	12
9 WIB	1,2%	11	23,2%	1	114,1%	9	>100	1	67,1%	12	5,4%	4
10 ATB	7,1%	7	-0,4%	8	NC	11	8,7	3	54,5%	8	5,6%	7
11 STB	11,5%	3	-5,8%	12	96,9%	3	4,8	9	33,9%	3	6,1%	9
12 BTE	1,1%	12	4,8%	5	108,1%	7	7,8	6	32,2%	2	6,5%	11
Moy. sectorielle	-	-	0,8%	-	-	-	4,5	-	44,9%	-	5,7%	-

Rg.	ROE net part du groupe 2025e		Ratio de solvabilité réglementaire				Ratio du levier		Ratios de valorisation						Liquidité boursière : Tx rot° période 2024 - 30.09.2025		Score final
	Val.	Rg.	Ratio de solvabilité Tier 1		Ratio de solvabilité globale		Val.	Rg.	P/B ajusté 2025e		P/E 2025e		Dividend yield 2025e		Val.	Rg.	
6	16,2 %	2	10,6 %	7	15,4 %	5	8,9 %	9	1,7	11	10,5	6	5,4 %	4	16,2 %	9	240
4	13,5 %	3	12,2 %	4	16,2 %	3	13,3 %	2	0,9	7	6,5	4	5,7 %	3	90,8 %	1	231
8	17,9 %	1	11,2 %	6	12,8 %	8	9,1 %	8	2,7	12	14,7	9	5,4 %	5	39,9 %	5	227
1	12,3 %	4	NC	10	17,1 %	2	16,3 %	1	0,9	8	7,6	5	5,2 %	6	9,1 %	11	211
9	5,4 %	8	12,5 %	3	14,6 %	7	9,3 %	7	0,3	2	4,8	2	3,9 %	7	14,7 %	10	199
2	10,4 %	5	NC	10	12,5 %	9	10,6 %	4	0,7	5	6,4	3	5,8 %	2	7,8 %	12	188
3	6,2 %	7	14,0 %	2	15,6 %	4	12,2 %	3	0,7	6	11,2	7	2,8 %	8	54,5 %	2	187
10	10,3 %	6	20,7 %	1	23,9 %	1	9,6 %	6	0,4	3	2,9	1	7,5 %	1	25,1 %	8	183
11	5,1 %	9	9,7 %	8	11,8 %	10	10,3 %	5	1,4	10	25,1	11	0,0 %	9	48,8 %	4	158
5	2,9 %	11	NC	10	10,5 %	11	6,8 %	11	0,5	4	17,0	10	0,0 %	9	49,3 %	3	129
12	3,6 %	10	11,9 %	5	15,2 %	6	8,6 %	10	1,1	9	11,4	8	0,0 %	9	34,0 %	6	120
7	Négatif	12	-0,3 %	9	-0,3 %	12	2,5 %	12	0,2	1	n.s	12	0,0 %	9	32,6 %	7	111
-	10,6 %	-	-	-	-	-	10,0 %	-	1,0	-	8,7	-	4,9 %	-	23,9 %	-	182

Sources : rapports d'activité annuels des banques cotées, calculs, prévisions et compilation de TUNISIE VALEURS.

Produit Net Bancaire							
Spread d'intérêt moyen apparent		Part des dépôts à vue dans le total des dépôts		Capacité génératrice de commissions: part des commissions nettes dans le PNB		Exposition au segment des particuliers dans l'encours des crédits	
Val.	Rg.	Val.	Rg.	Val.	Rg.	Val.	Rg.
4,7%	5	50,6%	2	18,7%	9	30,0%	5
4,3%	7	29,9%	6	22,7%	4	20,0%	3
6,2%	1	46,9%	3	18,4%	10	NC	8
4,9%	4	26,7%	8	15,2%	12	NC	8
4,3%	8	30,4%	5	19,4%	6	24,8%	4
5,1%	2	53,1%	1	21,2%	5	NC	8
4,3%	9	27,5%	7	27,8%	3	52,3%	7
4,5%	6	26,3%	10	16,2%	11	15,0%	2
5,0%	3	26,2%	11	30,2%	2	NC	8
3,7%	10	31,2%	4	19,3%	8	NC	8
2,8%	12	26,6%	9	19,3%	7	4,7%	1
3,2%	11	18,5%	12	37,3%	1	38,7%	6
4,3%	-	35,7%	-	19,7%	-	-	-

Sources : rapports d'activité annuels des banques cotées, calculs, prévisions et compilation de TUNISIE VALEURS.

7. Le ratio du levier (2024)

Le ratio du levier financier représente une mesure non pondérée de la solvabilité bancaire. Bien qu'aucune exigence réglementaire n'ait été encore imposée en matière de levier financier en Tunisie, l'utilisation de cet agrégat fournit une appréciation supplémentaire sur le degré d'adéquation des fonds propres aux emplois d'une banque.

Le numérateur du ratio est constitué par les fonds propres nets et le dénominateur par le total des actifs.

8. Les ratios de valorisation boursière (estimés pour 2025)

Notre choix porte sur les ratios du P/E, du P/B et du rendement en dividendes. Pour neutraliser l'impact de la politique de provisionnement sur les fonds propres et remettre les banques sur le même pied d'égalité au niveau de la couverture des créances classées par les provisions, nous avons déterminé un P/B ajusté. Ce dernier se base sur des fonds propres retraités qui sont calculés par référence à un taux de couverture uniforme de 70 % pour tout le secteur (70 % étant le niveau de couverture des créances classées recommandé par la BCT).

9. La liquidité boursière (sur la période 2024 - 30 septembre 2025)

Elle est mesurée par le taux de rotation moyen des titres (rapport entre le nombre de titres échangés et le nombre de titres composant le flottant du capital social).

IV. VALORISATION ET OPINIONS DE TUNISIE VALEURS

Les résultats donnés par l'analyse Scoring nous permettent de classer les valeurs bancaires comme suit :

1. Les Blue Chips

Les banques les plus réactives et les rigoureuses de la place qui affichent une collecte bon marché et les ratios prudentiels les plus solides. Ces dernières sont le plus à même de résister aux difficultés économiques, à un éventuel assèchement de la liquidité et au durcissement du cadre réglementaire. Ces banques sont aussi les plus outillées pour la transition vers les normes de Bâle III et la migration vers les normes IFRS. Avec des fondamentaux qui se distinguent nettement de la concurrence, la **BIAT**, **AMEN BANK** et **ATTIJARI BANK** devraient continuer à profiter d'un mouvement de *Flight-to-Quality*.

2. Les bonnes valeurs

Les banques qui affichent des leviers de rentabilité partiellement exploités et des valorisations qui reflètent leurs fondamentaux actuels et les risques conjoncturels à court terme. Cette catégorie de banques inclut la **BT**, la **BH** et l'**UBCI**.

3. Les valeurs sous surveillance

Nous suivrons de plus près les titres **UIB** et **BNA**. Ces valeurs méritent un détour dans l'attente d'un ajustement technique que nous pensons légitime compte tenu de leurs valorisations abordables.

4. Les valeurs à alléger

Les banques qui présentent un profil de risque plus élevé que la concurrence. Nous préférons réduire notre exposition à ces valeurs en attendant des jours meilleurs. Cette catégorie de valeurs regroupe les actions **WIB**, **ATB**, **STB** et **BTE**.

Dans un environnement complexe et fluctuant, la sélection des valeurs bancaires les plus solides devient cruciale. Nous continuons à recommander la sous-pondération du secteur bancaire dans les portefeuilles «Actions» (une allocation cible de 25% dans notre portefeuille type contre un poids de 52,9% du secteur bancaire dans le TUNINDEX). Les établissements, tels que la **BIAT**, **AMEN BANK** et **ATTIJARI BANK**, apparaissent comme les mieux armés pour naviguer à travers les changements, grâce à leur solidité financière, leur prudence stratégique et leur capacité d'adaptation.

Récapitulatif des banques cotées

Valeur	Capitalisation (en MDt)	P/E 2025e	P/B ajusté 2025e	Dividend yield 2025e	Performance 2025
--------	----------------------------	-----------	------------------	-------------------------	------------------

Chiffres au 30.09.2025

BIAT	4 202	10,5 x	1,7 x	5,4 %	+16,2 %
-------------	-------	--------	-------	-------	---------

**Points forts/
Opportunités**

- Une capacité inégalée à collecter les ressources « bon marché » qui vaut à la banque d'afficher un coût des ressources et un spread d'intérêt parmi les plus appréciables du secteur.
- Une position commerciale confortable qui dote la banque d'une croissance structurellement élevée par rapport à la concurrence et d'une capacité à absorber les chocs externes.
- Une bonne diversification du portefeuille de crédits avec une faible présence sur le secteur du tourisme (moins de 5 % des engagements).
- Un portefeuille de créances parmi les plus sains du secteur coté avec un taux des créances classées parmi les plus faibles à l'échelle du secteur.
- Avec une marge de flexibilité de 41 points de pourcentage au niveau du ratio de transformation LTD (Crédits/Dépôts), par rapport à l'exigence réglementaire (de 120 %), la BIAT pourrait facilement revigorer sa croissance sur les crédits dans les prochaines années.
- Une banque responsable engagée dans une démarche RSE à travers notamment le soutien continu des actions de sa fondation BIAT et de son incubateur B@LABS.

**Points faibles/
Menaces**

- Avec un taux de couverture des créances classées par les provisions de 71,9 %, proche du seuil recommandé par la BCT (70 %), la banque pourrait poursuivre ses efforts de couverture des créances classées dans les prochaines années si la conjoncture économique et le profil payeur de ses clients se dégradent. Ce constat conditionnera la rentabilité future de la banque.

Recommandation**Un modèle bancaire résilient**

- Très attendus, les résultats de 2024 de la BIAT confirment une nouvelle fois la solidité de la première banque en Tunisie. L'activité intrinsèque continue à surperformer le secteur et à faire preuve de résilience face à un contexte économique difficile marqué par les tensions géopolitiques à l'échelle mondiale et par la stagflation à l'échelle nationale. La banque poursuit sereinement l'accompagnement de ses clients, son engagement dans le financement de l'économie tunisienne et son soutien constant aux initiatives de l'État, tout en maintenant un pilotage optimal de ses challenges. Grâce à une gestion rigoureuse des risques et à une gouvernance saine et éclairée, la banque a su maintenir une trajectoire de croissance rentable, durable et conforme aux meilleures pratiques prudentielles.
- La BIAT a publié au titre du premier semestre 2025 des résultats réconfortants. La banque a témoigné d'une activité de collecte dynamique avec un encours des dépôts en hausse de 10,5 % (sur une année glissante) à 21 milliards de dinars. Contribuant activement au financement de l'économie et pleinement engagée à l'accompagnement de ses clients, la BIAT a enregistré une hausse de son encours des crédits de 6,4 % (sur une année glissante), dépassant la barre symbolique de 13 milliards de dinars. Le premier semestre de 2025 a aussi été fructueux pour la BIAT du côté de la génération de PNB. La banque y a réalisé une augmentation de ses revenus nets de 9,1 % à 788,1 MDt. Malgré la hausse sensible du coût du risque (passant de 25 MDt au 30 juin 2024 à 47 MDt au 30 juin 2025), la BIAT est parvenue à garder le cap de la croissance profitable en 2025. La banque a dégagé sur la première moitié de l'année un résultat net de 246,1 MDt, soit une solide progression de 12 % par rapport à la même période en 2024.
- 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.
- 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 future 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.
- L'action de la banque n° 1 en Tunisie continue à avoir le vent en poupe, affichant une performance positive en bourse pour la cinquième année de suite. Le parcours du titre a profité de publications rassurantes et de l'engouement du marché pour les valeurs financières, en général, et bancaires, en particulier en raison du contexte de taux élevés qui a prévalu sur les dernières années. L'enthousiasme pour le titre a, également, été nourri par la réalisation d'une augmentation de capital par incorporation de réserves en 2024, portant sur un montant de 25,5 MDt. L'opération s'est faite par l'attribution gratuite de 510 000 actions à raison d'une action nouvelle pour sept anciennes, et ce, avec une jouissance en dividendes à partir du 1^{er} janvier 2024. Réalisée le 29 novembre 2024, cette augmentation visait à récompenser les actionnaires pour leur fidélité envers la banque.
- Malgré son parcours brillant en bourse sur les dernières années, la BIAT affiche des niveaux de valorisation attractifs qui intègrent les surcoûts conjoncturels et réglementaires et sous-estiment les qualités fondamentales de la banque en matière de résilience du business model.
- La loi sur les chèques, la transition vers les normes de Bâle III et le lancement de la migration vers les normes IFRS, devraient générer un mouvement de *Flight-to-Quality* qui profiterait aux banques les plus solides sur le plan fondamental, comme la BIAT.

► Vu l'appartenance de TUNISIE VALEURS au groupe BIAT, nous nous abstenons d'émettre une recommandation sur la valeur.

Valeur	Capitalisation (en MDt)	P/E 2025e	P/B ajusté 2025e	Dividend yield 2025e	Performance 2025
Chiffres au 30.09.2025					
AMEN BANK	1 613	6,5 x	0,9 x	5,7 %	+34,2 %
Points forts/ Opportunités	<ul style="list-style-type: none"> Après des années de course aux parts de marché, AMEN BANK change de priorités, focalisant ses efforts sur le rééquilibrage de son bilan : rationalisation des octrois de crédits et désengagement des ressources chères. D'ailleurs, le programme de transformation NEXT, a permis à la banque de réaliser un rééquilibrage de l'activité commerciale entre le Corporate et le Retail, qui place le client au centre des préoccupations à travers des dispositifs de prise en charge et offres différenciées et des canaux de distribution adaptés aux différents segments de la clientèle. Les bienfaits de la stratégie de rationalisation des octrois des crédits suivie sur les dernières années sont perceptibles au niveau de la structure des engagements de la banque. AMEN BANK continue à faire pression à la baisse sur ses expositions aux secteurs du tourisme et de la promotion immobilière. La productivité reste l'atout majeur d'AMEN BANK. La banque affiche un coefficient d'exploitation parmi les plus faibles du secteur (40 %, fin 2024) et un ratio de couverture de la masse salariale par les commissions appréciable (80,1 %, fin 2024). Avec des niveaux de solvabilité confortables (un ratio de solvabilité globale de 16,2 % et un ratio Tier 1 de 12,2 %), AMEN BANK est bien outillée pour reprendre sa place dans le secteur. Un ratio de transformation réglementaire (Crédits/Dépôts) confortable qui affiche une marge de flexibilité de 20 points de pourcentage par rapport à la norme réglementaire. L'appartenance de la banque au groupe PGI, un groupe solide et diversifié, lui permet d'alimenter sa croissance. 				
Points faibles/ Menaces	<ul style="list-style-type: none"> Une structure des ressources qui se compare défavorablement aux majors du secteur bancaire coté. Ce qui pénalise le coût des ressources de la banque. Ce dernier se monte à 6,5 %, selon nos estimations (à fin 2024) contre une moyenne sectorielle de 5,7 %. 				
Recommandation	<p>Quand la croissance rime avec rigueur et rendement</p> <ul style="list-style-type: none"> L'année 2024 s'est avérée concluante à tous les niveaux pour AMEN BANK. Le bras financier du groupe PGI y a pu confirmer son dynamisme et sa résilience face à un contexte économique difficile aussi bien à l'échelle internationale que nationale. En 2024, l'activité d'exploitation a été bien orientée et la rentabilité a été sensiblement consolidée. Malgré les pressions inflationnistes et les exigences supplémentaires en fonds propres, la banque continue à montrer l'exemple en matière de productivité et de solvabilité. Le premier semestre 2025 a été porteur pour AMEN BANK. Le bras financier du groupe PGI y a pu montrer sa résilience face à un contexte opérationnel exigeant. L'activité d'exploitation a été bien portante. La banque est parvenue à maintenir son élan de croissance au niveau de la rentabilité nette. Sur le premier semestre 2025, AMEN BANK a vu son encours de dépôts augmenter de 8,5 % à 8,7 milliards de dinars. En revanche, la banque a réduit la voilure du côté des crédits. Le volume des engagements du bras financier du groupe PGI a affiché une légère baisse de -1,8 % à 7,2 milliards de dinars par rapport au 31-12-2024. Sur les six premiers mois de 2025, l'activité de génération de PNB a été bien orientée, la banque ayant enregistré une progression de ses revenus nets de 4,4 % à 308 MDt. Grâce à la maîtrise des frais généraux (une hausse contenue à +5,2 % à 118 MDt), AMEN BANK a pu absorber la hausse du coût du risque (+8,2 % à 52,2 MDt) et la montée de la pression fiscale pour dégager, in fine, un résultat net semestriel de 131 MDt, soit une augmentation de 5 % par rapport au 30 juin 2024. 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. Le titre AMEN BANK a entamé depuis l'année 2021 un mouvement de rebond boursier. En 2024, la valeur a affiché une embellie remarquable de 37 %. Les réalisations satisfaisantes de la banque et le relèvement des dividendes ont été applaudis en bourse par les investisseurs. À cela s'ajoute l'effet d'annonce du programme d'augmentation de capital par incorporation de réserves décidé par l'AGE du 27 avril 2023 et qui s'étale sur la période 2023 (selon une parité d'attribution de 1 action nouvelle gratuite pour 7 anciennes avec une jouissance en dividendes à partir du 1^{er} janvier 2023) – 2024 (selon une parité d'attribution de 2 actions nouvelles gratuites pour 13 anciennes avec une jouissance en dividendes à partir du 1^{er} janvier 2024). 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 repartir 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 bilanciale (maîtrise des risques) suggèrent, à notre avis, une poursuite de la rémunération généreuse des actionnaires dans les prochaines années. <p>► Nous réitérons notre recommandation à l'«Achat» sur le titre AMEN BANK.</p>				

Valeur	Capitalisation (en MDt)	P/E 2025e	P/B ajusté 2025e	Dividend yield 2025e	Performance 2025
Chiffres au 30.09.2025					
ATTIJARI BANK	3 110	14,7 x	2,7 x	5,4 %	+52,3 %
Points forts/ Opportunités	<ul style="list-style-type: none"> • Un adossement à un groupe bancaire d'envergure internationale et un potentiel de synergies partiellement exploité. • Une référence en matière de réactivité commerciale : une politique de crédit vigoureuse et une collecte parmi les moins coûteuses de la place. • Une capacité de résilience prouvée : la banque la plus rentable en matière de ROE et deuxième banque la plus liquide du secteur après la BIAT (selon le ratio de transformation LTD avec un taux de 84,2 % à fin 2024). • Une qualité du portefeuille dans les standards les plus hauts du secteur. • Une politique de dividende historiquement généreuse : le payout le plus élevé à l'échelle du secteur bancaire coté sur les dernières années. 				
Points faibles/ Menaces	<ul style="list-style-type: none"> • Un coefficient d'exploitation (47,9 %, à fin 2024) et un ratio de couverture de la masse salariale par les commissions (de 54,2 % en 2024) qui se comparent défavorablement à la moyenne du secteur bancaire coté. • Un ratio de solvabilité globale inférieur à celui des majors cotés. 				
Recommandation	<p>Des marges de manœuvre confortables</p> <ul style="list-style-type: none"> • Dans un contexte marqué par une économie fragilisée par les répercussions des tensions géopolitiques, le ralentissement de la croissance mondiale et les incertitudes économiques, ATTIJARI BANK a continué d'accompagner ses clients et de contribuer au financement de l'économie tunisienne, tout en maintenant un système rigoureux de pilotage des risques. La banque a publié au titre de l'exercice 2024 des résultats de bonne facture, maintenant le cap de la croissance et de la solidité bilancielle. • Si l'on devait décrire les résultats du premier semestre 2025 d'ATTIJARI BANK, on dirait qu'ils traduisent un ralentissement mesuré, suggérant une consolidation après plusieurs années de progression soutenue. Ce relâchement de la croissance était attendu, puisqu'il a été annoncé par le management de la banque lors de l'AGO du 4 avril 2025. Au 30 juin 2025, l'encours de dépôts de la filiale du groupe ATTIJARIWAFABANK s'est accru de 5 % (sur une année glissante) à 11,2 milliards de dinars. La résistance de l'activité de collecte contraste avec la morosité de l'activité du crédit. La filiale du groupe ATTIJARIWAFABANK a accusé une légère régression du volume de ses engagements de -1,6 % (sur une année glissante) à 7,3 milliards de dinars au 30 juin 2025. ATTIJARI a dégagé sur le S1 2025 un PNB de 356,5 MDt, s'inscrivant en hausse de 2 % par rapport au 30 juin 2024. En raison d'une progression des charges opératoires (+12,1 % à 186 MDt) plus que proportionnelle que celle du PNB, ATTIJARI BANK a essuyé une dégradation de sa productivité. Le coefficient d'exploitation de la banque s'est monté à 52,2 % à fin juin 2025 (contre 47,5 % une année plus tôt). En raison de la relative accalmie au niveau du coût du risque (-12,9 % à 13,2 MDt) et de la baisse de la charge de l'IS (-19,5 % à 50 MDt), la banque a réussi à contenir la régression de son résultat net semestriel à -3,5 %, revenant ainsi à 116,2 MDt. • Les prochaines années représentent un défi majeur pour la filiale du groupe ATTIJARIWAFABANK qui vise à maintenir son élan de développement rentable malgré un environnement opérationnel difficile, des pratiques prudentielles plus exigeantes et une montée de la pression fiscale. Cependant, grâce à sa dynamique commerciale, son assise financière solide, son matelas de liquidité confortable et à sa bonne discipline prudentielle, la banque est bien armée pour naviguer à un bon rythme. 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. • En bourse, l'action n'a que faiblement réagi aux conditions de distribution des dividendes au titre de l'exercice 2024 telles que définies par la BCT (conformément à la circulaire BCT n° 2025-02 du 29 janvier 2025). En effet, ATTIJARI dispose d'un matelas confortable de fonds propres d'autant plus renforcé par l'augmentation de capital réservée à son personnel (opérée fin 2023), lui permettant d'annoncer un dividende attractif de 5,000 Dt par action, ce qui correspond à un payout exceptionnel de 90,4 %. Outre le bon millésime de 2024 et l'effet du rehaussement des dividendes, le parcours du titre a profité depuis le début de l'année 2025 de la réalisation d'une opération d'augmentation de capital par incorporation de réserves (à raison de 4 actions nouvelles pour 21 actions anciennes); des opérations très appréciées par les petits porteurs. • Malgré le rallye boursier affiché sur les dernières années, l'action traite à une valorisation décotée 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. Par ailleurs, avec une structure des dépôts dominée par les dépôts à vue, ATTIJARI BANK est bien disposé à résister aux impacts du contexte baissier des taux. • Prisé 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 coté à l'aune du <i>Flight-to-Quality</i>. <p>► Nous recommandons l'«Achat» du titre ATTIJARI BANK.</p>				

Valeur	Capitalisation (en MDt)	P/E 2025e	P/B ajusté 2025e	Dividend yield 2025e	Performance 2025
--------	----------------------------	-----------	------------------	-------------------------	------------------

Chiffres au 30.09.2025

BT	1 445	7,6 x	0,9 x	5,2 %	+9,8 %
-----------	-------	-------	-------	-------	--------

**Points forts/
Opportunités**

- Malgré une politique de rémunération parmi les plus attractives du marché (adoption de la politique d'intéressement du personnel), la BT demeure une véritable référence sur le plan de la productivité.
- Une stratégie de développement qui a de tout temps joué la carte de la prudence, privilégiant la qualité aux volumes.
- Une assise financière parmi les plus solides du secteur coté (un ratio de solvabilité globale de 17,1 %).
- Un ratio de transformation réglementaire (Crédits/Dépôts) appréciable (102,8 % fin 2024) laissant une marge de manœuvre pour la banque pour revigorer sa production sans céder à la surenchère tarifaire.

**Points faibles/
Menaces**

- Une banque de taille moyenne, classée 9^e dans le palmarès des dépôts et 8^e dans le palmarès des crédits du secteur bancaire coté.
- Un réseau d'agences nettement moins développé, comparativement à ses pairs de taille comparable (126 agences pour la BT vs 147 pour l'UIB et 148 pour AMEN BANK).
- Une faible contribution des commissions à la génération du PNB (une proportion de 15,2 % à fin 2024) comparativement aux standards du secteur bancaire coté (une contribution moyenne de 19,7 % fin 2024).

Recommandation**Une croissance saine et durable**

- 2024 a été une année performante pour la BT tant sur le plan de la croissance des revenus et de la rentabilité qu'en ce qui concerne la consolidation et la maîtrise des fondamentaux et des ratios réglementaires. La banque a, également, progressé dans le déploiement de ses projets stratégiques, notamment la transformation de son système d'information et la réorganisation de son dispositif commercial dans le cadre d'une croissance plus saine et durable.
- La BT a publié au titre de la première moitié de 2025 des résultats rassurants. L'activité d'exploitation a globalement bien performé. La banque poursuit sa politique de provisionnement prudente, allouant des dotations aux provisions sur les créances de près de 34 MDt (soit une hausse de 14,5 % par rapport au 30 juin 2024). Cela étant, la BT a réussi à maintenir son élan positif en ce qui touche son Bottom line (des bénéfices nets en hausse de 4,7 % à 85 MDt au terme du S1 2025).
- Si, depuis des années, la banque a réussi à imposer sa rigueur comme exemple, elle était cependant plutôt timide au niveau de sa croissance. Aujourd'hui, la BT prend conscience de son potentiel et se veut plus agressive sur le marché. Pour les prochaines années, la banque est déterminée à amorcer une nouvelle étape de son développement pleine d'ambitions et portée par un projet d'entreprise, qui fera de l'efficacité opérationnelle, la transformation digitale, la consolidation de son système d'information et la solidité de ses fondamentaux les leviers essentiels d'une croissance profitable, saine et conforme.
- L'action BT a marqué un répit en 2024 après le bon cru boursier des deux années précédentes. Les investisseurs n'ont pas réagi à la résilience des bénéfices et au maintien d'une politique généreuse de dividende, malgré les restrictions imposées par la BCT sur la distribution des dividendes par les banques et les établissements financiers sur les dernières années.
- Quatrième plus importante capitalisation du secteur bancaire coté (une capitalisation boursière de 1,4 milliard de dinars), la banque affiche une valorisation intéressante par rapport à la moyenne du marché bancaire.
- La BT est une banque suffisamment armée pour s'accommoder avec les contraintes de son environnement opérationnel. La banque devrait, dans les prochaines années, capitaliser sur ses atouts pour surmonter les défis conjoncturels et le durcissement du cadre réglementaire pour les banques : une assise financière solide et un niveau de solvabilité des plus confortables du secteur, une productivité à la pointe de la place, une politique de crédit historiquement sélective et une bonne discipline prudentielle.

► **Nous émettons une recommandation « Conserver avec perspective positive » sur le titre BT.**

Valeur	Capitalisation (en MDt)	P/E 2025e	P/B ajusté 2025e	Dividend yield 2025e	Performance 2025
--------	----------------------------	-----------	------------------	-------------------------	------------------

Chiffres au 30.09.2025

BH BANK	438	4,8 x	0,3 x	3,9 %	-24,4 %
----------------	-----	-------	-------	-------	---------

**Points forts/
Opportunités**

- Des avancées notables dans le programme de restructuration et un rapprochement des standards du secteur privé (recapitalisation, relance commerciale, assainissement du portefeuille et restructuration des ressources humaines).
- Un coefficient d'exploitation à la pointe du secteur (de 37,8 % à fin 2024 contre une moyenne sectorielle de 46,5 %).
- Des leviers de rentabilité potentiels : montée en force des commissions, meilleure diversification de la collecte et des crédits.

**Points faibles/
Menaces**

- Malgré les efforts déployés pour diversifier la structure des engagements, la BH conserve une exposition relativement élevée au secteur de la promotion immobilière ; un secteur en difficulté sur les dernières années en raison du climat des affaires difficile et de la baisse du pouvoir d'achat des ménages ; une exposition stratégique sans doute dictée par la vocation historique de la banque.
- La conjoncture économique difficile a rejailli sur la qualité du portefeuille de la banque sur les dernières années.

Recommandation**La priorité sera donnée au recouvrement dans les années à venir**

- 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 durant l'année 2025 seront principalement axés sur le renforcement de l'efficacité du dispositif du recouvrement des créances douteuses.
- La BH BANK a connu un début d'année 2025 laborieux. C'est ce qui ressort de l'analyse des comptes du S1 2025. L'activité d'exploitation continue à être sous tension (contraction du PNB de -5 % et baisse de l'encours des crédits de -2,7 % sur le S1 2025). Malgré la quasi-stagnation des frais généraux à 146,7 MDt, la flambée du coût du risque (+13 % à 103,7 MDt) a eu raison de la rentabilité nette (-30 % à 54,4 MDt). Selon les commissaires aux comptes de la banque, l'estimation de la minoration des intérêts contractuels en tenant compte de la totalité de la période de remboursement des crédits en cours concernés par la mesure de l'abattement des taux d'intérêt fixes, serait de 165 MDt pour les exercices allant de 2025 à 2046. L'impact sur le PNB constaté réellement à la suite de l'abattement des intérêts est de -7,9 MDt courant les 6 premiers mois de 2025.
- La stratégie de la BH dans les prochaines années repose essentiellement sur l'orientation client et la croissance accompagnée par la rentabilité et la conformité. À moyen terme, les efforts de la banque seront principalement axés sur : ❶ le rééquilibrage de l'activité entre les segments du Corporate, les PME et le Retail, ❷ la relance de l'activité du Crédit Habitat, cœur de métier de la banque et son produit d'appel, ❸ la maîtrise de l'activité de la promotion immobilière, ❹ la maîtrise du coût des ressources et ❺ l'optimisation des processus pour améliorer l'efficacité opérationnelle.
- La banque a connu depuis le début de l'année 2025 un parcours boursier décevant. Désormais troisième capitalisation du secteur bancaire public, la BH affiche une valorisation attrayante pour une banque très avancée dans son processus de restructuration. Néanmoins, au regard des niveaux de valorisation actuels affichés par le secteur bancaire, c'est la fuite vers la qualité qui prévaut. Et sur le plan des fondamentaux (exposition encore élevée au secteur immobilier, une liquidité encore tendue et une qualité du portefeuille fragile consommatrice en coût du risque), il y a encore du chemin à parcourir par la BH BANK.

► Nous émettons une recommandation « Conserver avec perspective positive » sur le titre BH BANK.

Valeur	Capitalisation (en MDt)	P/E 2025e	P/B ajusté 2025e	Dividend yield 2025e	Performance 2025
--------	----------------------------	-----------	------------------	-------------------------	------------------

Chiffres au 30.09.2025

UBCI	396	6,4 x	0,7 x	5,8 %	-2,1 %
-------------	-----	-------	-------	-------	--------

**Points forts/
Opportunités**

- La banque a réussi, au fil des années, à imposer sa rigueur : un portefeuille de créances parmi les plus sains de la place (taux des créances classées de 5 % et «zéro» exposition au secteur du tourisme) et une politique de provisionnement stricte (un taux de couverture des créances classées de 76,4 % parmi les plus élevés du secteur bancaire coté, en 2024).
- Une structure des dépôts avantageuse : 53,1 % des ressources sont constituées par des dépôts faiblement rémunérés, les dépôts à vue, et un spread d'intérêt parmi les plus élevés du secteur coté (5,1 %, selon nos estimations, contre une moyenne sectorielle de 4,3 %, à fin 2024).

**Points faibles/
Menaces**

- Positionnée en bas du tableau, l'UBCI est longtemps restée timide au niveau de sa croissance : un réseau commercial qui s'est réduit à une centaine d'agences depuis 2010.
- Malgré les efforts de maîtrise des coûts consentis sur les dernières années, l'UBCI figure parmi les banques les moins productives du secteur bancaire coté : un coefficient d'exploitation de 68,8 % contre une moyenne sectorielle de 46,5 % et un ratio de couverture de la masse salariale par les commissions de 50,3 % (parmi les plus faibles du secteur bancaire coté) à fin 2024, contre une moyenne sectorielle de 65,3 %.
- Une faible liquidité boursière (cotation en mode fixing).

Recommandation**Un nouveau plan stratégique pour un nouveau souffle**

- Le changement du tour de table de l'ancienne filiale du groupe BNP PARIBAS avec l'entrée d'un nouvel actionnaire de référence tunisien, le groupe CARTE en 2021, semble avoir déclenché un nouveau départ commercial pour l'UBCI. Les résultats de l'exercice 2024 confirment ce constat : une activité d'exploitation qui accélère la cadence, une amélioration continue des fondamentaux, une rentabilité nette au rendez-vous et une bonne rémunération des actionnaires.
- Durant l'AGO statuant sur les résultats de l'exercice 2024, la banque a dévoilé son nouveau plan de développement stratégique «Emergence 2029». Ce plan s'articule autour de quatre piliers stratégiques : ❶ la réinvention du modèle Retail, ❷ l'optimisation du modèle Corporate, ❸ l'efficacité opérationnelle et la maîtrise des coûts et ❹ la consolidation des bases pour accompagner la transformation.
- Le premier semestre 2025 a tenu ses promesses pour la filiale du groupe CARTE. La banque a affiché une résistance salutaire face à un environnement opérationnel exigeant. L'activité de collecte fait preuve de dynamisme et l'activité de production continue à avoir le vent en poupe, surperformant la moyenne sectorielle (+9,8 % à 3,6 milliards de dinars pour ce qui est de l'encours des crédits pour l'UBCI). Le PNB a enregistré une progression satisfaisante (+14,6 % à 175,8 MDt) porté par les autres revenus et la marge d'intérêt. Nonobstant de l'élargissement du coût du risque (+11,3 % à 6,1 MDt), l'UBCI est parvenue à maintenir le cap de la croissance profitable (+18,4 % à 27,4 MDt pour ce qui est des bénéfices semestriels).
- Sur les dernières années, la banque a progressé dans le déploiement de ses projets stratégiques, notamment la transformation de son système d'information et la réorganisation de son dispositif commercial dans le cadre d'une croissance plus efficiente. Ce nouveau Core Banking permettra notamment de digitaliser la majorité de services bancaires afin d'améliorer l'expérience client et continuer à répondre plus efficacement à ses besoins les plus pointus avec une maîtrise optimale des délais.
- L'UBCI constitue une plateforme de rentabilité prometteuse sur le long terme avec des leviers de croissance présentement sous-exploités : ❶ optimisation de la productivité, ❷ densification du réseau ❸ un portefeuille de crédit sain qui permet d'asseoir une politique commerciale plus dynamique et ❹ développement des synergies autour de la bancassurance avec le groupe CARTE, l'actionnaire de référence. La banque affiche une valorisation intéressante, des fondamentaux solides, une bonne qualité du portefeuille et une assise financière robuste.

► **Nous émettons une recommandation «Conserver avec perspective positive» sur le titre UBCI.**

Valeur	Capitalisation (en MDt)	P/E 2025e	P/B ajusté 2025e	Dividend yield 2025e	Performance 2025
Chiffres au 30.09.2025					
UIB	700	11,2 x	0,7 x	2,8 %	+0,3 %
Points forts/ Opportunités	<ul style="list-style-type: none"> • Une forte capacité génératrice de commissions avec la 3^e plus forte contribution des commissions dans le PNB à l'échelle du secteur après celle de la BTE et de la WIB (de 27,8 % à fin 2024 contre une contribution moyenne de 19,7 % pour l'ensemble du secteur bancaire coté). • La banque a développé au fil des années une diversification saine de son portefeuille des crédits. En effet, l'agriculture, le tourisme et la promotion immobilière ne représentent que 2,1 % des engagements globaux sains de la banque (y compris les engagements hors bilan), à fin 2024. • Une bonne qualité des actifs, parmi les plus saines du secteur et une productivité historiquement en ligne avec le secteur privé. 				
Points faibles/ Menaces	<ul style="list-style-type: none"> • Une banque de taille moyenne (8^e position en matière de dépôts et 7^e position sur le plan des crédits dans le secteur bancaire coté). • Une exposition élevée au segment des particuliers (presque la moitié des engagements et qui fournit 72 % des ressources collectées par la banque en 2024). • Un payout faible (34,3 % en 2024) comparativement à la moyenne du secteur bancaire coté (53,9 % en 2024). 				
Recommandation	<p>Décotée, car en mal de catalyseurs</p> <ul style="list-style-type: none"> • Conformément à nos attentes, 2024 aura été une année à oublier pour l'UIB. Coup de frein sur la croissance du PNB, contraction de l'encours des crédits, forte augmentation du coût du risque, redressement social et fiscal, amende du Conseil de la Concurrence, se rapportant aux intérêts intercalaires du moratoire d'échéances de la période de la COVID19, changement managérial opéré en septembre 2024 et chute de la rentabilité nette... la banque n'est pas sous les meilleurs auspices. • L'année 2024 semble marquer le début d'un nouveau cycle pour l'UIB dans lequel la banque connaîtra selon toute vraisemblance une baisse de régime qui l'amènera à réviser à la baisse ses ambitions de croissance et de rentabilité. Selon le management, le PNB subirait un « choc » d'environ 450 MDt sur la période 2025 - 2029, sous l'effet des nouvelles contraintes réglementaires sur les intérêts et les commissions. • Dans ce contexte, les orientations de la banque devront s'ajuster en profondeur. Et pour être parmi les acteurs de l'ordre de demain, l'UIB devra gagner en efficacité et en taille, et ce, au bénéfice de ses actionnaires et ses diverses parties prenantes. Ainsi, l'UIB serait amenée à identifier des relais de croissance et à développer son fonds de commerce sur des secteurs économiques et des segments de marché à fort potentiel. Pour gagner en taille, le dispositif de gestion des risques n'est pas aujourd'hui bien calibré pour faire face aux risques de décrochage auxquels la banque est confrontée. Remettre en chantier ce sujet et être prêt à apporter des aménagements ciblés au dispositif actuel de gestion des risques et de contrôle interne de l'UIB est donc une nécessité, selon le management. • La filiale du groupe SOCIÉTÉ GÉNÉRALE a publié au titre du premier semestre 2025 des résultats décevants. La banque a affiché une rentabilité d'exploitation sous pression (repli du PNB de -3 %, tenant compte de l'impact de l'abattement des taux d'intérêt fixes sur les prêts en vertu de la loi sur les chèques qui s'est chiffré à -12,1 MDt et dégradation du coefficient d'exploitation à 56,5 % à l'issue du S1 2025). C'est la régression du coût du risque (-16 % à 27 MDt) qui a permis à la banque de retrouver le chemin de la croissance bénéficiaire (+47,4 % à 49 MDt). • Après avoir étudié la possibilité d'une cession dans le cadre d'une stratégie internationale de recentrage sur ses marchés cibles, la SOCIÉTÉ GÉNÉRALE a finalement décidé de maintenir sa présence en Tunisie, en conservant sa participation majoritaire dans l'UIB. La banque française se focalise désormais sur le renforcement de sa filiale. • Après la renonciation de la SOCIÉTÉ GÉNÉRALE à la cession de sa participation dans l'UIB et au vu de la non-normalisation attendue des bénéfices en 2025, le titre se trouve privé de catalyseurs décisifs en bourse. Bien que la valorisation présente de la banque soit décotée par rapport à ses fonds propres, le cycle actuel ne plaide pas en faveur d'une recommandation à l'Achat sur le titre. <p>► Nous recommandons de «Conserver» le titre UIB.</p>				

Valeur	Capitalisation (en MDt)	P/E 2025e	P/B ajusté 2025e	Dividend yield 2025e	Performance 2025
Chiffres au 30.09.2025					
BNA	704	2,9 x	0,4 x	7,5 %	+46,7 %
Points forts/ Opportunités	<ul style="list-style-type: none"> • Un niveau de solvabilité dans les standards les plus élevés du secteur. • Contrairement à son nom, la BNA est présente dans tous les secteurs clés de l'économie. Elle affiche aujourd'hui une exposition inférieure à 15 % au secteur agricole. 				
Points faibles/ Menaces	<ul style="list-style-type: none"> • Avec un taux des créances classées de 22,5 %, en 2024, (contre un taux de 20,9 % en 2023) et un taux de couverture de 54,5 % (contre un niveau de 60,5 % au terme de 2023), la qualité du portefeuille de la BNA reste fragile. L'effet de dilution créé par les nouveaux crédits nets produits sur les dernières années (3 milliards de dinars distribués sur la période 2019-2024) a été limité et l'effort de provisionnement déployé reste en deçà des attentes. Il découle de ce qui précède que la BNA devrait davantage sacrifier ses bénéfices dans les prochaines années pour couvrir convenablement ses risques. • Une exposition élevée aux entreprises et organismes publics, dont des entités en difficulté (comme l'OFFICE DES CÉRÉALES, l'ETAP, la TRANSTU, l'OTD, l'ONH et la société EL FOULEDH). 				
Recommandation	<p>Résiste face aux défis grandissants</p> <ul style="list-style-type: none"> • Première banque du secteur public, la BNA a affiché en 2024 un bilan contrasté. La banque étatique a dégagé, un résultat net, après modifications comptables, de 213,6 MDt, en hausse de 12,4 % par rapport à 2023. En effet, un redressement fiscal d'une valeur de 40,6 MDt relatif aux exercices 2019-2020 a altéré la rentabilité de la banque. • L'année 2025 s'annonce sous de meilleurs auspices pour la BNA. C'est ce qui ressort de l'analyse des comptes de la banque au 30 juin 2025. La banque étatique a témoigné d'une activité opérationnelle en progression et d'une bonne maîtrise de ses charges. Par ailleurs, la baisse du coût du risque (-20,2 % à 92,4 MDt) a ouvert la voie à la croissance des bénéfices sur le premier semestre de l'année (+50 % à 137,3 MDt). • Le renforcement de la capacité bénéficiaire au fil des années, les plus-values sur la cession de la participation dans la SFBT et la recapitalisation réussie de l'année 2019 ont significativement consolidé l'assise financière de la banque. Le bras financier de l'État jouit, aujourd'hui, de niveaux de solvabilité presque inégalés sur le marché, qui dépassent le double des exigences réglementaires. Cependant, la BNA affiche deux carences de taille dans ses comptes : un portefeuille de crédits vulnérable particulièrement dans cette conjoncture et un ratio de transformation (Crédits/Dépôts) tendu. • Sur le papier, la valorisation de la BNA est tentante, mais elle reflète la qualité des fondamentaux actuels de la banque et les risques conjoncturels et réglementaires sur le court terme. <p>► Nous recommandons de «Conserver» le titre BNA.</p>				

Valeur	Capitalisation (en MDt)	P/E 2025e	P/B ajusté 2025e	Dividend yield 2025e	Performance 2025
--------	----------------------------	-----------	------------------	-------------------------	------------------

Chiffres au 30.09.2025

WIFAK BANK	239	25,1 x	1,4 x	0,0 %	-11,4 %
-------------------	-----	--------	-------	-------	---------

**Points forts/
Opportunités**

- Une opportunité unique pour des investisseurs islamiques pour s'exposer au secteur bancaire coté.
- WIFAK opère sur une niche peu desservie, avec une faible intensité concurrentielle et offrant un important potentiel de croissance dans les prochaines années. L'ex-leaseur dispose d'un savoir-faire confirmé dans le métier du crédit et d'un bon gisement de clientèle qui lui servira de base pour construire sa croissance future.
- L'adossement de la banque à un partenaire technique de renom dans le métier (la BANQUE ISLAMIQUE DE DÉVELOPPEMENT à travers sa filiale la SID, la SOCIÉTÉ ISLAMIQUE DU DÉVELOPPEMENT DU SECTEUR PRIVÉ) lui offre le soutien nécessaire pour développer son activité.

**Points faibles/
Menaces**

- Un environnement opérationnel difficile et un contexte pénalisant pour une banque en phase de décollage et de déploiement commercial ❶ une croissance économique peu soutenue, ❷ une rareté des financements islamiques ❸ et la concurrence potentielle des banques conventionnelles autorisées par la loi bancaire de 2016 à créer des fenêtres islamiques. Autant de facteurs qui pénaliseraient le décollage rapide de l'activité.
- Un réseau d'agences en développement (comptant 48 agences au terme de 2024), nécessitant des ressources importantes.
- Une productivité en deçà de la moyenne sectorielle et qui n'a pas encore atteint son niveau de croisière.
- Une qualité du portefeuille qui fait, présentement, tâche. Avec un taux des créances classées de 6,3 %, fin 2024, et un taux de couverture de 52,6 % seulement, la banque devrait consentir des efforts de provisionnement supplémentaires dans les prochaines années pour couvrir convenablement ses risques.
- En l'absence de *Sukuk* souverains pour le moment, la banque se trouve privée du levier des revenus de placement dans les emprunts d'État pour doper son PNB. Ce constat ne place pas WIFAK sur le même pied d'égalité que les banques conventionnelles de la cote.
- Une absence de distribution de dividendes.

Recommandation**Une valorisation chère**

- L'année 2024 a été marquée par la poursuite du décollage commercial et des efforts de densification du réseau pour la banque islamique avec l'ouverture de quatre nouveaux points de vente. La WIB a pu, de ce fait, améliorer sa collecte et afficher une activité de crédit bien portante. WIFAK BANK a enregistré une bonne dynamique en matière de génération du PNB. La banque a vu ses revenus nets bondir de 24,5 % à 92,9 MDt. À cet égard, elle a largement surperformé ses concurrents de la cote (une hausse moyenne du PNB agrégé du secteur bancaire coté de 4,8 % en 2024).
- Au premier semestre 2025, la banque islamique a poursuivi son ascension dans le paysage bancaire tunisien. Elle a affiché une croissance à deux chiffres au niveau de ses principaux indicateurs d'activité avec notamment un PNB semestriel qui effleure désormais les 50 MDt. À contre-courant de la tendance sectorielle, WIFAK fait montre d'une marge d'intermédiation en progression (+17,7 % à 33,8 MDt). Les commissions nettes et les revenus du portefeuille-titres confirment, pour leur part, leur bonne santé (une évolution respective de 14,6 % à 14,7 MDt et de 20,5 % à 1,4 MDt). Force est de constater alors que ce nouveau challenger a accusé une dégradation relative de sa qualité du portefeuille sur les six premiers mois de 2025 avec un taux des créances classées passant à 7,6 % et un taux de couverture nettement inférieur à la moyenne du secteur bancaire coté (de 45,6 %). Et c'est à juste titre, la hausse du coût du risque (+10,6 % à 8 MDt) sur le S1 2025 qui explique la baisse du résultat net à 2,2 MDt (contre un bénéfice net de 2,6 MDt une année plus tôt) à l'issue de la première moitié de 2025.
- Au 25 avril 2025, M. Mohamed Hédi Ben Ayed détient de concert avec des personnes physiques et morales 39,9 % du capital de WIFAK, devenant, ainsi, le premier actionnaire de la banque islamique devant l'ICD, la filiale de la BANQUE ISLAMIQUE DE DÉVELOPPEMENT, qui en détient 30 %. Rappelons que le CMF avait annoncé, début 2023, qu'il envisage de soumettre M. Ben Ayed à une OPA Obligatoire visant les actions de WIFAK BANK qu'il ne détient pas de concert, et ce, au prix de 7,200 Dt l'action. Le déclenchement de la procédure attend toujours l'obtention du nouvel actionnaire de référence de l'agrément de la BCT.
- La banque affiche des niveaux de valorisation largement supérieurs à ceux du secteur bancaire coté. Le potentiel de croissance de la banque est certain. Néanmoins, au vu des fondamentaux actuels que présente la WIB, nous ne recommandons pas le titre à l'achat en ce moment.

► **Nous recommandons d'«Alléger» l'exposition au titre WIB en attendant une croissance plus équilibrée et l'amélioration éventuelle du classement de la banque islamique dans nos prochains benchmarkings bancaires.**

Valeur	Capitalisation (en MDt)	P/E 2025e	P/B ajusté 2025e	Dividend yield 2025e	Performance 2025
Chiffres au 30.09.2025					
ATB	335	17,0 x	0,5 x	0,0 %	+19,6 %
Points forts/ Opportunités	<ul style="list-style-type: none"> • Une orientation – à contre-courant de la tendance sectorielle – sur les dernières années vers une activité bancaire plus classique qui permettrait à la banque de diversifier ses sources de revenus et de modérer son exposition aux activités du portefeuille. • Un programme de restructuration organisationnelle et commerciale qui devrait permettre à la banque de redoubler en agressivité commerciale de retrouver sa place dans le paysage bancaire tunisien. 				
Points faibles/ Menaces	<ul style="list-style-type: none"> • Une banque positionnée en milieu de tableau (7^e position sur le plan des dépôts et 9^e rang en matière de crédits). • Une forte dégradation de la rentabilité depuis 2015 et une productivité en deçà des standards du secteur privé. • Une détérioration de la qualité du portefeuille depuis 2014. 				
Recommandation	<p>Peine à renouer avec ses bénéfices historiques</p> <ul style="list-style-type: none"> • Le bilan de l'année 2024 a été contrasté pour l'ATB. Les dépôts ont accéléré la cadence, mais les crédits sont presque restés au point mort. La banque a affiché un ralentissement au niveau de la croissance du PNB. Ce n'est que grâce à la maîtrise des frais généraux et à la baisse du coût du risque que la banque a tiré son épingle du jeu. Résultat des courses : un retour aux bénéfices après un exercice 2023 difficile. À l'échelle consolidée, les bénéfices nets part du groupe ont été renforcés grâce à la solide croissance bénéficiaire des filiales au premier rang desquelles figure l'ATL. • La filiale du groupe ARAB BANK a connu un début d'année 2025 difficile. C'est que font apparaître les comptes du S1 2025 de la banque. Baisse des dépôts par rapport au 31/12/2024, mauvaise orientation des crédits et régression du PNB. Le coût du risque continue de se situer à des paliers historiquement élevés (32,7 MDt), grevant ainsi la rentabilité nette de la banque. Le S1 2025 s'est finalement soldé avec un résultat net à peine dans le vert (de 2,6 MDt, contre un résultat net de +12,4 MDt au terme du S1 2024). • L'ATB a affiché depuis le début de l'année 2025 un parcours boursier dans le vert, malgré l'absence de distribution de dividendes, et ce, depuis l'exercice 2018. Théoriquement, la valorisation mérite le détour, mais la dégradation de la qualité du portefeuille sur les dernières années, le niveau élevé du coût du risque et la faible rentabilité des capitaux propres, nous incitent à la prudence. <p>► Nous recommandons d'«Alléger» l'exposition au titre ATB.</p>				

Valeur	Capitalisation (en MDt)	P/E 2025e	P/B ajusté 2025e	Dividend yield 2025e	Performance 2025
Chiffres au 30.09.2025					
STB	598	11,4 x	1,1 x	0,0 %	+29,6 %
Points forts/ Opportunités	<ul style="list-style-type: none"> Troisième banque de la place sur le plan des dépôts avec une part de marché de 11,5 %, à fin 2024, la STB profite d'un bon positionnement sur les dépôts d'épargne et affiche la plus importante contribution de cette catégorie de ressources dans la collecte après la BH BANK à l'échelle du secteur bancaire coté (une proportion de 40,7 % à fin 2024). Ce qui lui permet d'auto-alimenter la croissance de ses crédits et de se protéger contre la surenchère tarifaire. 				
Points faibles/ Menaces	<ul style="list-style-type: none"> Des fragilités structurelles qui devraient être exacerbées par le contexte opérationnel actuel : ❶ une exposition élevée au secteur du tourisme, ❷ une qualité du portefeuille héritée du passé et parmi les plus vulnérables du secteur : un taux des créances classées de 23,3 % couvertes à hauteur de 40,6 % par les provisions ❸ et une situation critique de certaines filiales, comme la TFB qui n'a pas totalement retrouvé ses équilibres financiers. 				
Recommandation	<p>Encore du chemin à parcourir</p> <ul style="list-style-type: none"> Au titre de l'exercice 2024, le résultat net de la STB a presque triplé à 63,6 MDt par rapport à 2023. Ce résultat tient compte d'une modification comptable de 18,8 MDt se rapportant à un redressement fiscal au titre des exercices 2019-2020. L'amélioration du résultat net a été soutenue par la constatation d'une reprise sur provisions de plus de 35 MDt, de récupérations sur des créances radiées pour un montant de 23,1 MDt et d'un gain d'impôt de 19,8 MDt. En 2024, la STB a connu une dégradation de sa qualité du portefeuille. Le taux des créances classées a augmenté de 3,3 points de pourcentage pour s'établir à 23,3 %. Le taux de couverture des créances classées par les provisions s'est nettement replié en 2024, passant de 46,4 % en 2023 à 40,6 % en 2024. Le bilan du premier semestre 2025 a été globalement positif pour la banque étatique. À l'instar de ses consœurs cotées, la banque a tiré son épingle du jeu grâce à une politique dynamique d'investissement dans les titres d'État. La banque a témoigné d'une productivité en amélioration grâce aux efforts de maîtrise des charges. En dépit de la flambée du coût du risque (+35,6 % à 155,4 MDt), la capacité bénéficiaire de la STB a renoué avec le vert. Le premier semestre de l'année 2025 s'est finalement bouclé avec un résultat net de 22,3 MDt (contre des pertes de -4,4 MDt au terme des six premiers mois de 2024). D'après les états financiers au 30 juin 2025, l'impact de l'abattement des taux d'intérêt fixes sur le PNB de la banque devrait s'établir à 11,3 MDt au titre de l'année pleine 2025. La banque publique affiche des ratios de solvabilité supérieurs aux seuils réglementaires. Le ratio de solvabilité globale et le ratio Tier 1 se sont améliorés respectivement de +1,5 point de pourcentage et +1,7 point de pourcentage pour se situer à 15,2 % et 11,9 % au terme de l'exercice 2024. Si la banque a retrouvé ses équilibres financiers depuis l'exercice 2022 grâce à la résorption de la totalité de ses pertes antérieures (décision de l'AGO du 29 avril 2023) et a commencé à rembourser la dotation de l'État (de 117 MDt contractée en 2011), elle n'a pas encore renoué avec la distribution des dividendes. Dix ans après la recapitalisation, le bilan de la STB est plutôt mitigé. Sur le papier, la valorisation de la STB est attrayante. Néanmoins, sur le plan des fondamentaux, la STB a encore du chemin à parcourir pour assainir son portefeuille de créances et converger vers une croissance équilibrée et durable. <p>► Nous recommandons d'«Alléger» l'exposition au titre STB.</p>				

Valeur	Capitalisation (en MDt)	P/E 2025e	P/B ajusté 2025e	Dividend yield 2025e	Performance 2025
Chiffres au 30.09.2025					
BTE (ADP)	3,9	n.s	0,2 x	0,0 %	+14,9 %
Points forts/ Opportunités	<ul style="list-style-type: none"> • La faible taille de la banque lui permet d'afficher des taux de croissance plus élevés que la concurrence. • La BTE affiche de loin la plus forte contribution des commissions au PNB à l'échelle du secteur bancaire coté (37,3 % pour la BTE contre une moyenne sectorielle de 19,7 %, en 2024). 				
Points faibles/ Menaces	<ul style="list-style-type: none"> • Une banque restée peu active sur le marché avec une part de marché dépôts d'à peine 1,1 %. • Une taille qui reste réduite et une capacité de prise de risque limitée (des fonds propres de 39 MDt au terme de 2024) d'autant plus altérée par les déficits importants des dernières années. • Une situation de sureffectif et une productivité nettement en deçà des normes du secteur (un coefficient d'exploitation insoutenable de 101,9 %, fin 2024). • La banque a subi une importante dégradation de sa qualité du portefeuille depuis la Révolution (un taux de créances classées de 20,4 % couvertes à hauteur de 66,8 % par les provisions en 2024). Le coût du risque (24,9 MDt, soit 37,6 % du PNB en 2024), absorbe une majeure partie de la rentabilité. • Un niveau de solvabilité non conforme aux exigences réglementaires et qui constitue un frein pour une stratégie de croissance plus dynamique. • Un coût des ressources et un spread d'intérêt qui se comparent défavorablement à la concurrence cotée. • Une faible liquidité boursière (cotation en mode fixing). 				
Recommandation	<p>L'impérieuse nécessité de la recapitalisation</p> <ul style="list-style-type: none"> • La BTE cumule depuis 2020 les déficits en dépit de la progression de l'activité commerciale. Sur le premier semestre 2025, malgré des charges opératoires qui pèsent lourdement, la banque a réussi à réduire de moitié ses pertes, les ramenant à -5,5 MDt, et ce, grâce à la baisse du coût du risque (-40 % à 6,4 MDt). • Le nouveau management de la banque mixte voit l'avenir avec beaucoup d'optimisme. Il compte redresser les comptes de la BTE et lui insuffler une nouvelle dynamique en ciblant, notamment, les financements verts. • L'augmentation de capital clôturée partiellement en 2024 (l'opération a été réalisée dans la limite de 77,8 % du montant initialement prévu qui est de 24,1 MDt) s'est avérée insuffisante pour redresser les comptes de l'ancienne banque de développement. Pour lui donner les moyens de ses ambitions, renflouer ses fonds propres et restaurer ses ratios prudentiels, une deuxième injection de fonds propres d'envergure s'impose, aujourd'hui, comme une nécessité impérieuse, à notre avis. <p>► Nous recommandons d'«Alléger» l'exposition au titre BTE en attendant le retour aux bénéfices.</p>				
Chiffres au 30.09.2025					
Secteur bancaire coté	13 785	8,7 x	1,0 x	4,9 %	+24,9 %

Source : TUNISIE VALEURS

V. DÉCRYPTAGE DE LA LOI N° 41-2024 RELATIVE AUX CHÈQUES : UN IMPACT NON ENCORE DIGÉRÉ PAR LE MARCHÉ

En août 2024, la nouvelle loi n° 41-2024 relative aux chèques a été publiée au JORT, après sa ratification par le Président de la République. Elle est entrée en vigueur le 2 février 2025.

Cette loi, portant sur la modification et l'achèvement des dispositions des articles 410 et suivants du Code de Commerce, est connue sous le nom de loi sur les chèques sans provision. Elle a introduit plusieurs nouvelles réglementations relatives aux chèques, aux comptes bancaires inactifs et aux commissions.

Selon cette nouvelle loi, chaque chèque comporte désormais un montant maximum et une date de validité fixés par la banque, variant selon la solvabilité de chaque client, avec un montant maximum fixé à 30 000 Dt. Tous les chèques comportent une date de validité ne dépassant pas six mois et sont par défaut barrés, sauf demande justifiée faite par le client.

Une plateforme digitale dénommée *TuniChèque* (<https://tunicheque.tn>) a été mise en place par la Banque centrale, depuis le 2 février 2025, avec la participation des banques, permettant à chaque bénéficiaire d'un chèque de vérifier instantanément l'existence de la provision et de la réserver. La banque de l'émetteur du chèque doit alors valider ou non cette réservation. Pour ce faire, chaque chèque comporte un QR code permettant d'accéder instantanément à la plateforme.

Le préavis d'un chèque impayé est désormais communiqué via la plateforme électronique, et les délais sont limités à un seul délai de 7 jours ouvrables, après quoi la banque émet une attestation de non-régularisation.

La poursuite judiciaire contre l'émetteur d'un chèque impayé ne peut être initiée que par le bénéficiaire du chèque. De plus, il n'existe plus de poursuites judiciaires possibles pour les chèques impayés inférieurs à 5 000 Dt.

Avant toute poursuite judiciaire, le procureur de la République peut programmer des séances de conciliation afin de trouver un arrangement entre l'émetteur et le bénéficiaire d'un chèque impayé. La régularisation du chèque doit alors se faire dans un délai de 9 mois, prorogable de trois mois une seule fois. La régularisation du chèque impayé arrête immédiatement la poursuite judiciaire et la peine encourue.

La loi n° 41 de 2024 apporte des changements à l'article 732 du Code de Commerce. L'une des principales modifications concerne la gestion des comptes courants. Désormais, les banques sont tenues de clôturer les comptes inactifs depuis six mois, après en avoir informé le client.

Selon l'avis de l'expert-comptable M. Kaïs Fekih, cette réforme marque un tournant majeur dans les pratiques bancaires et les comportements des clients. En durcissant les conditions d'obtention des carnets de chèques, elle introduit des règles qui s'apparentent à une forme de crédit. Désormais, les banques devront évaluer la solvabilité de leurs clients avant de leur délivrer un carnet de chèques, en tenant compte de facteurs tels que le niveau d'endettement et la capacité à couvrir les paiements par chèque, donc une meilleure

évaluation de la solvabilité des clients tout en renforçant la sécurité des transactions.

Les nouvelles conditions d'accès aux chèques sont si strictes qu'elles ont réduit leur utilisation généralisée, en particulier pour les petits commerçants et les particuliers. Cela a rendu l'accès à cet outil de paiement plus difficile pour les clients aux finances fragiles, surtout dans un contexte où la plupart des entreprises tunisiennes, qui sont majoritairement sous-capitalisées, utilisent le chèque davantage comme un instrument de crédit que comme un moyen de paiement immédiat. De plus, la mise en place d'une plateforme numérique obligatoire pour la gestion des chèques, supervisée par la Banque centrale, montre une intention d'améliorer la transparence et la sécurité des transactions. Cependant, la digitalisation peut être difficile pour les utilisateurs moins familiers avec les technologies numériques, ce qui peut décourager l'utilisation des chèques sachant que même le recours à la lettre de change n'a pas été suffisant, car cette méthode présente, elle aussi, des problèmes liés aux procédures de recouvrement, qui exigent un ordre de paiement et ne garantissent pas un règlement rapide des droits. Ce constat a commencé à pousser les ménages et les entreprises à utiliser davantage de l'argent liquide; du cash qui sort du circuit bancaire.

« Les mesures se rapportant aux chèques sans provision et aux comptes inactifs devraient générer un manque à gagner en matière de commissions et amener les banques à engager des développements informatiques et à améliorer leurs systèmes d'information, supportant ainsi des surcoûts opérationnels. »

La nouvelle loi n° 41-2024 relative aux chèques impose aux banques d'appliquer une réduction des intérêts sur les crédits à taux fixes applicable au prêt en cours de remboursement ou au nouveau prêt, lorsque la durée totale de son remboursement dépasse sept ans, si la somme totale des intérêts contractuels perçus au cours des trois années précédant la date de présentation de la demande de réduction par l'emprunteur dépasse huit pour cent du reste du principal de la dette, sans tenir compte desdits intérêts. La banque doit, dans un délai ne dépassant pas quinze jours à compter de la date de présentation de la demande, établir un nouveau tableau d'amortissement sur la base du reste du principal de la dette non remboursée, sans tenir compte des intérêts contractuels, de la durée de remboursement restante et avec un nouveau taux d'intérêt égal au produit du taux d'intérêt précédent multiplié par un coefficient de réajustement égal à 0,5. Dans la note aux banques n° 2025-10 du 23 janvier 2025, la Banque centrale a appelé les établissements bancaires à appliquer ces dispositions sans délai.

Les mesures se rapportant aux chèques sans provision et aux comptes inactifs devraient générer un manque à gagner en

«Les nouvelles conditions d'accès aux chèques sont si strictes qu'elles ont réduit leur utilisation généralisée, en particulier pour les petits commerçants et les particuliers. Cela a rendu l'accès à cet outil de paiement plus difficile pour les clients aux finances fragiles, surtout dans un contexte où la plupart des entreprises tunisiennes, qui sont majoritairement sous-capitalisées, utilisent le chèque davantage comme un instrument de crédit que comme un moyen de paiement immédiat.»

matière de commissions et amener les banques à engager des développements informatiques et à améliorer leurs systèmes d'information, supportant ainsi des surcoûts opérationnels.

La loi n° 41-2024 du 2 août 2024 relative aux chèques impose aux banques l'affectation de crédits d'au moins huit pour cent des bénéfices de l'exercice comptable précédent pour la création de lignes de financement de microcrédits honorifiques à court terme ne dépassant pas deux ans, avec des conditions facilitées sans intérêts ni garanties. Les banques sont obligées d'épuiser chaque année les crédits affectés. Les conditions et les critères d'octroi de ce financement seront fixées ultérieurement par décret. Cette mesure est de nature à stimuler la croissance des crédits à partir de 2025, sans pour autant avoir d'impacts sur le PNB des banques. Ensuite, cette mesure devrait négativement impacter la solvabilité du secteur et se faire au détriment de sa capacité à distribuer des dividendes (- 8 points de pourcentage au niveau du Payout ratio à partir de l'exercice 2025). Enfin, cette mesure devrait entraîner une hausse de la sinistralité chez les banques (détérioration de la qualité du portefeuille).

Impacts attendus de la loi n° 41-2024 relative aux chèques sans provision sur le secteur bancaire

Agrégat	Description	Impact
Dépôts	<ul style="list-style-type: none"> • Décourager les entreprises et les ménages moins familiers avec les technologies numériques d'utiliser les chèques comme moyen de paiement à crédit. • Encourager les transactions en argent liquide : du cash qui sort du circuit bancaire. 	Négatif
Crédits	<ul style="list-style-type: none"> • Encourager le recours au crédit par les ménages et les entreprises pour compléter leur pouvoir d'achat et faire des achats au comptant. • L'affectation de crédits d'au moins huit pour cent des bénéfices de l'exercice comptable précédent pour la création de lignes de financement de microcrédits honorifiques à court terme ne dépassant pas deux ans, avec des conditions facilitées sans intérêts ni garanties devrait stimuler la production des banques sans impacter le PNB. 	Positif
Produit Net Bancaire	<ul style="list-style-type: none"> • Les mesures se rapportant aux chèques sans provision et aux comptes inactifs devraient générer un manque à gagner en matière de commissions, en raison notamment de la chute du volume des chèques télécompensés émis. • La réduction des intérêts sur les crédits à taux fixes devrait amputer la marge d'intérêt des banques. 	Négatif
Qualité du portefeuille	<ul style="list-style-type: none"> • Le raccourcissement des délais de paiement dans l'économie que générera l'interdiction du chèque de garantie creusera les gaps de liquidité chez les entreprises et les ménages, dégradant ainsi leur profil payeur. 	Négatif
Rentabilité	<ul style="list-style-type: none"> • La hausse du coût du risque entraînée par la dégradation de la solvabilité des clients bancaires et les surcoûts opérationnels (développements informatiques et recrutements) nécessaires pour se conformer à la nouvelle réglementation sur les chèques devraient rejaillir sur la rentabilité des banques. 	Négatif
Solvabilité et capacité à distribuer des dividendes	<ul style="list-style-type: none"> • La baisse de la rentabilité et le regain de vigueur de crédits devraient mécaniquement impacter la solvabilité du secteur de façon négative. • L'affectation de huit pour cent des bénéfices sous forme de crédits honorifiques devrait se faire au détriment de la solvabilité du secteur et de sa capacité à distribuer les dividendes (-8 points de pourcentage au niveau du Payout ratio). 	Négatif

Source : analyse de TUNISIE VALEURS.

VI. TENDANCES LOURDES DU SECTEUR BANCAIRE MONDIAL ET PERSPECTIVES : ENTRE DISRUPTION ET RÉGULATION⁸

Le secteur bancaire est en pleine transformation structurelle. L'environnement réglementaire continue de se durcir, sous l'effet de la mise en œuvre progressive des normes Bâle III, mais aussi de l'essor de l'open banking,⁹ qui impose plus de transparence et d'ouverture des systèmes d'information. Parallèlement, les banques doivent s'adapter à l'émergence de technologies disruptives, comme l'intelligence artificielle générative, la *blockchain* ou encore la finance intégrée¹⁰, qui remodelent profondément les modèles d'affaires traditionnels.

La concurrence s'intensifie : les fintechs s'imposent comme des acteurs crédibles de l'intermédiation financière, tandis que les géants technologiques étendent leurs offres vers des services bancaires dématérialisés. À cela s'ajoutent les tensions géopolitiques et climatiques, qui imposent une refonte des politiques de gestion des risques et une évolution rapide des offres commerciales.

1. Banque de détail : fidélisation, personnalisation et gestion du risque

Dans la banque de détail, la compétition pour attirer et conserver les dépôts s'est intensifiée. Les néobanques¹¹, ainsi que certains acteurs non traditionnels, comme les constructeurs automobiles, proposent des produits de dépôt attractifs avec des taux compétitifs. Face à cela, les banques traditionnelles doivent repenser leurs stratégies de fidélisation, en misant notamment sur la personnalisation de l'expérience client grâce à l'intelligence artificielle et à l'analyse prédictive des comportements.

Les portefeuilles de crédit, quant à eux, subissent une double pression : l'augmentation des défauts sur les cartes de crédit et les difficultés persistantes dans le secteur de l'immobilier commercial. La gestion proactive du risque devient dès lors un impératif stratégique.

⁸ Sources : DELOITTE : « 2024 Banking & Capital Markets Outlook » et « 2025 Banking & Capital Markets Outlook ».

⁹ L'Open Banking (ou banque ouverte) est un système bancaire qui permet le partage sécurisé et contrôlé des données financières entre les banques et des tiers autorisés (comme des fintechs ou d'autres prestataires de services financiers) grâce à des API (Interfaces de Programmation d'Applications) ouvertes.

¹⁰ La finance intégrée (ou Embedded Finance en anglais) désigne l'intégration de services financiers (paiements, crédits, assurances, etc.) directement dans des plateformes non financières (sites e-commerce, applications mobiles, logiciels métiers, etc.). L'objectif est de rendre les services financiers invisibles, mais omniprésents, en les incorporant de manière fluide dans l'expérience utilisateur d'une application ou d'un service.

¹¹ Une néobanque (ou banque digitale/banque 100% en ligne) est une institution financière qui propose des services bancaires exclusivement via des applications mobiles ou des interfaces web, sans agences physiques. Contrairement aux banques traditionnelles, les néobanques reposent sur une infrastructure technologique moderne, ce qui leur permet d'offrir des services plus flexibles, moins chers et souvent plus innovants.

« Le secteur bancaire est en pleine transformation structurelle. L'environnement réglementaire continue de se durcir, sous l'effet de la mise en œuvre progressive des normes Bâle III, mais aussi de l'essor de l'open banking. Parallèlement, les banques doivent s'adapter à l'émergence de technologies disruptives, comme l'IA générative, la *blockchain* ou encore la finance intégrée. »

2. Paiements : digitalisation accélérée et sécurité renforcée

Le segment des paiements connaît une révolution accélérée par la digitalisation. Les portefeuilles électroniques, les paiements instantanés et les systèmes sans contact s'imposent, notamment dans les économies émergentes où l'inclusion financière progresse rapidement. Cette évolution s'accompagne d'un encadrement réglementaire plus strict qui pèse sur les marges des émetteurs.

La sophistication croissante des fraudes, en particulier celles reposant sur des identités synthétiques, pousse les acteurs à innover en matière de cybersécurité. Les technologies biométriques, les algorithmes de détection comportementale et l'authentification multifactorielle sont désormais des standards indispensables pour protéger les flux financiers.

3. Gestion de patrimoine : vers un accompagnement global et automatisé

La gestion de patrimoine évolue vers une approche plus intégrée et globalisée. Le vieillissement des populations et le transfert générationnel de richesse renforcent la demande pour un accompagnement multidimensionnel englobant retraite, santé, transmission et fiscalité. L'IA jouera un rôle de catalyseur dans cette transformation, en automatisant les processus de conformité et en améliorant l'efficacité des conseils personnalisés.

Par ailleurs, les investissements alternatifs – notamment le capital-investissement – gagnent en popularité. Toutefois, l'intégration des critères ESG dans les stratégies d'allocation reste un défi opérationnel et méthodologique majeur pour les institutions financières.

4. Banque corporate : équilibre entre prudence et innovation

Les banques corporate évoluent dans un environnement incertain, marqué par le durcissement des politiques de crédit. Les segments jugés à risque, comme l'immobilier commercial ou les PME fragilisées, font l'objet d'une vigilance accrue. Simultanément, les établissements développent des outils digitaux de plus en plus sophistiqués, permettant aux entreprises de piloter leur trésorerie en temps réel.

La modernisation des infrastructures de paiements interentreprises, notamment via l'adoption des normes ISO 20022¹², favorise une meilleure fluidité des transactions, une réduction des coûts et une transparence accrue sur les flux financiers.

5. Banque d'investissement : vers un regain d'activité sélectif

Dans la banque d'investissement, un certain regain d'activité est attendu, notamment sur les segments de conseil en fusions-acquisitions et en restructuration. Toutefois, les mégatransactions resteront rares dans un contexte de taux élevés et d'incertitudes macroéconomiques.

L'intelligence artificielle générative constitue un levier majeur de productivité pour les équipes front-office, avec des gains estimés jusqu'à 35%. Cette transition technologique s'accompagne toutefois d'une intensification de la concurrence, notamment de la part des fonds alternatifs et du capital privé, qui étendent leur influence sur des segments historiquement dominés par les banques.

6. Perspectives : vers une banque plus agile, résiliente et intégrée

Dans ce contexte d'incertitudes structurelles et conjoncturelles, les banques sont appelées à adopter des stratégies multidimensionnelles. La diversification des sources de revenus devient impérative pour faire face à l'érosion des marges. La maîtrise des coûts passe par une automatisation intelligente, sans compromettre la qualité et la personnalisation des services.

La gestion des risques doit s'élargir à de nouvelles typologies – cyber, climatique, géopolitique – tandis que la réussite passera par l'agilité organisationnelle, la capacité à nouer des partenariats ciblés et à attirer les talents clés. Plus que jamais, la banque de demain devra conjuguer résilience, innovation et responsabilité.

CONCLUSIONS : LA QUALITÉ POUR AUJOURD'HUI, LE CHANGEMENT POUR DEMAIN

Le secteur bancaire tunisien est confronté à une avalanche d'évolutions réglementaires : renforcement des normes de solvabilité, montée en charge des exigences de liquidité, préparation à la migration vers les normes comptables internationales (normes IFRS) et entrée en vigueur de la loi 41-2024 relative aux chèques depuis février 2025. Cette dernière marque un tournant majeur dans les pratiques bancaires et les comportements des clients.

Avec une activité à trois manettes mal en point (une activité du crédit qui bat de l'aile, des coupes sur les commissions et un manque à gagner pour ce qui est des revenus du portefeuille), les seuls viviers de rentabilité pour le secteur bancaire restent : la sélectivité en matière de risque et l'efficacité opérationnelle ; deux objectifs qui nous semblent aujourd'hui difficilement réalisables au vu d'un climat des affaires difficile et de la montée des revendications sociales.

Ajoutons à cela, la montée inédite de la pression fiscale qui devrait amputer la rentabilité nette des banques (un taux d'IS théorique de 44 % en 2025, parmi les plus élevés au monde et qui risque encore d'être augmentés dans les prochaines lois de Finances) et même leurs dividendes (affectation de crédits d'au moins 8 % des bénéfices de l'exercice comptable précédent pour la création de lignes de financement de microcrédits honorifiques à court terme, ne dépassant pas deux ans, avec des conditions facilitées sans intérêts ni garanties en vertu de la nouvelle loi sur les chèques sans provision).

Enfin, l'adoption – très attendue, mais sans visibilité quant à l'échéance – des normes IFRS, notamment, la fameuse norme IFRS 9, devrait occasionner d'importantes dotations aux provisions sur les portefeuilles de titres d'État détenus par les banques au vu de la note souveraine «B-» de la Tunisie. D'ailleurs, la circulaire BCT n° 2025-08 du 16 mai 2025 impose aux établissements financiers des réformes structurelles, financières et technologiques, dans l'objectif de renforcer leur résilience et leur transparence, et ce, afin de se préparer à la norme IFRS 9.

Reste maintenant l'inconnue monétaire à estimer. En effet, les perspectives de rentabilité des banques pourraient davantage se dégrader par un deuxième assouplissement monétaire « attendu » par les économistes et les analystes de la place cette année, après la détente du mois de mars (-50 pbs en ce qui concerne le taux directeur de la BCT revenant à 7,5 % en mars dernier).

Dans un environnement économique de plus en plus complexe et exigeant, les banques devraient 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.

Les résultats des dernières années des banques confirment la nouvelle normalité vers laquelle converge le secteur : la baisse de la rentabilité de l'activité intrinsèque en raison du resserrement des marges. Rappelons qu'en 2024, la croissance de la masse bénéficiaire des banques cotées a été

¹² ISO 20022 est une norme internationale pour l'échange des messages financiers. Elle vise à améliorer l'interopérabilité entre différents systèmes de paiement à travers le monde, permettant ainsi une gestion plus fluide et efficace des transactions financières. Elle est conçue pour être universelle, adaptable et évolutive, facilitant une large gamme de services financiers, y compris les paiements, les titres et le commerce.

de 6 % à l'échelle individuelle et de 0,7 % seulement à l'échelle consolidée.

Cette normalité implique un tassement mécanique du retour sur fonds propres, ROE des banques cotées. Le ROE est « LA » mesure par excellence de la rentabilité d'une banque pour un investisseur. Cette normalité obligera les banques à identifier de nouveaux leviers de croissance (de nouveaux produits et de nouveaux services générateurs de plus forte valeur ajoutée).

S'inspirant des expériences des banques internationales, les leviers de croissance possibles que nous identifions pour les banques tunisiennes sur le moyen et long terme :

1. Le développement de la croissance inclusive à travers les PME et la microfinance ;
2. Le développement de la banque digitale ;
3. La bancarisation de l'économie informelle en proposant des services simplifiés pour les commerçants, les artisans et les travailleurs indépendants ;

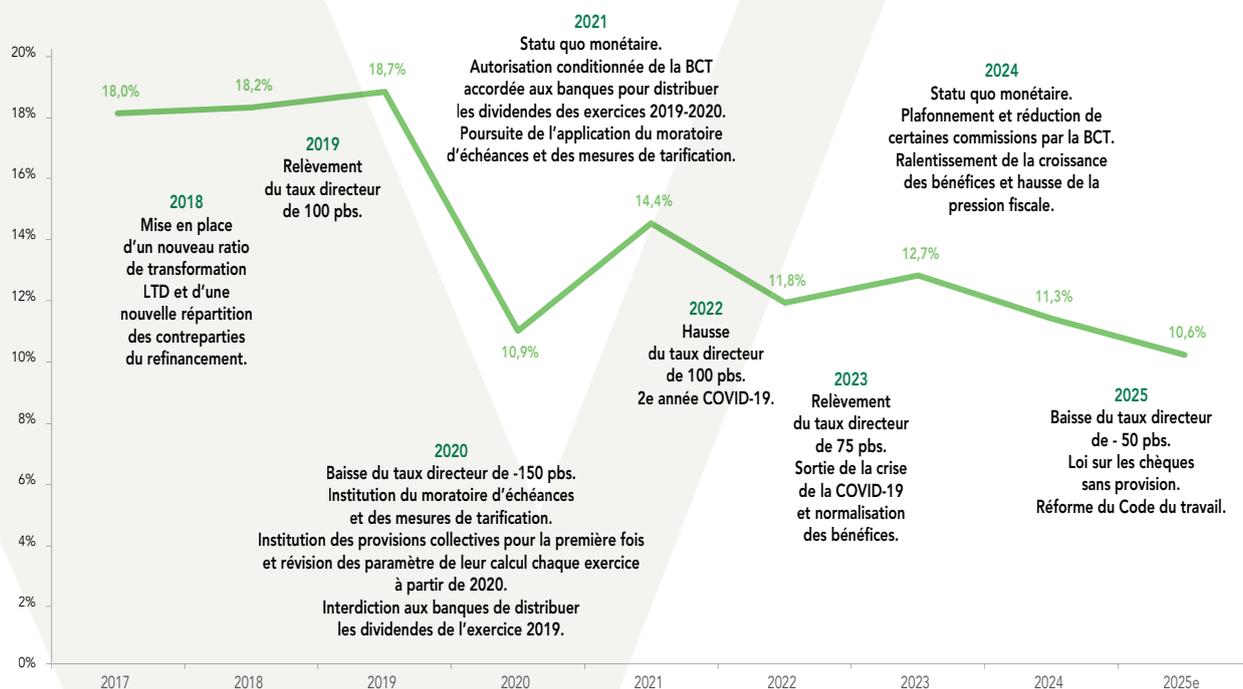
4. Le développement de l'activité monétique en misant par exemple sur les TPE ;

5. Le développement de la finance durable et verte.

Attendons de voir... mais pour l'heure, la fuite vers la qualité est plus que jamais d'actualité pour le secteur bancaire coté. Les trois « Blue Chips » bancaires recommandées à l'Achat dans notre portefeuille type, à savoir : la **BIAT**, **AMEN BANK** et **ATTIJARI BANK** devraient être les plus à même de surmonter les pressions réglementaires et conjoncturelles.

Et pour cause, leur bonne culture de risque, leur profil de croissance organique supérieur à leurs consœurs cotées, leur préparation opérationnelle à l'adoption des normes IFRS et leur robustesse financière reflétée dans des niveaux de solvabilité qui se comparent favorablement aux standards du secteur coté.

Évolution du ROE consolidé moyen du secteur bancaire coté



Sources : analyse et calculs de TUNISIE VALEURS.

SECTEUR DE L'ASSURANCE

Résilience et redressement des résultats malgré un environnement contraignant

Points clés

- En dépit d'une conjoncture difficile marquée par une modeste croissance économique, une inflation élevée, un climat des affaires atone et une pression tarifaire et concurrentielle grandissante, la collecte de primes des assureurs cotés en 2024 s'est redressée par rapport à l'année précédente. Les primes nettes agrégées du secteur se sont hissées de 10 % pour atteindre 3 818 MDt, soit un TCAM de 9,6 % sur les cinq dernières années.
- 2024 a signé une quatrième année consécutive de sinistralité inédite, qui ne perd pas de sa vigueur depuis les restrictions sanitaires post-COVID-19. Pourtant, en 2024, les assureurs cotés ont réussi à afficher une capacité bénéficiaire agrégée en nette amélioration de 14,7 % à 136,6 MDt.
- L'activité financière continue d'alimenter la profitabilité des assureurs. En effet, les produits nets des placements cumulés du secteur coté ont progressé de 4 % à 344,6 MDt. Depuis le 27 mars 2025, le taux directeur en Tunisie a été révisé à la baisse de 50 points de base à 7,5 %.
- Selon la loi de Finances 2025, les assureurs, à l'instar des banques et des établissements financiers, ont été soumis à un taux d'IS de 40 % au lieu de 35 %, à une contribution conjoncturelle de 4 % et à une cotisation sociale de solidarité de 4 % pour l'année 2024 à déclarer en 2025.
- Les assureurs ont été, également, tenus de payer une taxe de 1 % de leurs primes émises en faveur d'un fonds de protection sociale pour les ouvrières agricoles dont la création a été prévue dans la loi de Finances 2025.

I. CONTEXTE MONDIAL DU SECTEUR DE L'ASSURANCE EN 2025 : UNE CROISSANCE FREINÉE

Selon le rapport *Sigma* de SWISS RE INSTITUTE, les primes mondiales de l'assurance ont atteint 7 799 milliards USD en 2024, enregistrant ainsi une hausse annuelle de 7,2 %. Cette croissance a été essentiellement portée par le dynamisme des marchés américain et chinois. Toutefois, SWISS RE INSTITUTE met en lumière un ralentissement généralisé de la croissance économique mondiale en 2025, principalement attribué à la politique tarifaire des États-Unis. En termes réels, la croissance mondiale devrait ralentir, avec un PIB mondial ajusté de l'inflation passant de 2,8 % en 2024 à 2,3 % en 2025, avant de re-

monter légèrement à 2,4 % en 2026. Selon l'assureur, les tarifs douaniers américains des plus élevés depuis la Grande Dépression fragilisent le commerce mondial et accroissent l'incertitude politique, provoquant une fragmentation des marchés et une hausse des coûts d'assurance et de réassurance.

En 2025, l'assureur mondial prévoit une croissance totale des primes d'assurance (vie et non-vie) en volume réel de 2 % en 2025, contre +5,2 % en 2024, et de +2,3 % en 2026. En effet, les primes de l'assurance non-vie devraient croître de +2,6 % en 2025, contre une croissance de 4,7 % une année auparavant, un ralentissement impacté par une concurrence accrue et un assouplissement du marché commercial mondial. Les primes d'assurance vie devront, à leur tour, afficher une croissance freinée drastiquement à +1 % en 2025, contre une hausse de

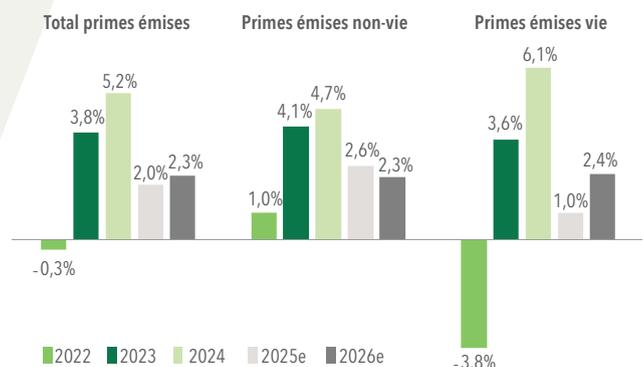


+6,1 % en 2024, avant un redressement modéré de +2,4 % en 2026, traduisant la modération des taux d'intérêt. Alors qu'en 2024, les taux d'intérêt élevés ont donné un nouveau souffle à la branche vie, en stimulant en particulier la demande pour les produits d'épargne.

Dans les marchés avancés, la croissance des primes devrait retomber à 2,2 % en 2025, après un sommet décennal de 4,5 % en 2024. Elle devrait encore ralentir à 1,9 % en 2026, à mesure que la dynamique des prix s'affaiblira davantage, tandis que l'incertitude politique et le ralentissement de la croissance du PIB induit par les droits de douane viendront ajouter des vents contraires. L'assureur prévoit que la croissance des primes en Amérique du Nord ralentisse à 2 % en 2025, contre 4,7 % en 2024.

Pour les marchés émergents, SWISS RE INSTITUTE anticipe une modération de la croissance des primes à 4,6 % en 2025, contre 5,8 % en 2024, soit en dessous de la moyenne décennale de 5,7 % (2014-2023). Cette modération s'explique par le ralentissement en Chine, qui représente la moitié des primes des marchés émergents. Le choc tarifaire a, toutefois, un impact direct limité sur les primes chinoises, car les branches commerciales concernées ne représentent qu'une faible part du secteur non-vie.

Évolution des taux de croissance réels des primes émises mondiales



Source : SWISS RE INSTITUTE.

Le secteur de l'assurance s'adjuge une place importante dans le financement des entreprises et dans l'économie en général avec un taux de pénétration mondial toutes branches d'assurance confondues (les primes en pourcentage du PIB) de 7,4 % en 2024, contre 7 % en 2023, selon le rapport *Allianz Global Insurance Report 2025*.

Ce taux de pénétration est une moyenne mondiale. Il varie fortement selon les économies. Dans les économies avancées (États-Unis, Royaume-Uni, France, Japon...), ce ratio peut dépasser les 10 % du PIB. Dans les pays émergents ou en développement, le taux est souvent nettement inférieur à 1 %.

L'assurance non-vie représente généralement la plus grande part des primes dans la plupart des pays, et la pénétration de ce segment reste généralement en dessous de 5 % du PIB

Le marché est toujours dominé par les États-Unis, suivis de près par la Chine et le Royaume-Uni. L'industrie reste dominée par les États-Unis, qui réalisent 44,8 % du chiffre d'affaires mondial en 2024. La Chine maintient sa deuxième position avec une part de marché de 10,2 %. Elle est suivie par le Royaume-Uni qui, avec 485 milliards USD de primes, conserve la troisième place du classement.

En matière de sinistralité, l'année 2024 a été la plus coûteuse depuis 1980. Selon le rapport *Sigma* du SWISS RE INSTITUTE, les pertes assurées résultant de catastrophes naturelles ont atteint 137 milliards USD en 2024, sur des pertes économiques totales estimées à 318 milliards USD, laissant un écart de protection (non assuré) de 181 milliards USD. Il s'agit de pertes assurées liées aux catastrophes naturelles bien supérieures à la moyenne historique (~100 milliards USD) et en croissance de +5 à +7 % par an en termes réels.

En termes de rentabilité, malgré le ralentissement attendu de la croissance lié aux droits de douane et la volatilité des marchés financiers, SWISS RE estime que l'industrie de l'assurance devrait rester rentable. La rentabilité du secteur primaire non-vie continuera d'évoluer favorablement sur la période 2025-2027, bien qu'à un rythme bien plus modéré que lors des trois dernières années. L'assureur prévoit un ROE sectoriel de 9,7 % en 2025, soit une hausse de 0,9 point de pourcentage par rapport à l'an dernier, qui devrait se maintenir proche de 10 % jusqu'en 2027. Les résultats techniques devraient légèrement s'améliorer en 2025 et se stabiliser autour de 1,5 à 2 % des primes nettes acquises au cours des trois prochaines années, avec un léger relâchement à partir de 2026 en raison de l'accélération de l'assouplissement tarifaire. En contrepartie,

« Le ralentissement de l'activité du secteur de l'assurance au cours de la 4^e année post-COVID-19 témoigne d'un contexte opérationnel difficile marqué par une faible croissance économique et une pression tarifaire et concurrentielle grandissante ».

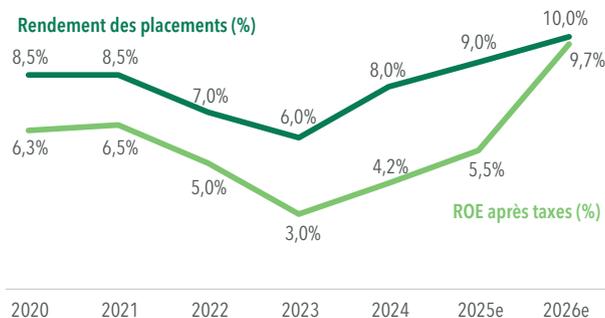
les résultats financiers ont encore une marge d'amélioration, grâce au renouvellement des anciennes obligations arrivant à échéance et offrant des rendements plus faibles.

II. ÉTAT DES LIEUX DU SECTEUR DE L'ASSURANCE EN TUNISIE

1. Un secteur atomisé à faible pénétration dans l'économie

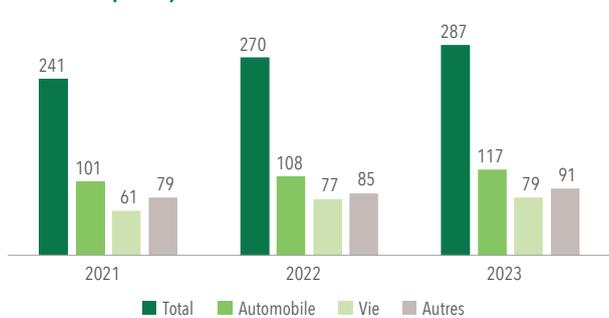
Atomisé, le marché des assurances en Tunisie compte, aujourd'hui, 24 entreprises résidentes. Il a été renforcé, en 2022, par l'entrée d'une nouvelle compagnie, adossée à une banque, spécialisée en assurance vie. Il s'agit d'ASSURANCES UIB dont l'activité a démarré durant le quatrième trimestre de 2022. Le secteur compte désormais : douze compagnies qui opèrent en multibranches, sept compagnies spécialisées en assurance vie et capitalisation, trois compagnies spécialisées en assurance, islamique *Takaful*, une compagnie spécialisée en assurance des crédits et une compagnie spécialisée en réassurance. Huit compagnies *off-shore* se trouvent actuellement installées en Tunisie, soit cinq succursales et trois bureaux de représentation des sociétés d'assurance et de réassurance non résidents. Toutefois, le taux de pénétration de l'assurance tunisienne dans l'économie nationale demeure modeste (total des primes émises par rapport au produit intérieur brut) passant de 2,5 % en 2021 à 2,4 % en 2022 et à 2,45 % en 2023. Le secteur de l'assurance en Tunisie affiche également une faible densité (Primes émises/Habitant), quand bien même en amélioration. En effet, la prime d'assurance moyenne par habitant est passée de 270 Dt en 2022 (193 Dt en assurance non-vie et 77 Dt en

La rentabilité des sept plus importants marchés non-vie dans le monde entre 2020 et 2026e



Source : SWISS RE INSTITUTE.

Évolution des primes émises par habitant entre 2021 et 2023 en Tunisie (en Dt)



Source : FTUSA.

assurance vie) à 287 Dt en 2023 (208 Dt en assurance non-vie et 79 Dt en assurance vie).

2. L'activité des assureurs se redresse en 2024

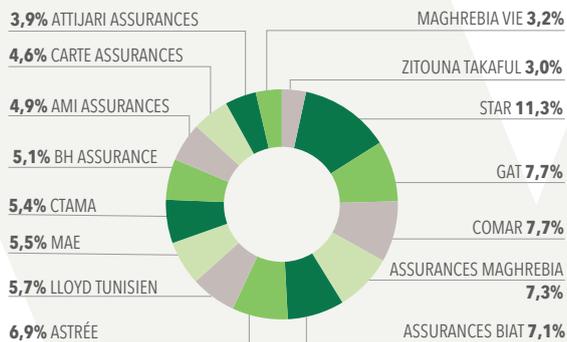
En 2024, le secteur des assurances en Tunisie a continué son évolution dans un contexte marqué par une stagflation persistante, une pression tarifaire et concurrentielle grandissante et un environnement en mutation, marqué par une digitalisation croissante, une personnalisation des produits, un renforcement de la réglementation, avec un accent accru sur la gestion des risques et la collaboration stratégique.

Selon la Fédération Tunisienne des Sociétés d'Assurances (FTUSA), le secteur des assurances devrait enregistrer une croissance continue en 2024, avec des primes émises estimées à 3 818,6 millions de dinars, en hausse de 10,8 % par rapport à 2023, et des indemnisations totales projetées à 2 052,8 millions de dinars, en augmentation de 10,4 % par rapport à l'année précédente.

En 2023, selon le rapport annuel de la FTUSA, la croissance du secteur de l'assurance a décéléré par rapport aux deux années précédentes.

Les primes émises du secteur ont affiché, en 2023, une modeste évolution, toutes branches confondues, de 8,2 % pour s'établir à 3 446 MDt, contre 3 184 MDt en 2022. La **STAR** préserve son positionnement de leader avec une part de marché de 11,3 %, suivie par **COMAR** (une PdM de 7,7 %) et **ASSURANCES MAGHREBIA** (une PdM de 7,3 %). Dans ce secteur atomisé, les trois leaders du marché ne détiennent que 26,6 %

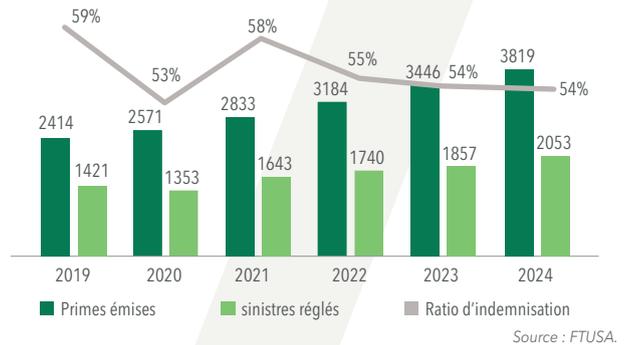
Parts de marché 2023 des primes émises des principaux assureurs



Source : FTUSA.

«L'année 2024 a signé une quatrième année consécutive de sinistralité inédite, qui ne perd pas de sa vigueur depuis les restrictions sanitaires post-COVID-19»

Évolution des primes émises, des sinistres réglés et du ratio d'indemnisation du secteur de l'assurance (en MDt)



Source : FTUSA.

de part de marché. **ASSURANCES MAGHREBIA** se situerait en deuxième position avec une PdM de 10,5 % si l'on tient compte de ses activités vie et non-vie. **BH ASSURANCE** vient en 7^e position avec une PdM de 5,1 %. Locomotive du marché, la branche automobile continue de dominer les produits d'assurance, accaparant, à elle seule, 40,1 % du total des primes émises du secteur en 2023. En amélioration continue, la branche vie a ramené sa part de marché à 27,4 % en 2023 contre 17,6 % en 2014.

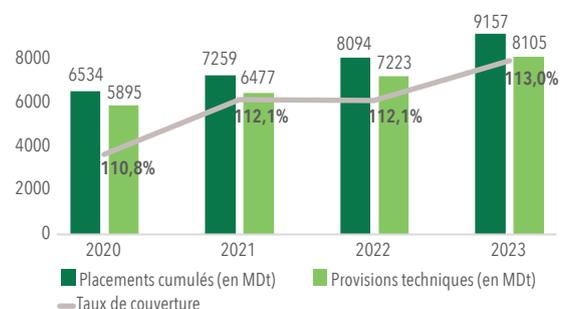
3. La sinistralité toujours à des niveaux élevés

L'année 2024 a signé une quatrième année consécutive de sinistralité inédite, qui ne perd pas de sa vigueur depuis les restrictions sanitaires post-COVID-19. Les compagnies d'assurance font également face à une inflation élevée, renchérissant le coût des indemnisations. Les indemnisations du secteur se sont accrues de 10,5 % pour s'établir à 2 053 MDt. Néanmoins, le ratio d'indemnisation (Sinistres réglés/Primes émises) s'est maintenu stable à 54 %.

4. Une solide activité financière et une poursuite des efforts de provisionnement supplémentaires dans l'activité vie

Continuant de tirer profit du contexte haussier des taux, l'activité financière continue d'être un centre de profit pour les assureurs de la place. La révision à la hausse des taux d'intérêt en 2022 et 2023 a été une aubaine pour les opérateurs du secteur.

Évolution des placements et des provisions techniques (en MDt)



Source : FTUSA.

En 2023, les placements financiers agrégés du secteur ont poursuivi leur croissance à deux chiffres, affichant une hausse de 13,1 % à 9 157 MDt, contre une progression de 11,5 % une année auparavant.

Les provisions techniques, constituées par les entreprises d'assurances et de réassurance pour faire face à leurs engagements envers leurs assurés, ont totalisé en 2023 un montant de 8 105 MDt contre 7223 MDt en 2022, soit une augmentation de 12,2 %, contre une croissance de 11,5 % en 2022 et de 9,9 % en 2021. La part des provisions, constituées au titre de l'assurance vie et capitalisation par rapport au total provisions, s'est maintenue à 45 % (contre 45,6 % en 2022 et 42,6 % en 2021), et ce au détriment de la part totale des branches non-vie. Le taux de couverture des provisions techniques par les actifs placés en représentation s'est amélioré de 1 point de pourcentage à 113 %.

5. Les réformes réglementaires avancent lentement

L'année 2024 n'a pas connu de réformes réglementaires majeures. Elle a été caractérisée par la poursuite sous l'égide du Comité général des Assurances (CGA) et de la Fédération Tunisienne des Sociétés d'Assurances (FTUSA) de l'élaboration d'une feuille de route à l'horizon 2028 pour la mise en place d'un référentiel international IFRS et du projet du référentiel de solvabilité basé sur les risques (SBR).

Les changements réglementaires ont été plutôt d'ordre fiscal, se rapportant à la loi de Finances 2025, qui a modifié des taux de taxes, et la nouvelle loi sur le travail, qui a réformé le contrat de travail. En effet, la loi de Finances 2025 a prévu :

- De nouvelles obligations fiscales incombant aux compagnies d'assurances (article 70 de la loi de Finances 2025) à adresser à l'administration fiscale, telles que : certains renseignements relatifs aux prestataires médicaux et paramédicaux (matricule fiscal, montant de l'acte, date de l'acte...);
- L'instauration d'une nouvelle taxe sur les primes émises (article 15 de la loi de Finances 2025) : Une nouvelle taxe de 1 % et non facturée aux assurés destinés à financer le «Fonds de Protection Sociale des travailleuses» dans le secteur agricole et sera payable mensuellement à partir du 1^{er} janvier 2025;
- L'introduction de nouveaux taux de taxes sur les assurances auto (le taux annuel est passé de 6 % à 9 % du montant de la prime) et l'assurances de dommages (le taux est passé de 12 % à 20 % du montant de la prime);
- La soumission des assureurs, à l'instar des banques et des établissements financiers, à partir de l'exercice 2024, à un taux d'IS de 40 % au lieu de 35 %, à une taxe conjoncturelle de 4 % et à une cotisation sociale de solidarité de 4 % pour l'année 2024 à déclarer en 2025.

Le secteur des assurances a été également marqué en 2024 par :

«L'année 2024 n'a pas connu de réformes réglementaires majeures. Les changements ont été plutôt d'ordre fiscal.»

- La finalisation du projet de mise en place d'une Agence de lutte contre la fraude «ALFA» : Création de l'Agence et adoption des statuts par le Comité Directeur de la FTUSA;
- L'adoption de la loi sur la RC médicale en juin 2024 impliquant le secteur des assurances;
- L'entrée en exploitation de la plateforme d'échanges des recours intercompagnies en matière d'indemnisation des sinistres automobiles;
- Le projet du constat digital automobile (e-constat) (prévu au début du second semestre 2025);
- Le projet sectoriel de mise en place d'un référentiel automobile, visant l'optimisation du processus d'indemnisation auto (prévu au début du second semestre 2025);
- Le lancement du projet de digitalisation de l'attestation d'assurance auto : en phase d'étude de faisabilité.

III. MODÈLE D'ÉVALUATION : UN SECTEUR RÉSILIENT

1. Présentation du modèle d'évaluation

Afin d'évaluer «la solidité» des assureurs cotés, mieux appréhender la résilience de leur business model et évaluer leur assise financière et décisions stratégiques à savoir (investissement, stratégie de placement et rémunération des actionnaires), nous avons établi un modèle de *Stock Picking* qui repose sur cinq critères clés. Le modèle nous permet d'évaluer le risque global inhérent à chaque assureur dans un but ultime qui consiste à identifier les bonnes opportunités d'investissement dans ce contexte opérationnel difficile, marqué par une croissance économique peu soutenue et une inflation élevée.

Les critères de notre modèle d'évaluation

■ RÉSILIENCE DU BUSINESS MODEL

Il s'agit d'évaluer la récurrence des primes émises des compagnies cotées et de détecter leur dépendance envers certains produits et branches. La résilience est mieux estimée en comparaison avec le secteur.

■ VOLATILITÉ DE LA PROFITABILITÉ

Il s'agit d'évaluer les ratios de profitabilité suivants : ratio combiné, résultat net, marge nette, ROE, rentabilité des placements, en comparaison avec les ratios du secteur.

■ SOLIDITÉ BILANCIELLE

Elle est essentiellement estimée par le taux de couverture des provisions techniques par les placements financiers et par le ratio de solvabilité (Marge de solvabilité réelle/Marge de solvabilité réglementaire).

■ RENDEMENT DES TITRES

Il est mesuré par les multiples de P/E, de P/B et du rendement en dividendes de 2024 et estimés pour 2025.

■ LIQUIDITÉ DES TITRES

Elle est jaugée par le taux de rotation moyen des titres (rapport entre le nombre de titres échangés et le nombre de titres composant le flottant).

Résilience du Business Model

	Primes nettes émises (en MDt)							TCAM 2019- 2024	Var 2023	Var 2024
	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024			
STAR	322,5	340,2	326,0	329,2	344,7	349,2	382,2	2,4%	1,3%	9,5%
ASTRÉE	121,2	131,2	137,3	146,3	194,0	192,1	205,8	9,4%	-1,0%	7,1%
BH ASSURANCE	72,0	72,0	84,8	93,0	110,7	121,5	135,5	13,5%	9,7%	11,5%
ASSURANCES MAGHREBIA*	158,2	158,2	171,5	193,6	217,2	242,3	267,8	11,1%	11,6%	10,5%
ASSURANCES MAGHREBIA VIE	51,8	58,8	70,8	82,8	93,7	111,2	128,0	16,8%	18,8%	15,1%
BNA ASSURANCES	157,5	154,7	138,4	135,4	182,2	157,1	164,4	1,2%	-13,8%	4,6%
Primes agrégées du secteur coté	883,2	915,1	928,8	980,2	1 142,5	1 173,4	1 283,6	7,0%	2,7%	9,4%
Évolution des primes agrégées		3,6%	1,5%	5,5%	16,6%	2,7%	9,4%			

* Il s'agit des chiffres consolidés du groupe ASSURANCES MAGHREBIA.

Sources : rapports annuels de gestion des assureurs cotés et compilation de TUNISIE VALEURS.

2. Application du modèle d'évaluation

2.1. La résilience du business model des assureurs cotés

En 2024, en dépit d'une conjoncture économique marquée par une croissance modérée et des tensions inflationnistes bien qu'en atténuation, la croissance de l'activité des assureurs cotés s'est accélérée par rapport à l'année précédente. La croissance a été différente d'un assureur à un autre.

a. Une croissance en accélération en 2024

Le total des primes émises nettes du secteur de l'assurance coté (**STAR**, **ASTRÉE**, **BH ASSURANCE**, **GROUPE ASSURANCES MAGHREBIA** et **BNA ASSURANCES**) a atteint 1383,6 MDt à fin 2024, soit une progression annuelle de 9,4 %, contre une faible croissance de 2,7 % en 2023 et une forte reprise de 16,6 % en 2022. Le taux de croissance annuel moyen du secteur coté a été de 7 % sur la période 2019-2024.

Après une décennie de faible croissance des primes émises à la suite des efforts de nettoyage du portefeuille de la branche automobile, la **STAR**, le leader incontesté du secteur, a renoué, enfin, avec la croissance à deux chiffres en 2024. À fin 2024, les primes émises nettes de la compagnie ont augmenté de 9,5 % pour s'établir à 382,2 MDt, contre un TCAM de 2,4 % entre 2019 et 2024. Au terme de ses efforts d'assainissement – visant à réduire son exposition à la branche auto grâce au nettoyage du portefeuille des particuliers et à la sortie du parc automobile de l'État – l'assureur a réussi à réduire de 30 % le nombre de véhicules assurés grâce à une politique de souscription plus sélective tout en maintenant quasi stable le chiffre d'affaires de la branche automobile sur les cinq dernières années, et ce, grâce à des augmentations tarifaires tenant compte des pressions inflationnistes.

Poursuivant son élan de croissance, **ASSURANCES MAGHREBIA** a réussi à maintenir, pour la quatrième année consécutive, une croissance à deux chiffres de son rythme de collecte. Toutes branches confondues (y compris l'activité vie), les primes émises de l'assureur ont évolué de 10,5 % pour atteindre 267,8 MDt à fin 2024. L'assureur n° 2 de la place a affiché un TCAM de 11,1 % sur la période 2019-2024 et une part de marché de 10,4 %.

Hors branche automobile, **ASSURANCES MAGHREBIA** se classerait en première position. L'assureur se classe, également, en première position en assurance de personnes.

Également, **BH ASSURANCE** a maintenu une croissance à deux chiffres de ses primes émises pour la quatrième année consécutive, affichant des primes en progression annuelle de 11,5 % à 135,5 MDt et un TCAM de 13,5 % sur la période 2019-2024.

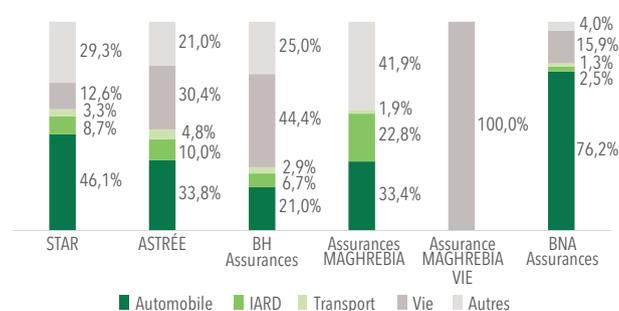
ASTRÉE a connu, en 2024, une croissance annuelle de ses primes émises de 7,1 % à 205,8 MDt, en dessous de la moyenne de croissance (9,4 %) du secteur coté. Le chiffre d'affaires net de la compagnie a progressé à TCAM de 9,4 % sur la période 2019-2024.

b. Une répartition des primes différente entre les assureurs cotés

BNA ASSURANCES est sans conteste l'assureur le plus exposé à la branche automobile, représentant plus de 76 % de ses primes émises à fin 2024. La **STAR** est le deuxième assureur coté le plus exposé à la branche automobile (46,1 % de ses primes émises de 2024) et ce, en dépit de ses efforts d'assainissement. La branche automobile est généralement la branche la plus sinistrée en raison du renchérissement des pièces de rechange.

ASSURANCES MAGHREBIA et **ASTRÉE** sont exposées à la branche automobile, respectivement à hauteur de 33,4 %, 33,8 %.

Structure des primes émises des assureurs cotés (en 2024)



Sources : rapports annuels de gestion des assureurs cotés et compilation de TUNISIE VALEURS.

BH ASSURANCE est l'assureur le plus exposé à la branche vie, généralement la plus profitable (ce qui n'a pas été le cas en 2021 à la suite d'une hausse des prestations décès COVID-19), représentant 44,4 % du total de ses primes émises. Il s'agit également de l'assureur le moins exposé à la branche automobile (21 % de ses primes émises).

La branche vie demeure encore faiblement développée chez la **STAR**, représentant uniquement 12,6 % de ses primes émises en 2024.

2.2. La volatilité de la profitabilité des assureurs cotés : une nette amélioration de la profitabilité en dépit d'une sinistralité inédite

La sinistralité du secteur ne cesse de s'aggraver, s'établissant chaque année à des niveaux inédits, et ce, depuis la forte baisse en 2020 à la suite des restrictions sanitaires connues pendant la pandémie COVID-19. L'inflation, même si en baisse, continue d'être pénalisante. Pourtant, en 2024, les assureurs cotés ont réussi à afficher une capacité bénéficiaire agrégée en nette amélioration de 14,7 % à 136,6 MDt. En effet, dans un contexte de faible croissance du PIB, les assureurs ont augmenté leurs primes, compensant ainsi l'inflation. Ceux qui n'ont pas anticipé cette hausse ont vu leur ratio combiné se dégrader. En 2024, l'amélioration de la capacité bénéficiaire du secteur coté trouve son origine dans l'envolée des résultats techniques des activités non-vie. En effet, le résultat technique non-vie agrégé des assureurs cotés s'est hissé de 71,8 % à 63,7 MDt. Quant à lui, le résultat technique agrégé vie s'est effrité de 10,4 % à 56,8 MDt.

L'activité financière continue d'alimenter la profitabilité des assureurs. En effet, les produits nets des placements cumulés du secteur coté ont progressé de 4 % à 344,6 MDt en 2024.

Il convient de préciser que la rentabilité des assureurs a été pénalisée en 2024 par la loi de Finances 2025 ayant soumis les assureurs à un taux d'IS de 40 % au lieu de 35 %. Les entreprises d'assurance et de réassurance sont également soumises à l'instar des banques et des établissements financiers à une contribution conjoncturelle de 4 % et à une cotisation sociale de solidarité de 4 % pour l'année 2024 à déclarer en

«Le ratio combiné moyen du secteur assurantiel coté, la composante essentielle pour appréhender la rentabilité technique des activités d'assurance, s'est nettement détérioré, en 2024.»

2025. Les assureurs ont été, également, tenus de payer une taxe de 1 % de leurs primes émises en faveur d'un fonds de protection sociale pour les ouvrières agricoles, dont la création a été prévue dans la loi de Finances 2025.

a. Un ratio combiné en détérioration en raison d'une sinistralité élevée

Le ratio combiné moyen du secteur (le rapport des prestations versées pour sinistres, des dotations et des frais généraux sur le chiffre d'affaires total), la composante essentielle pour appréhender la rentabilité technique des activités d'assurance, s'est nettement détérioré, en 2024, pour s'établir à 117,9 % contre 93,6 % en 2023, et ce, en raison d'une sinistralité élevée.

ASTRÉE a été l'assureur coté le plus lésé, affichant un ratio combiné passant de 101,2 % en 2023 à 256 % en 2024, et ce, en raison d'une forte sinistralité, touchant toutes ses branches d'activité, notamment la branche vie.

Même si en amélioration, le ratio combiné de la **STAR** dépasse largement la norme de 100 %, s'établissant à 110 %. Le ratio combiné des activités vie et non-vie d'**ASSURANCES MAGHREBIA**, se maintient à 94,2 %, en dessous de la norme requise.

BH ASSURANCES a affiché, comme à l'accoutumée, le ratio combiné le plus attractif du secteur, nettement en dessous de la norme réglementaire de 100 %, s'établissant à 82 % pour ses activités vie et non-vie.

Volatilité de la profitabilité

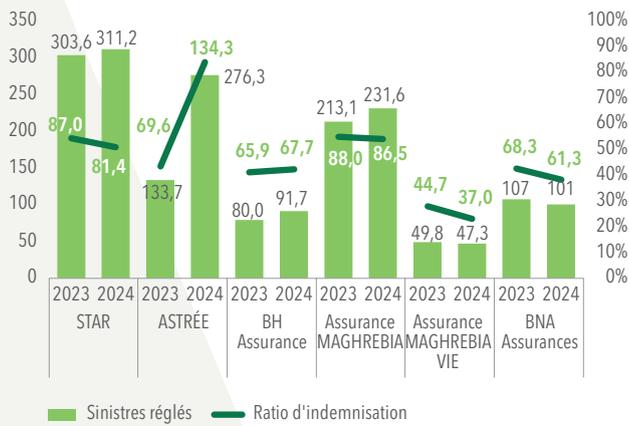
Chiffres en MDt	Ratio combiné			Résultat Net			ROE			Rendement net placements	
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2023	2024
STAR**	119,0 %	119,1 %	110,0 %	29,3	23,3	27,5	8,2 %	6,6 %	7,5 %	9,5 %	8,9 %
ASTRÉE**	102,5 %	101,2 %	256,0 %	17,1	22,7	29,0	11,5 %	14,6 %	17,0 %	9,3 %	8,5 %
BH ASSURANCE	86,0 %	76,0 %	82,0 %	13,3	13,2	11,0	17,1 %	15,0 %	11,3 %	8,4 %	7,5 %
ASSURANCES MAGHREBIA*	95,2 %	94,3 %	94,2 %	29,6	33,5	32,6	22,3 %	22,0 %	19,9 %	7,5 %	7,4 %
ASSURANCES MAGHREBIA VIE	60,6 %	64,0 %	64,0 %	16,2	17,8	20,2	15,4 %	16,0 %	14,6 %	7,0 %	6,7 %
BNA ASSURANCES	106,4 %	107,1 %	101,0 %	5,6	8,6	16,3	7,3 %	10,1 %	16,2 %	7,4 %	7,6 %
Moyenne du secteur	94,9 %	93,6 %	117,9 %	21,1	110,4	120,3	13,6 %	14,4 %	14,4 %	8,3 %	7,8 %

* Il s'agit du ratio combiné de l'activité non-vie.

** chiffres estimés par TUNISIE VALEURS.

Sources : rapports annuels de gestion des assureurs cotés et compilation de TUNISIE VALEURS.

Évolution des sinistres réglés (en MDt) et du ratio d'indemnisation des assureurs cotés



Sources : rapports annuels de gestion des assureurs cotés et compilation de TUNISIE VALEURS.

Le ratio combiné de **BNA ASSURANCES**, se maintient à un niveau proche de la norme requise, s'établissant à 101 %.

Exceptés **ASSURANCES MAGHREBIA VIE** et **BNA ASSURANCES**, tous les assureurs de la place ont connu une hausse de leurs sinistres réglés.

À fin 2024, **ASTRÉE** a été le plus touché. Ses charges de sinistres ont plus que doublé pour s'établir à 276,3 MDt. L'assureur a vu son ratio d'indemnisation augmenter considérablement (Sinistres réglés/Primes émises) passant de 69,9 % en 2023 à 134,3 % en 2024. Il s'agit, du ratio le plus élevé du secteur coté. En 2024, la charge sinistres pour la branche vie a été pratiquement multipliée par cinq totalisant la somme de 163,6 MDt, contre une charge de 33,7 MDt constatée en 2023. L'aggravation de la sinistralité de la branche non-vie s'explique par la survenance d'un sinistre majeur au niveau du segment Entreprises coûtant environ 9 MDt et par le renchérissement du coût des indemnisations de la branche automobile.

En 2024, la **STAR** a réussi à contenir la croissance de ses charges de sinistres à +2,5 % à 311,2 MDt. L'assureur a réussi à améliorer son ratio d'indemnisation de 5,6 points de pourcentage à 81,4 %.

Le ratio d'indemnisation d'**ASSURANCES MAGHREBIA**, même si en baisse de 1,5 point de pourcentage, il demeure parmi les plus élevés (86,5 %).

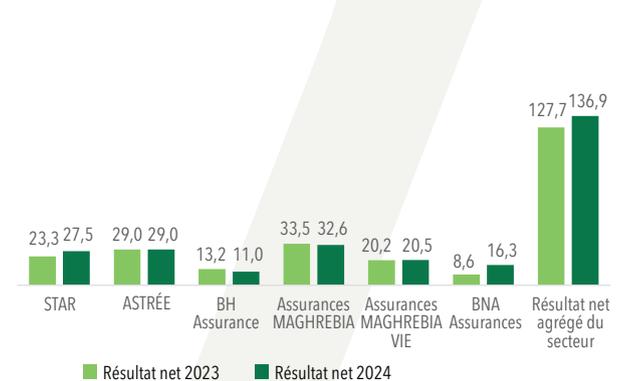
BH ASSURANCE, **BNA ASSURANCES** et **ASSURANCES MAGHREBIA VIE** ont affiché des ratios d'indemnisation respectifs de 67,7 %, 61,3 % et 37 %.

b. Une capacité bénéficiaire en nette amélioration

La capacité bénéficiaire agrégée du secteur a connu, en 2024, une nette amélioration de 14,7 % à 136,6 MDt. À l'exception de **BH ASSURANCE** et d'**ASSURANCES MAGHREBIA**, qui ont affiché des résultats nets en léger retrait, tous les assureurs ont connu une croissance de leur Bottom line, et ce, en dépit du nouveau taux d'imposition passant de 35 % à 40 % et de la nouvelle taxe de 1 % sur les primes émises.

La **STAR** a publié un résultat net consolidé en forte ascension de 18,1 % à 27,5 MDt. Cette amélioration traduit essentiellement une marge technique non-vie qui s'est hissée de 35,1 MDt grâce à la baisse de la sinistralité de la branche auto,

Évolution des résultats nets des assureurs cotés (en MDt)



Sources : rapports annuels de gestion des assureurs cotés et compilation de TUNISIE VALEURS.

au fort développement commercial et au boni lié à la stratégie de provisionnement prudente sur sinistres antérieurs. Toutefois, la marge technique vie de l'assureur a accusé un repli de -6,1 MDt en raison d'une sinistralité grandissante en temporaire décès. Le résultat financier a été en baisse de 2 MDt avant retraitement des plus-values de cession non récurrentes. Il convient de noter que, sur la période 2020-2023, la compagnie n'a payé que le minimum d'impôt.

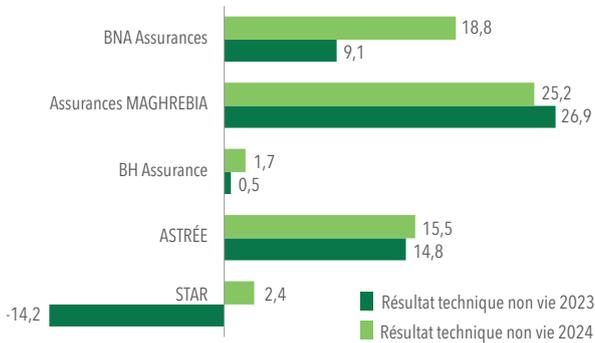
En dépit de la forte sinistralité que l'assureur a connue, **ASTRÉE** a affiché un résultat net en forte ascension de 27,8 % à 29 MDt. En effet, le résultat technique vie s'est hissé de 16,4 %, et ce, grâce à la constatation en 2024 d'une importante reprise sur provision de 88,5 MDt, contre un effort de provisionnement de 33,9 MDt une année auparavant, absorbant la flambée de la charge sinistres de l'année écoulée. De même, le résultat technique de la branche non-vie a progressé de 5,1 % pour atteindre 15,5 MDt.

Le résultat net de **BNA ASSURANCES** a quasiment doublé pour s'établir à 16,3 MDt à fin 2024 contre 8,6 MDt à fin 2023, et ce grâce à l'amélioration notable du résultat technique de branche non-vie, passant de 5,4 MDt en 2023 à 18,7 MDt en 2024. Le résultat technique vie s'est dégradé en raison de la constitution massive de provisions techniques à la suite de la croissance de l'activité prévoyance.

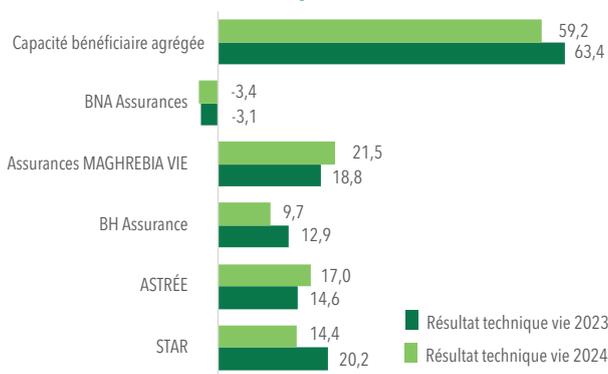
BH ASSURANCE a vu son résultat net se dégrader de 16,4 % à 11 MDt en 2024 en raison de la dégradation du résultat technique vie (-25 % à 9,7 MDt). Le résultat technique non-vie est passé de 0,5 MDt en 2023 à 1,7 MDt en 2024.

« En dépit d'une sinistralité inédite, les assureurs cotés ont affiché une croissance à deux chiffres de leur capacité bénéficiaire. »

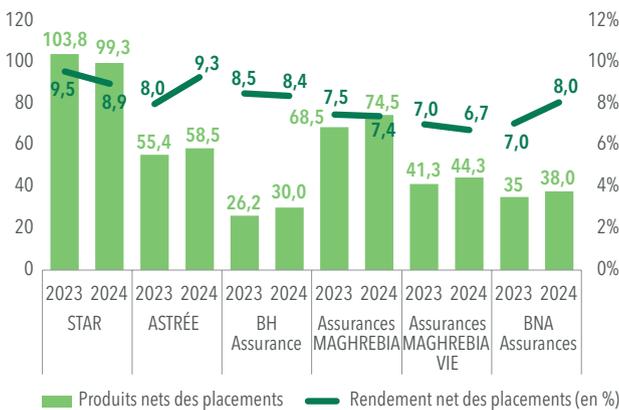
Évolution des résultats techniques non-vie (en MDt)



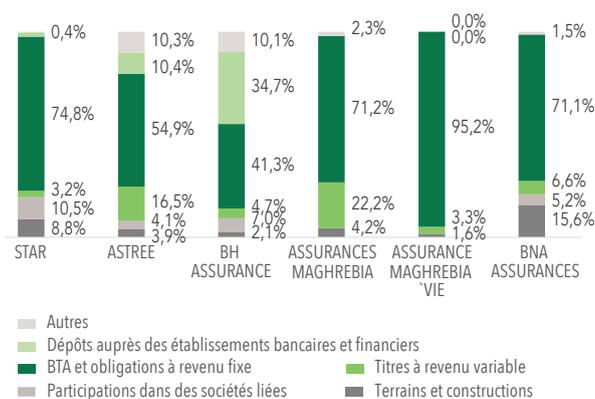
Évolution des résultats techniques vie (en MDt)



Produits financiers nets et rendement des placements des assureurs cotés (en MDt)



Structure des placements financiers des assureurs cotés



Sources : rapports annuels de gestion des assureurs cotés et compilation de TUNISIE VALEURS.

Les états financiers consolidés du groupe **ASSURANCES MAGHREBIA** relatifs à l'exercice 2024 font ressortir un résultat net consolidé en légère amélioration à 42,4 MDt, contre 42,2 MDt en 2023. Le résultat net non-vie s'est amélioré de 1,8 % à 28,4 MDt, offrant ainsi un ROE attractif de 21,9 % contre un 24,1 % en 2023. Quant à lui, le résultat net de la branche vie s'est hissé de 13,1 % à 20,2 MDt, soit un ROE de 17,1 % contre un ROE de 16,5 % une année auparavant. Ainsi, le groupe **ASSURANCES MAGHREBIA** a réussi à dépasser légèrement les objectifs de son business plan pour 2024.

En matière de rentabilité des capitaux propres, la **STAR** opère en dessous de son potentiel, comparée à ses pairs tunisiens, avec un ROE en 2024 de 7,5 %, contre un ROE moyen de 14,4 % pour le secteur coté. **ASSURANCES MAGHREBIA** affiche le meilleur ROE du secteur (19,9 %), suivie par **ASTRÉE** (17 %) et **BNA ASSURANCES** (16 %). **ASSURANCES MAGHREBIA VIE** a, pour sa part, affiché un ROE en 2024 de 14,6 %.

L'activité financière continue de soutenir la rentabilité des assureurs. À fin 2024, le produit financier net cumulé de secteur de l'assurance coté s'est élevé à 344,6 MDt, soit une progression annuelle de 4 %. En 2025, l'activité financière sera pénalisée par la révision à la baisse du taux directeur de 50 points de base depuis mars 2025. Néanmoins, elle continue de profiter de l'abandon de la retenue à la source définitive et libératoire de 35 % et sa fixation à 20 % pour l'ensemble des produits de taux. Cette activité a bénéficié également de la levée graduelle des restrictions, depuis 2021, sur les distributions de dividendes qui ont pesé sur le rendement des portefeuilles de placement et leurs valorisations, notamment la valorisation des valeurs bancaires et de certaines valeurs financières.

2.3. La solidité bilancielle des assureurs cotés

Nous avons essayé de mesurer la solidité bilancielle des assureurs cotés par le ratio de solvabilité (Marge de solvabilité réelle/Marge de solvabilité réglementaire) et le taux de couverture (Placements/Provisions), servant de variable proxy pour l'évaluation de la gestion Actifs/Passifs des assureurs. Dans le cadre de l'alignement du secteur aux exigences prudentielles avec les standards internationaux, un nouveau cadre réglementaire a été adopté par le Comité général des Assurances portant sur le projet de mise en place d'un référentiel de Solvabilité Basée sur les Risques. Ce cadre n'est toujours pas entré en vigueur.

Seuls **STAR**, **ASSURANCES MAGHREBIA**, **ASSURANCES MAGHREBIA VIE** et **BNA ASSURANCES** communiquent leur ratio de solvabilité. Ces compagnies affichent des marges réglementaires confortables, supérieures à la norme réglementaire requise.

En ce qui concerne le taux de couverture des provisions par les placements financiers, le ratio est bien au-dessus de la norme de 100 % pour l'ensemble du secteur coté.

2.4. Le rendement des titres des assureurs cotés

Le tableau des multiples de valorisation montre que certains assureurs présentent des niveaux de valorisation élevés, ainsi qu'un niveau de rémunération en dividendes peu généreux.

Solidité bilancielle

Chiffres en MDt	Tx de couverture (Placements/Prov°)			Ratio de solvabilité		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
STAR	118,6 %	115,2 %	113,2 %	430 %	450 %	420 %
ASTRÉE	116,8 %	117,8 %	120,2 %	n.c.	n.c.	n.c.
BH ASSURANCE	105,0 %	100,0 %	101,5 %	n.c.	n.c.	n.c.
ASSURANCES MAGHREBIA	114,1 %	129,1 %	139,8 %	n.c.	370 %	n.c.
ASSURANCES MAGHREBIA VIE	115,2 %	114,7 %	111,5 %	431 %	429 %	n.c.
BNA ASSURANCES	104,3 %	102,7 %	104,9 %	170 %	238 %	262 %
Moyenne du secteur	112,3 %	113,2 %	115,2 %			

Sources : rapports annuels de gestion des assureurs cotés et compilation de TUNISIE VALEURS.

ASSURANCES MAGHREBIA se distingue par le niveau de valorisation le plus attractif du secteur coté, avec un P/B de 1,1 x, contre une moyenne de 1,7 x pour le secteur coté et un PER 2025e de 6,7 x contre un PER moyen estimé en 2025 pour l'ensemble du secteur coté de 12,7 x. La compagnie présente également le rendement en dividende le plus attractif du secteur avec un yield de 6,3 %, contre un rendement moyen de 3,7 % pour le secteur.

ASSURANCES MAGHREBIA VIE présente des ratios de valorisation attractifs, soient un P/E 2025e de 6,6 x et un P/B 2025e de 1,1 x, inférieurs à la moyenne du secteur. La compagnie affiche le meilleur rendement en dividendes estimé en 2025 à 6,2 %.

La **STAR** traite à un niveau de valorisation plus cher que la moyenne du secteur coté en termes de P/E 2025e à 18,2 x. La compagnie présente un rendement en dividendes 2025e de 3,6 %, en ligne avec la moyenne du secteur coté, qui s'établit à 3,7 %.

BH ASSURANCE traite également à un niveau de valorisation plus cher que la moyenne du secteur coté en termes de P/E 2025e (14,4 x) et de P/B 2025e (1,6 x). Elle affiche, également, le plus faible rendement en dividendes du secteur coté.

« Dans le cadre de l'alignement du secteur aux exigences prudentielles avec les standards internationaux, un nouveau cadre réglementaire a été adopté par le Comité général des Assurances portant sur le projet de mise en place d'un référentiel de Solvabilité Basée sur les Risques. Ce cadre n'est toujours pas entré en vigueur. »

BNA ASSURANCES est l'assureur qui présente le niveau de valorisation le plus cher en termes de PER 2025e (20,1 x) et de P/B 2025e (3,7 x). La compagnie ne distribue pas de dividendes.

ASTRÉE traite à des multiples de valorisation acceptables, légèrement en dessous de la moyenne du secteur. L'assureur affiche un faible rendement en dividendes estimé en 2025 à 2,4 %, inférieur au rendement moyen du secteur coté (3,7 %).

Chiffres en MDt	P/E		P/B		Rendement en Div.	
	2024	2025e	2024	2025e	2024	2025e
STAR	19,6	18,2	1,3	1,3	3,6%	3,6%
ASSURANCES MAGHREBIA	6,9	6,7	1,1	1,1	6,3%	6,3%
BH ASSURANCE	15,2	14,4	1,6	1,6	2,4%	2,4%
ASTRÉE	n.s.	10,1	1,6	1,6	-	-
ASSURANCES MAGHREBIA VIE	7,2	6,6	1,1	1,1	6,2%	6,2%
BNA ASSURANCES	18,0	20,1	2,9	3,7	0,0%	0,0%
Moyenne du secteur coté	13,4	12,7	1,6	1,7	3,7%	3,7%

Sources : rapports annuels de gestion des assureurs cotés, compilation et prévisions de TUNISIE VALEURS.

2.5. La liquidité des titres des assureurs cotés

La liquidité est jaugée par le taux de rotation moyen des titres. Les titres échangés sont ajustés des transactions de bloc. Sans exception, tous les assureurs de la place sont faiblement échangés, affichant un taux de rotation inférieur à 30 %. Le secteur ne semble pas attirer les investisseurs, vraisemblablement, en raison de son faible rendement en dividende et des mutations réglementaires, notamment le passage aux normes internationales dont l'impact commence à être explicité par certains assureurs.

Période 2021– Septembre 2025	Moy. des titres échangés*/flottant
STAR	21 %
ASTRÉE	3 %
BH ASSURANCE	12 %
ASSURANCES MAGHREBIA	20 %
ASSURANCES MAGHREBIA VIE	20 %
BNA ASSURANCES	6 %

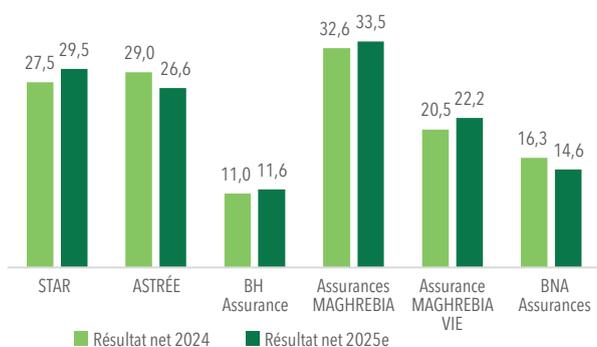
*Le nombre de titres échangés est ajusté des transactions de bloc.

Sources : BVMT et TUNISIE VALEURS.

IV. PERSPECTIVES 2025 ET OPINIONS DE TUNISIE VALEURS

En somme, malgré un environnement macroéconomique contraignant et un cadre fiscal alourdi, le secteur de l'assurance tunisien a su démontrer en 2024 une résilience notable. La progression soutenue de la collecte de primes, conjuguée à une amélioration des résultats techniques et financiers, atteste de la solidité structurelle du marché et de la capacité d'adaptation des compagnies face aux chocs successifs. Toutefois, la montée de la sinistralité, la pression concurrentielle et le durcissement des prélèvements obligatoires demeurent des défis majeurs susceptibles de freiner la rentabilité future du secteur.

Évolution de la capacité bénéficiaire des assureurs cotés (en MDt)



Sources : rapports annuels de gestion des assureurs cotés, compilation et prévisions de TUNISIE VALEURS.

«La progression soutenue de la collecte de primes, conjuguée à une amélioration des résultats techniques et financiers, atteste de la solidité structurelle du marché et de la capacité d'adaptation des compagnies face aux chocs successifs.»

Dans ce contexte, la recherche d'une efficacité opérationnelle accrue, la diversification des produits et la digitalisation des services devraient constituer les leviers clés pour préserver les équilibres techniques et renforcer la profitabilité à moyen terme.

■ **ASSURANCES MAGHREBIA** : L'assureur est, sans conteste, notre «Best Pick» du secteur. Le titre se distingue par la résilience de son business model et sa bonne rentabilité technique (un ratio combiné de 94,2 % en 2024 pour ses activités non-vie). En 2024, l'assureur a affiché un ROE attractif de 19,9 %, contre une moyenne du secteur de 14,4 %. À fin juin 2025, le groupe ASSURANCES MAGHREBIA a affiché un résultat net de 31,2 MDt, en hausse de 17,2 %. En bourse, le titre affiche les niveaux de valorisation les plus intéressants ainsi que le rendement en dividendes le plus attractif. **Nous recommandons le titre à «l'Achat».** 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.

■ **STAR** est incontestablement un titre de qualité. L'assureur préserve son positionnement de leader sur le marché local et se distingue par rapport à ses pairs par sa solidité bilancielle. Un critère très important dans ce contexte de changement réglementaire et de passage aux normes IFRS. En effet, la compagnie jouit de larges fonds propres, lui permettant d'afficher une marge de solvabilité confortable, s'établissant à 4,2 x la marge réglementaire requise. L'assureur jouit, également, du portefeuille d'actifs le plus conséquent. L'assainissement des niches non onéreuses permettrait à l'assureur de poursuivre pleinement ses ambitions de croissance pérenne et d'améliorer sa rentabilité dans les prochaines années. À fin juin 2025, le résultat net de l'assureur s'est hissé de 46,9 % à 20,7 MDt. **Au vu des bons fondamentaux de la compagnie, nous réitérons notre opinion «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.

■ **ASSURANCES MAGHREBIA VIE** : L'assureur Vie figure parmi nos Best Picks du secteur. Le titre se distingue par la résilience de son business model, sa solidité bilancielle (une marge de solvabilité confortable) ainsi que sa bonne rentabilité technique (un ratio combiné de 64 % en 2024). Le titre traite à des niveaux de valorisation attractifs, nettement en dessous de la moyenne du secteur, tout en offrant un rendement en dividendes parmi les plus attractifs du secteur (6,2 %). **Nous recommandons le titre à «l'Achat».**

■ **BH ASSURANCE** : La compagnie se distingue par un business model résilient et par une rentabilité technique attractive (un ratio combiné de 82 %). À fin juin 2025, le résultat net de la compagnie a légèrement progressé de 2,7 % à 3,1 MDt. Le titre BH ASSURANCES traite, toutefois, à des niveaux de valorisation plus chers que la moyenne du secteur coté en termes de P/E et de P/B en 2025. Le titre affiche aussi le plus faible rendement en dividendes. **Nous recommandons de « Conserver » le titre.**

■ **ASTRÉE** : L'assureur affiche un business model résilient et une rentabilité satisfaisante. En 2024, ASTRÉE a affiché un ROE attractif de 17 %, supérieur au ROE moyen du secteur coté. Au terme du premier semestre 2025, le résultat net de l'assureur a bondi de 17,3 % à 23,6 MDt. La compagnie traite à des multiples de valorisation acceptables, légèrement en

dessous de la moyenne du secteur. L'assureur affiche, néanmoins, un faible rendement en dividendes estimé en 2025 à 2,4 %, inférieur au rendement moyen du secteur coté (3,7 %). **Nous recommandons de « Conserver » le titre.**

■ **BNA ASSURANCES** : L'assureur, nouvellement introduit sur le marché principal, a affiché une rentabilité en nette amélioration en 2024 ainsi qu'un ratio combiné global acceptable de 98,9 % et un ratio de solvabilité réglementaire de 262 %, supérieur à la norme réglementaire requise de 100 %. À la fin du premier semestre 2025, le résultat net de l'assureur a progressé de 5,9 % à 7,2 MDt. Toutefois, BNA ASSURANCES est l'assureur qui présente le niveau de valorisation le plus cher en termes de PER 2025e (20,1 x) et de P/B 2025e (3,7 x). La compagnie ne distribue pas de dividendes. **Nous recommandons de « Conserver » le titre.**

SECTEUR DU LEASING

Le secteur gagne en résilience, mais la vigilance reste de mise

Points clés

- En 2024, la production du secteur du leasing coté a poursuivi sa dynamique positive amorcée en 2021, après le passage à vide lié à la COVID-19. Les mises en force du secteur ont reporté une croissance solide de 9,2 % en glissement annuel, dépassant la barre des 2 milliards de dinars.
- En 2024, le secteur du leasing coté a globalement maintenu la même cadence de croissance au niveau du Produit Net par rapport à 2023. Le chiffre d'affaires net agrégé des leaseurs cotés a progressé de 4,8 % pour atteindre 292,5 MDt.
- Le contexte inflationniste qui a prévalu en 2024 a entraîné une hausse des charges opératoires. Cette situation s'est traduite, pour l'ensemble du secteur du leasing coté, par une dégradation de la productivité.
- Malgré le contexte opérationnel difficile, les leaseurs cotés ont réussi à améliorer la qualité de leurs actifs. Témoignant d'une sélectivité accrue en matière de risques et d'une activité de recouvrement dynamique, les leaseurs ont pu tirer les leçons du passé et continuer à se remettre des dégâts de la crise de la COVID-19 sur leurs portefeuilles de créances.
- Tirant parti de l'allègement continu du coût du risque (-8,7 % à 18 MDt en 2024), la rentabilité du secteur du leasing coté a été au rendez-vous en 2024. La masse bénéficiaire individuelle du secteur du leasing coté a légèrement progressé de 2,9 % à 100,6 MDt. Cette évolution poussive du Bottom line agrégé du secteur tient compte de la montée de la pression fiscale en 2024.
- Sur les dernières années, le secteur du leasing coté en Tunisie a présenté des résultats globalement mitigés. L'amélioration de la rentabilité opérationnelle et le renforcement de la qualité des actifs incitent à l'optimisme, tandis que la hausse des charges d'exploitation pèse sur la productivité. Le secteur reste ainsi confronté à des défis persistants, qui continuent de freiner son développement. Sur le papier, le secteur du leasing a tout pour séduire : une valorisation intéressante en termes de P/B (P/B 2025e de 1 x) et de PER (PER 2025e 7,9 x), avec en prime une rémunération généreuse en dividende (un Dividend yield de 6,7 % en 2025e). Cependant, la faible liquidité boursière du secteur (5 établissements de leasing sur 7 cotant sur le fixing) et la conjoncture fluctuante ne plaident pas en faveur d'un positionnement à l'achat sur l'ensemble du secteur à l'heure actuelle. La temporisation reste le mot d'ordre.

LEASING

Le secteur du leasing coté en chiffres

(chiffres au 31.12.2024 sauf indication contraire)

- 7 établissements cotés
- 8,3 % de contribution dans la Formation Brute du Capital Fixe
- 1010,2 MDt de capitalisation boursière, soit 3,3 % de la capitalisation boursière du marché des actions*
- 2,2 milliards de dinars de mises en force agrégées
- 292,5 MDt de Produit Net agrégé
- 100,6 MDt de bénéfices nets individuels agrégés
- 25,6 % de flottant moyen
- 4,1 % des échanges cumulés du marché des actions*

* Données au 30 septembre 2025

I. PRÉSENTATION DU SECTEUR DE LEASING TUNISIEN

Benjamin du secteur financier, le leasing a connu depuis son lancement dans les années 80 un développement soutenu. Réservé exclusivement au financement des biens à usage professionnel, le leasing a connu un franc succès auprès des PME qui le voient comme un mode de financement préféré au crédit bancaire pour sa célérité.

C'est sous l'impulsion des banques ayant perçu le leasing comme une activité naturellement intégrée dans leur métier que la majorité des compagnies de leasing spécialisées ont été créées. Le secteur bancaire reste, à ce jour, l'actionnaire de référence des compagnies du leasing avec une participation moyenne de plus de 50 % dans le capital et une présence dans le tour de table de six leaseurs sur huit.

Avec sept sociétés cotées, le secteur du leasing est aujourd'hui bien représenté en bourse. Seule la **BTK LEASING (ex-AIL)**, filiale de la BTK BANK, n'a pas encore fait le pas vers le marché des actions.

Aujourd'hui, les sociétés de leasing financent des milliers de véhicules légers, de machines industrielles et d'équipements

Ratios boursiers*

■ PER 2025e	7,9 x
■ P/B ajusté 2025e**	1,0 x
■ Dividend yield 2025e	6,7 %
■ ROE 2025e	13,2 %
■ Performance annuelle***	+39,7 %

** Calculé sur la base d'un taux de couverture des créances classées uniforme de 70 % pour tout le secteur coté.

*** Performance de l'indice des services financiers publié par la BVMT.

Présentation du secteur

Société	Date de création	Date de l'IPO	Actionnaire de référence	Pourcentage de contrôle	Flottant
TUNISIE LEASING & FACTORING	1984	1992	Groupe AMEN BANK	37,6%	25,3%
CIL	1992	1997	SOCIÉTÉ GÉNÉRALE FINANCIÈRE *	40,5%	28,4%
ATL	1993	1997	ARAB TUNISIAN BANK	40,0%	40,7%
ATTIJARI LEASING	1994	1999	Groupe ATTIJARI BANK	63,8%	9,8%
BH LEASING	1997	2010	Groupe BH BANK	41,6%	29,5%
BEST LEASE	1999	2013	ARAB LEASING INTERNATIONAL FINANCE	40,7%	20,0%
HANNIBAL LEASE	2001	2013	Groupe JILANI	27,4%	25,2%

* Société majoritairement détenue par M. Mohamed Brigui, l'actuel Président du Conseil d'Administration de la CIL.

Source : BVMT.

agricoles. C'est un secteur, bien encadré par la Banque centrale de Tunisie, qui continue à soutenir l'investissement même dans les cycles économiques baissiers.

II. ÉTAT DES LIEUX DU SECTEUR DU LEASING COTÉ EN 2024 ET PERSPECTIVES 2025

L'année 2024 a tenu ses promesses pour le secteur du leasing coté. Les loueurs cotés ont poursuivi le redressement de leur activité et continué à panser les plaies de la crise de la COVID-19. Les mises en force ont continué leur trajectoire haussière, permettant à l'encours de leasing de poursuivre son élan positif. Le secteur s'est bien défendu au niveau de la génération de Produit Net face aux pressions sur les taux. Le secteur continue tant que bien que mal à assainir sa qualité du portefeuille. L'accalmie au niveau du coût net du risque a permis aux loueurs de surmonter la hausse de la pression fiscale et de garder le cap de la croissance profitable.

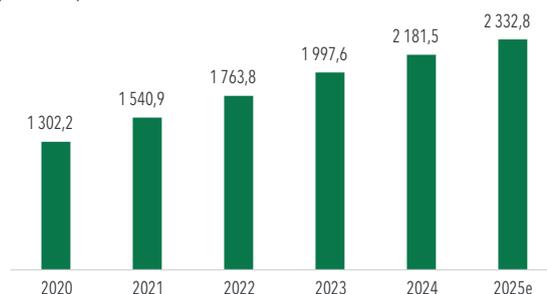
En réalité, les leaseurs cotés ont dû composer en 2024 avec une conjoncture difficile, marquée par :

- Une faible croissance économique (1,4 % sur l'année pleine 2024) et un investissement en berne, générant une baisse de la demande de financements de certains secteurs, un allongement des délais de paiement et une dégradation du profil payeur des clients ;
- Un contexte de taux d'intérêt élevés avec un TMM annuel moyen de 8 %, quasi stable par rapport à 2023 ;
- Une poursuite du retour de l'épargne vers le circuit bancaire et du retour de la liquidité vers le marché obligataire privé, malgré une activité intense d'émission d'emprunts d'État par le Trésor.

1. La production

En 2024, la production du secteur du leasing coté a poursuivi sa dynamique de croissance amorcée en 2021, après le passage à vide lié à la COVID-19. Les mises en force du secteur du leasing ont reporté une croissance solide de 9,2 % en glissement annuel, dépassant la barre des 2 milliards de dinars. Toutes les sociétés de leasing ont vu leurs mises en force progresser en 2024.

Évolution des mises en force du secteur du leasing coté (en MDt)



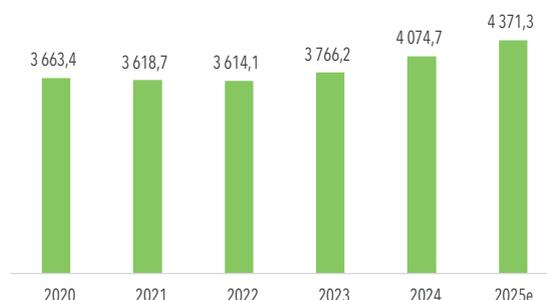
Sources : états financiers des leaseurs cotés, compilation et prévisions de TUNISIE VALEURS.

Accaparant une part de marché modeste (6,9 %), **BH LEASING** a enregistré la plus forte progression des mises en force (+33,8 % à 151 MDt) en 2024.

De son côté, l'**ATL** a témoigné d'une bonne dynamique commerciale, tirant notamment profit des synergies avec ses deux banques mères, la BNA et l'ATB, pour afficher une amélioration notable de ses mises en force (+14,9 % à 381,9 MDt en 2024).

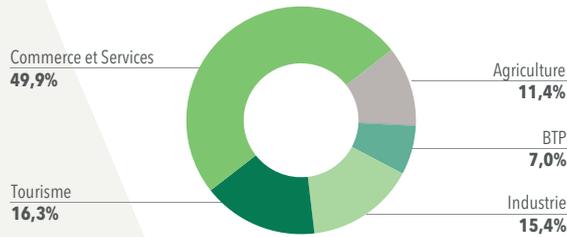
TUNISIE LEASING & FACTORING maintient sa position de leader incontesté du secteur avec une part de marché de 22 % à fin 2024 en termes de mises en force. Le leaseur n° 1 en Tunisie a clôturé l'année 2024 avec des mises en force totales de 480 MDt (en hausse de 5,7 % par rapport à 2023).

Évolution de l'encours de leasing du secteur du leasing coté (en MDt)



Sources : états financiers des leaseurs cotés, compilation et prévisions de TUNISIE VALEURS.

Structure de l'encours de leasing par secteur d'activité (2024)



Sources : états financiers des leaseurs cotés et compilation de TUNISIE VALEURS.

Parts de marché des leaseurs cotés en termes d'encours de leasing (2024)



Sources : états financiers des leaseurs cotés et compilation de TUNISIE VALEURS.

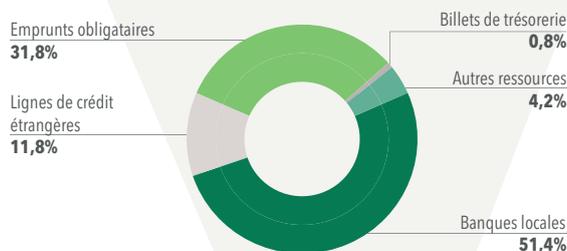
Ces dernières années, le leasing a trouvé un appui décisif dans le retour de l'épargne vers le circuit bancaire et le marché obligataire privé. Par ailleurs, l'introduction, depuis 2020, d'un mécanisme de refinancement à un mois dédié aux créances des banques vis-à-vis des sociétés de leasing a agi comme un levier pour le refinancement du secteur. Dans cet environnement marqué par la disponibilité du refinancement, les leaseurs cotés ont pu renouer avec une dynamique de production supérieure à celle observée avant la pandémie de la COVID-19.

Grâce à la bonne dynamique de la production en 2024, l'encours de leasing agrégé du secteur a augmenté de 8,2 %, franchissant la barre des 4 milliards de dinars.

L'encours de leasing du secteur reste dominé par le secteur des services et du commerce (49,9 %), suivi du secteur touristique (16,3 %).

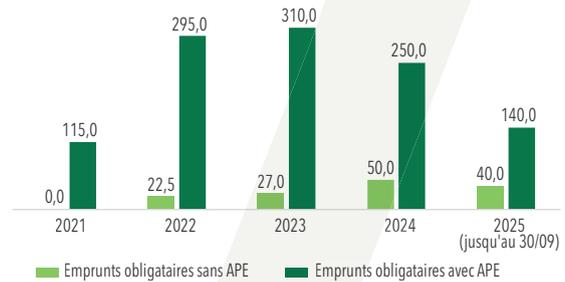
À fin 2024, les établissements du leasing comptent un encours total des ressources de 2,7 milliards de dinars. Cette enveloppe se répartit entre 51 % de financements provenant des banques locales, 12 % des banques étrangères, 32 %

Structure des ressources du secteur du leasing coté (2024)



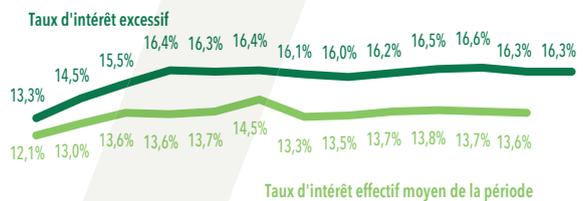
Sources : états financiers des leaseurs cotés et compilation de TUNISIE VALEURS.

Évolution du montant des émissions obligataires du secteur du leasing coté (en MDt)



Source : CMF.

Évolution des principaux taux d'intérêt du secteur du leasing



Sources : ministère des Finances et BCT.

Les loueurs tunisiens, ayant un accès limité au refinancement indirect de la BCT et étant interdits de collecter des dépôts, sont constamment en quête de nouvelles sources de financement et sont appelés autant que faire se peut à diversifier leurs ressources.

des émissions obligataires, 1 % de billets de trésorerie et 4 % provenant d'autres sources de financement (comme les certificats de dépôt).

Sur les dernières années, le secteur du leasing coté a dû faire face au tarissement des ressources étrangères. Ce constat est probablement lié au renchérissement des lignes de financement extérieures. Les emprunts accordés sous forme de lignes de financement extérieures ont en effet affiché un net repli (-32,3 % à 320,5 MDt) en 2024.

En 2024, les sociétés de leasing ont procédé à dix émissions obligataires, levant un montant total de 315,6 MDt, soit 68 % de l'ensemble des levées obligataires réalisées sur le marché de la dette Corporate.

Le début de l'année 2025 a été moins porteur pour le secteur du leasing coté s'agissant de la production. Malgré l'amélioration des indicateurs macroéconomiques et une croissance économique en progression (une croissance du PIB de 2,4 % sur le S1 2025), les mises en force agrégées du

Mises en force annuelles

Chiffres en MDt	2023	2024	Variation	2025e	Variation
TUNISIE LEASING & FACTORING	454	479,9	+5,7%	493,1	+2,8%
ATL	332,3	381,9	+14,9%	401	+5,0%
CIL	354,9	375,1	+5,7%	405,1	+8,0%
HANNIBAL LEASE	341,1	370,4	+8,6%	426	+15,0%
ATTIJARI LEASING	265,5	283,2	+6,7%	300,2	+6,0%
BEST LEASE	137,1	140	+2,2%	161	+15,0%
BH LEASING	112,8	151	+33,8%	146,4	-3,0%
Secteur du leasing coté	1997,6	2181,5	+9,2%	2332,8	+6,9%

Sources : états financiers des leaseurs cotés, compilation et prévisions de TUNISIE VALEURS.

Mises en force semestrielles

Chiffres en MDt	S1 2024	S1 2025	Variation
TUNISIE LEASING & FACTORING	237,3	238,4	+0,5%
CIL	173,4	186,5	+7,5%
ATL	198,5	200,4	+1,0%
ATTIJARI LEASING	132,1	139,7	+5,8%
HANNIBAL LEASE	177,6	205,7	+15,8%
BH LEASING	80,2	77,8	-3,1%
BEST LEASE	70,6	59,3	-16,0%
Secteur du leasing coté	1 069,7	1 107,8	+3,6%

Sources : états financiers du S1 2025 des leaseurs cotés et compilation de TUNISIE VALEURS.

secteur du leasing coté n'ont enregistré qu'une légère hausse de 3,6 %, atteignant 1107 MDt sur le premier semestre de l'année 2025.

Il semble que la bonne tenue du secteur des services, qui a maintenu un rythme d'activité soutenu sur la première moitié de 2025, la performance notable du marché de la concession automobile sur la même période et la détente monétaire opérée par la BCT au terme du mois de mars 2025 n'aient pas suffi à stimuler l'activité de production chez les leaseurs cotés.

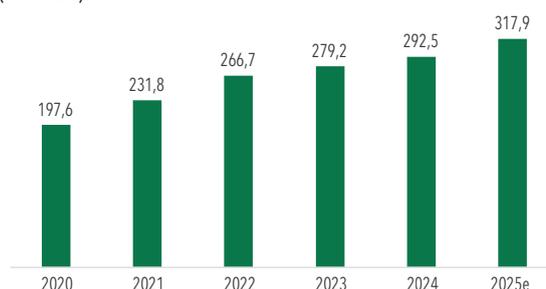
2. Le Produit Net

En 2024, le secteur du leasing coté a globalement maintenu la même cadence de croissance au niveau du Produit Net par rapport à 2023. Le chiffre d'affaires net agrégé des leaseurs a progressé de 4,8 % pour atteindre 292,5 MDt en 2024, contre un TCAM de 12,1 % sur la période 2020-2023.

En effet, dans le contexte de taux élevés et de statu quo monétaire de 2024, le spread de crédit moyen apparent du secteur s'est contracté de 40 pbs pour s'établir à 4,6 %, selon nos estimations. Cette contraction a pesé sur la rentabilité « intrinsèque » du secteur du leasing coté.

À l'issue de l'année 2024, tous les leaseurs ont affiché des évolutions positives de leur Produit Net, hormis **BEST LEASE**

Évolution du Produit Net du secteur du leasing coté (en MDt)



Sources : états financiers des leaseurs cotés, compilation et prévisions de TUNISIE VALEURS.

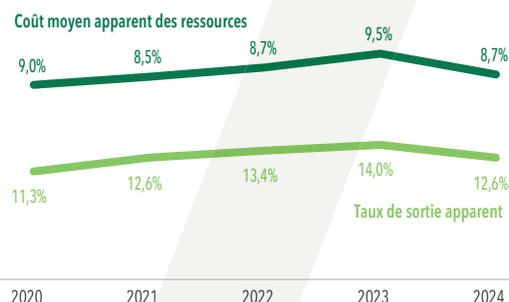
« Le début de l'année 2025 a été moins porteur pour le secteur du leasing coté, en termes de production. »

Parts de marché des sociétés de leasing cotées en termes de Produit Net en 2024



Sources : états financiers des leaseurs cotés et compilation de TUNISIE VALEURS.

Évolution du taux apparent moyen de sortie et du coût apparent moyen des ressources agrégés du secteur du leasing coté



Sources : états financiers des leaseurs cotés, calculs et compilation de TUNISIE VALEURS.

Spread de crédit moyen apparent

	2023	2024	Variation en pbs
TUNISIE LEASING & FACTORING	4,7%	3,7%	-100
ATL	6,0%	6,2%	+20
CIL	5,4%	5,0%	-40
HANNIBAL LEASE	5,0%	4,6%	-40
ATTIJARI LEASING	4,4%	3,9%	-50
BEST LEASE	4,9%	4,4%	-50
BH LEASING	4,6%	4,6%	-
Secteur du leasing coté	5,0%	4,6%	-40

Sources : états financiers des leaseurs cotés, calculs et compilation de TUNISIE VALEURS.

(-5,2 % à 27,4 MDt) et **TUNISIE LEASING & FACTORING** (-0,5 % à 74,9 MDt).

L'unique leaseur islamique en Tunisie, **BEST LEASE**, bien que bénéficiant d'un positionnement de niche, a vu son coût moyen apparent des ressources progresser de 50 pbs pour atteindre 9,9 %, selon nos estimations. Cette augmentation a négativement impacté son Produit Net.

Le repli des revenus nets de **TUNISIE LEASING & FACTORING** s'explique par la mauvaise tenue de l'activité du factoring (une

baisse de -9 % à 22,4 MDt), altérée par l'entrée en vigueur anticipée de la nouvelle loi sur les chèques (loi n° 41-2024). Par conséquent, la baisse du chiffre d'affaires des clients du factoring a entraîné une contraction du volume des créances adossées à des chèques bancaires.

Après une année 2023 décevante sur le plan du Produit Net (une baisse de -4,9 %), **BH LEASING** a remonté la pente en 2024 avec une croissance notable de son chiffre d'affaires net de 23,9 % à 18,5 MDt en 2024, contre une croissance sectorielle moyenne de 4,8 %.

Produit Net annuel

Chiffres en MDt	2023	2024	Variation	2025e	Variation
TUNISIE LEASING & FACTORING	75,3	74,9	-0,5%	83,9	+12,0%
ATL	50,1	55,4	+10,4%	63,1	+14,0%
CIL	42,8	45	+5,2%	46,9	+4,2%
HANNIBAL LEASE	36,5	38,3	+5,0%	43,9	+14,5%
ATTIJARI LEASING	30,5	32,9	+7,6%	35,8	+9,0%
BEST LEASE	29	27,4	-5,2%	30,9	+12,5%
BH LEASING	15	18,5	+23,9%	16,5	-11,0%
Secteur du leasing coté	279,2	292,5	+4,8%	321	+9,8%

Sources : états financiers des leaseurs cotés, compilation et prévisions de TUNISIE VALEURS.

Évolution du Produit Net sur le S1 2025

Chiffres en MDt	S1 2024	S1 2025	Variation
TUNISIE LEASING & FACTORING	40,7	47,6	+16,9%
CIL	22,1	22,8	+3,1%
ATL	26,8	30,6	+14,1%
ATTIJARI LEASING	15,6	16,7	+7,1%
HANNIBAL LEASE	19,5	19,1	-2,1%
BH LEASING	9,3	8,3	-11,0%
BEST LEASE	12,8	14,4	+12,5%
Secteur du leasing coté	146,9	159,5	+8,6%

Sources : états financiers du S1 2025 des leaseurs cotés et compilation de TUNISIE VALEURS.

L'**ATL** a affiché des résultats rassurants sur le plan de la génération des revenus au cours de l'année 2024. Le Produit Net de la compagnie s'est bonifié de 10,4 % pour atteindre 55,4 MDt en 2024. Outre l'effet volume favorable (une production en croissance), la rentabilité de la compagnie a tiré profit d'une optimisation du coût des ressources (-19 pbs à 9,0 % en 2024 au niveau du coût moyen apparent des ressources, selon nos estimations).

L'année 2025 s'est révélée concluante sur le plan de la génération des revenus pour les leaseurs cotés. Néanmoins, la persistance d'une conjoncture atone et la décélération des investissements constituent encore un obstacle à la pleine relance du secteur du leasing.

Sur le premier semestre 2025, le Produit Net agrégé du secteur du leasing coté a progressé de 9 %, atteignant 159,5 MDt comparativement à la même période de 2024.

Cette évolution appréciable s'explique principalement par la bonne tenue des revenus nets de **TUNISIE LEASING & FACTORING**, en hausse de 16,9 % à 47,6 MDt, portée par un bond spectaculaire des produits de participations issus de sa filiale **MAGHREB LEASING ALGÉRIE** (MLA). De son côté, **ATL** a réalisé de très bonnes performances, avec un Produit Net en progression de 14,1 % à 30,6 MDt au premier semestre 2025.

Si l'on exclut les bonnes réalisations de ces deux poids lourds du secteur du leasing coté, l'amélioration des revenus nets du secteur ne serait que de 3 % au cours du S1 2025.

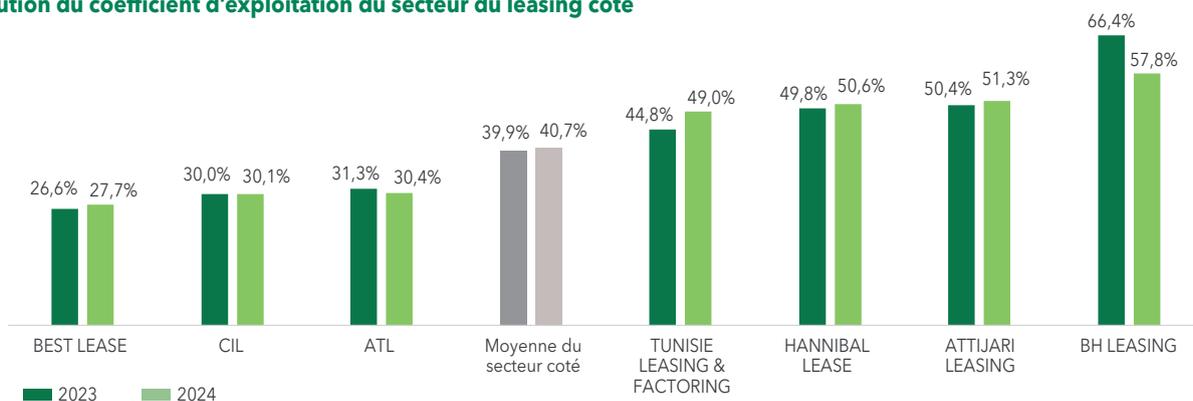
3. La productivité

Se contenter de suivre le Produit Net ne permet pas de saisir la réalité économique du secteur. L'examen des charges opératoires s'avère essentiel, car elles peuvent, selon leur évolution, amplifier ou réduire la rentabilité d'exploitation des leaseurs. C'est justement cette interaction entre revenus et charges qui confère à l'analyse de la productivité toute sa pertinence.

Le contexte inflationniste qui a prévalu en 2024 a entraîné une hausse des charges opératoires (+6,8 % à 190 MDt dont 82,8 MDt de masse salariale) chez les leaseurs cotés. En conséquence, la croissance des revenus nets s'est avérée insuffisante pour absorber la hausse des frais généraux. Cette situation s'est traduite, pour l'ensemble du secteur du leasing coté, par une dégradation de la productivité (un coefficient d'exploitation en augmentation de 80 pbs à 40,7 %).

ATL a, une fois de plus, démontré sa capacité à résister à une inflation persistante grâce à la maîtrise de ses frais généraux. Cette rigueur se reflète au niveau de son coefficient d'exploitation qui a régressé de 90 pbs à 30,4 % en 2024.

Évolution du coefficient d'exploitation du secteur du leasing coté



Sources : états financiers des leaseurs cotés, calculs et compilation de TUNISIE VALEURS.

La **CIL** a vu son coefficient d'exploitation se stabiliser autour de 30 %. La légère hausse de ses charges d'exploitation (+5,3 %, à 13,5 MDt) a été neutralisée par la progression de ses revenus nets.

Avec un coefficient d'exploitation de 27,7 % à fin 2024, **BEST LEASE** demeure la référence du secteur en matière de productivité et de maîtrise des charges opératoires.

BH LEASING, bien qu'ayant amélioré sa productivité grâce à une progression notable de son Produit Net, reste néanmoins la compagnie la moins performante du secteur en termes de coefficient d'exploitation (57,8 % en 2024).

Les réalisations du secteur du leasing coté au premier semestre 2025 laissent présager une stagnation des indicateurs sectoriels de productivité. À l'issue des six premiers mois de 2025, la hausse des charges opératoires (+9 %, à 70,8 MDt) a été contrebalancée par une progression au même rythme

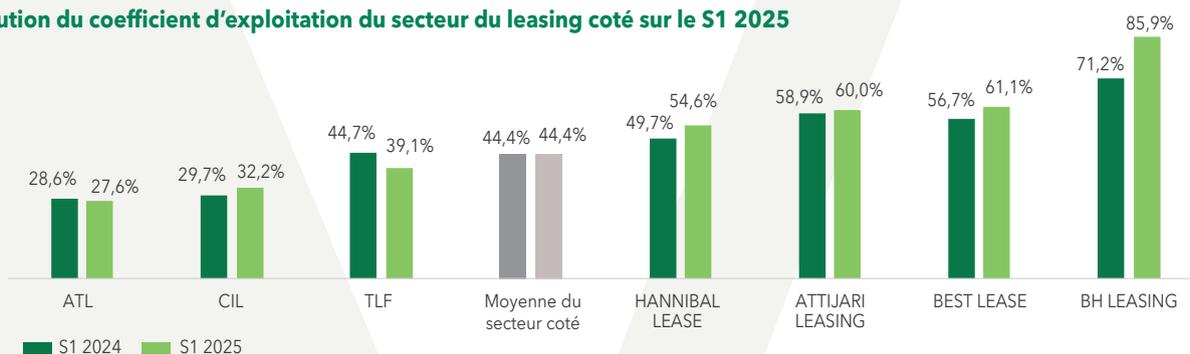
des revenus (+9 %, à 146,9 MDt). Au bout du compte, le coefficient d'exploitation s'est stabilisé à 44,4 % sur le premier semestre 2025, par rapport à la même période de l'année passée.

4. La qualité du portefeuille

Malgré le contexte opérationnel difficile, les leaseurs cotés ont réussi à améliorer la qualité de leurs actifs. Témoinant d'une sélectivité accrue en matière de risques et d'une activité de recouvrement dynamique, les leaseurs ont pu tirer les leçons du passé et continuer à se remettre des dégâts de la crise de la COVID-19 sur leurs portefeuilles de créances.

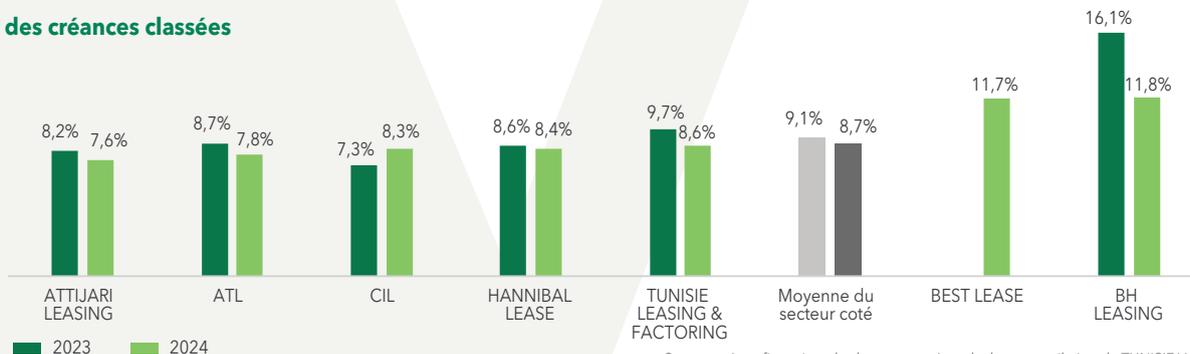
En 2024, le taux moyen agrégé des créances classées du secteur a reculé de 40 pbs à 8,7 %, selon nos estimations, pour atteindre son plus bas niveau depuis 2019. Cette évolution est d'autant plus méritoire qu'elle s'est accompagnée d'une décélération nette du rythme de la croissance des créances non performantes (+3,5 % à 364 MDt).

Évolution du coefficient d'exploitation du secteur du leasing coté sur le S1 2025



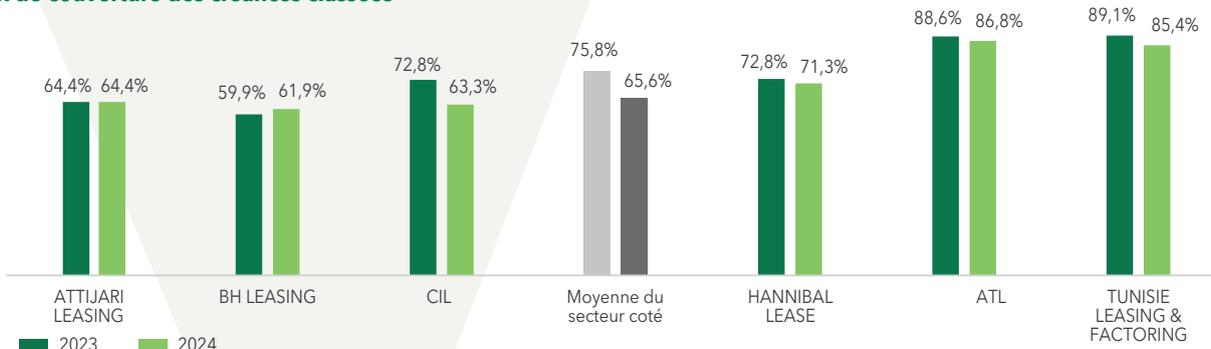
Sources : états financiers du S1 2025 des leaseurs cotés, calculs et compilation de TUNISIE VALEURS.

Taux des créances classées



Sources : états financiers des leaseurs cotés, calculs et compilation de TUNISIE VALEURS.

Taux de couverture des créances classées



Sources : états financiers des leaseurs cotés, calculs et compilation de TUNISIE VALEURS.

Taux des créances classées sur le S1 2025



Sources : états financiers du S1 2025 des leaseurs cotés et compilation de TUNISIE VALEURS.

Afin de se conformer aux exigences de la BCT (circulaire BCT n° 2022-01 du 1^{er} mars 2022 sur la prévention et la résolution des créances non performantes) visant un objectif de taux des créances classées de 7 % d'ici 2026 sur une base individuelle et de 10 % sur une base consolidée, les loueurs cotés ont redoublé d'efforts sur les dernières années pour assainir leur bilan.

L'assainissement de la qualité du portefeuille touche presque tous les leaseurs, à l'exception de la **CIL**. Le leaseur indépendant, longtemps perçu comme l'une des compagnies des plus rigoureuses du secteur en matière de gestion du risque, a en effet accusé une dégradation de sa qualité du portefeuille en 2024 (+1 point de pourcentage à 8,3 % au niveau du taux des créances classées). Parallèlement, le taux de couverture des dites créances par les provisions a diminué de 9,5 points de pourcentage pour s'établir à 63,3 %.

TLF a démontré une bonne maîtrise du risque de crédit sur l'année écoulée, parvenant à ramener son taux des créances classées à 8,6 % en 2024, contre 9,7 % en 2023 (soit une baisse de 1,1 point de pourcentage). Il est à noter que la compagnie a vu son taux de couverture se rétracter, passant de 89,1 % en 2023 à 85,4 % en 2024. Cela étant, TLF continue d'afficher le portefeuille de créances le mieux provisionné de la place.

Le premier semestre de l'année 2025 a été clément sur le plan des créances classées. L'ensemble des sociétés de leasing cotées ont réussi à améliorer la qualité de leurs portefeuilles.

Résultat net individuel

Chiffres en MDt	2023	2024	Variation	2025e	Variation
TUNISIE LEASING & FACTORING	24,3	24,8	+2,1%	35,1	+41,6%
ATL	19,5	21,6	+10,8%	23,5	+9,1%
CIL	19,4	19,9	+2,5%	19,4	-2,2%
HANNIBAL LEASE	10,2	10,2	0,0%	9,0	-12,1%
ATTIJARI LEASING	8,8	10	+13,4%	10,5	+4,8%
BEST LEASE	12,4	10,3	-17,5%	9,8	-4,7%
BH LEASING	3,1	3,9	+23,8%	1,8	-53,7%
Secteur du leasing coté	97,8	100,6	+2,9%	109,2	+8,5%

Sources : états financiers des leaseurs cotés, calculs, compilation et prévisions de TUNISIE VALEURS.

Taux de couverture des créances classées sur le S1 2025



Sources : états financiers du S1 2025 des leaseurs cotés et compilation de TUNISIE VALEURS.

5. la rentabilité

Tirant parti de l'allègement continu du coût du risque (-8,7 % à 18 MDt en 2024), la rentabilité du secteur du leasing coté a été au rendez-vous en 2024. La masse bénéficiaire individuelle du secteur du leasing coté a légèrement progressé de 2,9 % à 100,6 MDt, en 2024, soit un TCAM de 37,4 % entre 2020 et 2024. Cette évolution poussive du Bottom line agrégé du secteur tient compte de la montée de la pression fiscale en 2024.

Tous les établissements de leasing cotés ont bien performé,

ROE

	2023	2024
TUNISIE LEASING & FACTORING*	10,8%	13,0%
CIL*	15,4%	14,6%
ATL*	15,2%	15,4%
ATTIJARI LEASING	12,4%	13,1%
HANNIBAL LEASE*	14,3%	10,2%
BEST LEASE	11,1%	9,2%
BH LEASING	8,9%	9,9%

*ROE consolidé, calculé sur la base du résultat du groupe.

Sources : états financiers des leaseurs cotés, calculs et compilation de TUNISIE VALEURS.

affichant des évolutions favorables de leurs résultats nets, à l'exception de **BEST LEASE** (-17,5 % à 10,3 MDt en 2024).

Portés par une bonne dynamique commerciale et une gestion prudente des risques et des charges, **ATL** (un ROE de 15,4 %), **CIL** (un ROE de 14,6 %), **ATTIJARI LEASING** (un ROE de 13,1 %) et **TLF** (un ROE de 13 %), s'imposent comme les références du secteur du leasing coté en matière de rentabilité financière.

En dépit d'un climat d'investissement difficile en 2024, marqué par la réduction des quotas d'importation des véhicules et la mauvaise orientation de l'activité du factoring, **TUNISIE LEASING & FACTORING** est parvenue à consolider sa rentabilité nette, portant son Bottom line individuel à 24,8 MDt.

La bonne dynamique de l'activité d'exploitation de l'**ATL**, conjuguée à la baisse du coût du risque, a permis à la compagnie de renforcer ses performances, avec un résultat net individuel en hausse de 10,8 % à 21,6 MDt sur l'année écoulée.

Quant à la **CIL**, elle a vu son résultat net progresser timidement de 2,5 % à 19,9 MDt en 2024. Une quasi-stagnation qui s'explique surtout par le poids croissant de la fiscalité. Pour y faire face, la Direction de la compagnie a annoncé, lors de l'AGO statuant sur les résultats de l'exercice 2024, son intention de recourir à une stratégie d'optimisation fiscale dans les années à venir pour optimiser sa « facture fiscale ».

A contrario, **BH LEASING** et **BEST LEASE** affichent les retours sur fonds propres les plus modestes du secteur du leasing coté, avec des ROE respectifs de 9,9 % et 9,2 %.

Coût du risque du secteur du leasing coté sur le S1 2025

Chiffres en MDt	S1 2024	S1 2025	Variation
TLF	0,1	2,9	▲
CIL	0,9	1,8	▲
ATL	2,5	2,7	▲
ATTIJARI LEASING	0,2	1,0	▲
HANNIBAL LEASE	-0,2	2,3	▲
BH LEASING	1,1	1,5	▲
BEST LEASE	3,4	4,5	▲
Secteur du leasing coté	8,0	16,7	▲

Sources : états financiers du S1 2025 des leaseurs cotés et compilation de TUNISIE VALEURS.

Évolution du résultat net individuel des sociétés de leasing coté sur le S1 2025

Chiffres en MDt	S1 2024	S1 2025	Variation
TLF	13,7	21,0	+53,6%
CIL	11,3	10,3	-8,7%
ATL	10,2	11,3	+10,5%
ATTIJARI LEASING	3,9	3,7	-6,7%
HANNIBAL LEASE	6,3	3,8	-39,3%
BH LEASING	2,5	0,7	-71,2%
BEST LEASE	3,2	3,2	-0,1%
Secteur du leasing coté	51,0	53,9	+5,8%

Sources : états financiers du S1 2025 des leaseurs cotés et compilation de TUNISIE VALEURS.

Sur le premier semestre 2025, le paysage du leasing en Tunisie semble avoir changé de couleur. Sous le poids élevé de la fiscalité et du coût du risque, la rentabilité du secteur coté s'est nettement érodée. En effet, en neutralisant l'évolution spectaculaire du résultat net de **TLF** (+53,6 % à 21 MDt à fin juin 2025), la rentabilité individuelle du secteur coté affiche un repli de 11,8 % pour s'établir à 32,9 au terme des six premiers mois de l'année 2025.

À l'exception de **TLF** et **ATL**, la plupart des leaseurs ont vu leur capacité bénéficiaire baisser sur le S1 2025.

ATL, grâce à la stabilisation de son coût du risque, a su maintenir le cap et préserver ses marges. Son résultat net individuel s'est même renforcé sur les six premiers mois de 2025 (une hausse de 10,5 % à 11,3 MDt).

Comme mentionné précédemment, le Bottom line individuel de **TLF** a bondi de 53,6 % pour atteindre 21 MDt, confirmant sa place de leader du secteur. Malgré la baisse de l'activité du factoring et la pression fiscale accrue, le leaseur a su tirer parti d'une gestion optimisée des risques et des charges. Il a également bénéficié de la performance exceptionnelle de sa filiale MLA, acteur incontournable du secteur du leasing en Algérie, qui franchit d'année en année un nouveau palier de rentabilité.

Pour 2025, nous anticipons une progression du résultat net sectoriel de 8,5 % à 109,2 MDt. Toutefois, si l'on neutralise la performance de **TLF**, boostée par la prestation hors norme de sa filiale MLA, l'évolution serait un repli de -2,4 %, à 74 MDt, selon nos estimations.

6. La solvabilité

En 2024, le secteur du leasing coté a globalement affiché une dégradation de ses ratios de solvabilité. La majorité des sociétés de leasing affichent une baisse de leur ratio de solvabilité Tier 1 ainsi que de leur ratio de solvabilité globale.

Toutefois, tous les leaseurs de la cote présentent des ratios de solvabilité supérieurs aux planchers réglementaires (de 7 % pour le ratio de solvabilité Tier 1 et de 10 % pour le ratio de solvabilité globale).

Pour rappel, les minimums réglementaires sont précisés par la circulaire aux banques et aux établissements financiers n° 2018-06 relative aux normes d'adéquation des fonds propres, comme suit :

- 10 % pour le ratio de solvabilité globale ;
- 7 % pour le ratio Tier 1.

Les leaseurs ont confirmé leur solidité financière en 2024, en adoptant des politiques de distribution de dividendes généreuses, du moins pour la plupart d'entre eux. Il est à noter que, conformément à la circulaire BCT n° 2025-02 du 29 janvier 2025, la distribution des dividendes au titre de l'exercice 2024, par les banques et les établissements financiers, s'est effectuée dans les conditions suivantes :

- Dans la limite de 35 % du bénéfice de l'exercice 2024 pour les banques et les établissements financiers, présentant des ratios de solvabilité et Tier 1 arrêtés à fin 2024, après déduction des dividendes à verser, qui dépassent les niveaux minimums réglementaires de 2,5 % au moins ;
- Sans limites et après accord préalable de la BCT, pour les banques et les établissements financiers présentant

des ratios de solvabilité et Tier 1 arrêtés à fin 2024, après déduction des dividendes à verser, qui dépassent les niveaux minimums réglementaires respectivement de 2,5 % et 3,5 % au moins.

Au titre de l'exercice 2024, le secteur du leasing coté a distribué une enveloppe de dividendes de 54,1 MDt contre 48,4 MDt au titre de l'exercice 2023 avec un payout moyen appréciable de 54 % (contre un payout moyen de 49,5 % au titre de l'exercice 2023).

L'ATL bénéficie d'une base financière robuste reflétée dans un ratio de solvabilité globale qui se compare favorablement à la concurrence cotée et qui reste largement supérieur au minimum réglementaire (17,6 % en 2024 contre une exigence minimale de 10 %).

TUNISIE LEASING & FACTORING dispose d'une solide assise financière, illustrée par un ratio de solvabilité globale de 16,5 % et un ratio Tier 1 de 14,7 %, calculés selon les normes IFRS, et nettement supérieurs aux exigences réglementaires minimales fixées à 10 % pour le ratio de solvabilité globale et à 7 % pour le ratio Tier 1.

Ratio de solvabilité globale

	2023	2024	Variation
TUNISIE LEASING & FACTORING	17,5%	16,5%	▼
CIL	NC	NC	–
ATL	18,6%	17,6%	▼
ATTIJARI LEASING	14,7%	13,3%	▼
HANNIBAL LEASE	17,3%	16,8%	▼
BEST LEASE	NC	NC	–
BH LEASING	16,1%	14,8%	▼

Sources : rapports annuels de gestion des leaseurs cotés et compilation de TUNISIE VALEURS.

Ratio de solvabilité Tier 1

	2023	2024	Variation
TUNISIE LEASING & FACTORING	13,2%	14,7%	▲
CIL	NC	NC	–
ATL	NC	NC	–
ATTIJARI LEASING	11,4%	11,3%	▼
HANNIBAL LEASE	11,0%	10,6%	▼
BEST LEASE	22,1%	NC	–
BH LEASING	11,1%	12,8%	▲

Sources : rapports annuels de gestion des leaseurs cotés et compilation de TUNISIE VALEURS.

III. PERSPECTIVES DE DÉVELOPPEMENT DU SECTEUR DE LEASING COTÉ SUR LE MOYEN TERME

En 2024, le secteur du leasing en Tunisie a présenté des résultats globalement contrastés. L'amélioration de la rentabilité opérationnelle et le renforcement de la qualité des actifs incitent à l'optimisme, tandis que la hausse des charges d'exploitation pèse sur la productivité. Le secteur reste ainsi confronté à des défis persistants, qui continuent de freiner son développement.

Le début de l'année 2025 a été laborieux pour le secteur du leasing coté en Tunisie.

L'analyse de la production au S1 2025 révèle que les mises en force, véritable colonne vertébrale de l'activité, affichent une évolution en demi-teinte et insuffisante pour assurer la stabilité opérationnelle du secteur.

À moyen terme, les perspectives du secteur du leasing tunisien s'annoncent mitigées avec d'un côté des opportunités et de l'autre des zones de risque.

Certes, le secteur gagne d'année en année en résilience en tirant les leçons du passé et en privilégiant la rentabilité aux parts de marché. Le leasing a prouvé sa capacité à canaliser les ressources vers l'économie réelle (c.-à-d. les PME) et constitue, à ce titre, un secteur stratégique qui continuera à bénéficier de l'attention des autorités locales et du soutien des bailleurs de fonds internationaux (BERD, SFI...). Les leaseurs ont développé une grande expertise dans la compréhension des besoins des PME et dans l'évaluation de leur risque. De plus, le taux de pénétration du leasing en Tunisie (aux alentours de 3 %) est moins élevé qu'au Maroc et totalement décalé par rapport à l'Europe (environ 30 %). Il est, donc, tout à fait légitime d'espérer une consolidation et une accélération de ce secteur, dans le paysage financier national dans les prochaines années.

Néanmoins, un voile d'incertitude entoure encore les résultats des sociétés de leasing dans les prochaines années et plusieurs facteurs de risque persistent dans cette conjoncture compétitive.

Les principaux risques que nous décelons ont trait à l'environnement concurrentiel. Les banques sont de plus en plus intéressées par le marché des PME et pourraient être tentées d'intervenir directement sur ce créneau sans passer par leurs filiales spécialisées dans le leasing. Autres menaces, et non des moindres, pour le secteur du leasing que nous identifions est la persistance éventuelle d'une croissance économique faible et le tarissement des ressources en devises.

Pour transformer les défis actuels en opportunités, les acteurs du secteur du leasing devraient s'appuyer sur plusieurs leviers essentiels, parmi lesquels nous citons :

- Renforcer l'efficacité commerciale en s'appuyant sur la digitalisation du parcours client et créer davantage de synergies entre les équipes de vente des différentes offres de financement ;
- Développer les partenariats stratégiques avec les concessionnaires automobiles afin de dynamiser le marché ;

- Préserver la qualité des portefeuilles clients pour contenir les risques;
- Intensifier les efforts de recouvrement afin de réduire le coût du risque et soutenir la rentabilité.

IV. COMPORTEMENT BOURSIER & OPINIONS DE TUNISIE VALEURS

Les managements des établissements de leasing voient l'avenir avec beaucoup de sérénité et se disent prêts à déployer les moyens nécessaires pour affronter les contraintes conjoncturelles et continuer à remplir pleinement le rôle qui leur est dévolu, à savoir le financement de l'économie tunisienne.

Le leasing s'érige en pilier discret, mais solide de la place boursière. Depuis le début de l'année 2025 et dans la continuité des derniers exercices, le secteur du leasing en Tunisie affiche une embellie boursière. En dépit des restrictions sur la distribution des dividendes, les sociétés de leasing continuent à gratifier leurs actionnaires avec leur distribution généreuse de dividendes.

Porté par la résilience du secteur face aux défis macroéconomiques et par la gestion prudente des équipes dirigeantes, soucieuses de la qualité des actifs, le secteur du leasing demeure sous les projecteurs, attirant l'attention des investisseurs.

De taille modeste¹, la capitalisation boursière de l'ensemble du secteur du leasing avoisine un milliard de dinars. À l'exception de **TUNISIE LEASING & FACTORING** (369,3 MDt), **ATL** (204,4 MDt) et **CIL** (182,1 MDt), la taille moyenne des sociétés de leasing tourne autour de 60 MDt.

Sur le papier, le secteur du leasing a tout pour séduire : une valorisation intéressante en termes de P/B 2025e (1,0 x) et de PER 2025e (7,9 x), avec en prime une rémunération

Performances boursières annuelles des sociétés de leasing cotées depuis le début de l'année 2025 (jusqu'au 30 septembre 2025)



Source : BVMT.

généreuse en dividende (un Dividend yield de 6,7 % en 2025e). Cependant, la faible liquidité boursière du secteur (5 établissements de leasing sur 7 cotant sur le fixing) et la conjoncture fluctuante ne plaident pas en faveur d'un positionnement à l'achat sur l'ensemble du secteur à l'heure actuelle. La temporisation reste le mot d'ordre.

Nos recommandations pour le secteur du leasing coté s'inscrivent dans un horizon d'investissement de 18 mois. Notre classement repose sur l'analyse des fondamentaux et des ratios prudentiels les plus solides.

V. MODÈLE DE SCORING

Pour hiérarchiser les opportunités d'investissement offertes par le secteur du leasing coté, nous avons mis en place un système de notation multicritère : système de Scoring. Ce système de notation tient compte d'une batterie d'indicateurs fondamentaux inhérents à l'activité du leasing.

Performances boursières annuelles des sociétés de leasing cotées depuis le début de l'année 2025 (jusqu'au 30 septembre 2025)

	Cours	Capitalisation boursière	P/E 2025e	P/B 2025e	Dividend yield 2025e
TUNISIE LEASING & FACTORING	34,190	369,3	7,6	1,1	6,4%
CIL	26,020	182,1	9,5	1,3	8,5%
ATL	6,290	204,4	7,6	1,3	5,7%
HANNIBAL LEASE	7,120	78,3	7,2	0,7	6,3%
ATTIJARI LEASING	29,400	80,9	7,7	1,0	6,8%
BEST LEASE	2,240	67,2	6,9	0,6	6,7%
BH LEASING	4,000	28	15,5	0,7	0,0%
Secteur du leasing coté			7,9	1,0	6,7%

Sources : BVMT et prévisions de TUNISIE VALEURS.

¹ La capitalisation boursière du secteur du leasing ne représente que 3,2 % de la capitalisation boursière totale du marché des actions, contre une part de 43,1 % accaparée par les banques. Le secteur du leasing coté détient également 4,1 % du volume total des échanges à fin septembre 2025, soit une enveloppe de 60,1 MDt.

1. La dynamique commerciale (chiffres du S1 2025) : Elle est mesurée par la croissance des mises en force sur le premier semestre 2025.

2. La structure des ressources et la marge de leasing (chiffres au 31.12.2024) : Nous préférons les sociétés qui ont les spreads de leasing apparents moyens les plus élevés.

3. La productivité (chiffres au 31.12.2024) : Elle est mesurée par le coefficient d'exploitation.

4. La qualité du portefeuille (chiffres au 31.12.2024) : Elle est appréciée par le ratio des créances classées et leur taux de couverture par les provisions.

Les secteurs du tourisme, du BTP et de l'agriculture étant les secteurs les plus vulnérables dans cette conjoncture, nous ajoutons le critère de l'exposition à ces trois secteurs dans notre appréciation de la qualité du portefeuille des leaseurs prévue en 2025.

5. La rentabilité financière (estimations pour 2025) : Elle est appréciée par le ratio du ROE (consolidé pour les groupes) estimé pour 2025.

6. Les ratios de solvabilité (chiffre au 31.12.2024) : La solvabilité est mesurée par les ratios de solvabilité globale et Tier 1 à fin 2024.

7. Le ratio du levier financier (chiffres au 31.12.2024) : Il est mesuré par le rapport de la dette totale et des fonds propres.

8. Les ratios de valorisation (estimés pour 2025) : Nous utilisons les ratios du PER, du rendement en dividendes et du P/B ajusté estimés pour 2025. L'ajustement au niveau du P/B se fait en ramenant les taux de couverture des créances classées des sociétés de leasing à un niveau homogène de 70 %, qui représente le seuil recommandé par la BCT.

9. La liquidité boursière (2024-T3 2025) : Elle est mesurée par le taux de rotation des titres, formant le flottant du capital pour la période allant du 1^{er} janvier 2024 au 30 septembre 2025.

Les résultats du modèle de Scoring sont présentés ci-contre.

Résultats du modèle de Scoring

Chiffres au 31/12/2024 (sauf indication contraire)	Dynamique commerciale	Spread de leasing apparent moyen	Productivité	Taux des créances classées
	Croissance des mises en force au S1 2025		Coefficient d'exploitation	
1 TUNISIE LEASING & FACTORING	0,5%	3,7%	49,0%	8,6%
2 ATL	1,0%	6,2%	30,4%	7,8%
3 CIL	7,5%	5,0%	30,1%	8,3%
4 ATTIJARI LEASING	5,8%	3,9%	51,3%	7,6%
5 HANNIBAL LEASE	15,8%	4,6%	50,6%	8,4%
6 BEST LEASE	-16,0%	4,4%	27,7%	11,7%
7 BH LEASING	-3,1%	4,6%	57,8%	11,8%
Secteur du leasing coté	3,6%	4,6%	40,7%	8,7%

Récapitulatif des leaseurs cotés

	Capitalisation (MDt)	PER 2025e	P/B 2025e	Yield 2025e
TUNISIE LEASING & FACTORING	369,3	7,6	1,1	6,4%
ATL	204,4	7,6	1,3	5,7%
CIL	182,1	9,5	1,3	8,5%
ATTIJARI LEASING	80,9	7,7	1,0	6,8%
HANNIBAL LEASE	78,3	7,2	0,7	6,3%
BEST LEASE	67,2	6,9	0,6	6,7%
BH LEASING	28,0	15,5	0,7	0,0%

Qualité du portefeuille				ROE 2025e (net part du Groupe)	Solvabilité		Ratio du levier financier	Ratios de valorisation		Dividende yield 2025e	Liquidité boursière: Taux de rotation moyen sur la période 2024 - T3 2025	Score final
Taux de couverture des créances classées	Exposition au secteur du tourisme	Exposition au secteur du BTP	Exposition au secteur agricole		Ratio Tier 1	Ratio de solvabilité globale		P/B ajusté 2025e	P/E 2025e			
85,4%	20,3%	10,0%	4,6%	14,9%	14,7%	16,5%	3,1	1,1	7,6	6,4%	32,7%	74
86,8%	18,8%	7,1%	10,8%	16,8%	NC	17,6%	3,2	1,3	7,6	5,7%	13,4%	73
63,3%	35,4%	5,9%	14,7%	13,9%	NC	NC	3,8	1,3	9,5	8,5%	8,6%	72
64,4%	2,2%	5,7%	11,0%	12,9%	11,3%	13,3%	5,2	1,0	7,7	6,8%	30,5%	68
71,3%	8,0%	6,8%	14,8%	10,3%	10,6%	16,8%	5,7	0,7	7,2	6,3%	9,0%	59
NC	5,8%	3,6%	16,9%	8,4%	NC	NC	2,8	0,6	6,9	6,7%	2,5%	58
61,9%	13,9%	6,6%	12,2%	4,4%	12,8%	14,8%	6,0	0,7	15,5	0,0%	6,8%	44
65,6%	16,3%	7,0%	11,4%	13,2%	-	-	3,8%	1,0	7,9	6,7%	14,8%	-

Sources : BVMT, rapports annuels de gestion des leaseurs cotés, calculs, compilation et prévisions de TUNISIE VALEURS.

Points forts / Opportunités	Points faibles / Menaces	Opinion
<p>Contrairement à ses concurrents, longtemps restés monoproduit et monomarché, le leaseur adossé au groupe AMEN BANK se distingue par la diversité de ses métiers (leasing, factoring et location longue durée) et de ses marchés (Tunisie et Algérie via sa filiale MLA). Le leaseur bénéficie aussi 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. La finalisation du processus de cession de ses participations dans les sociétés « SAFCA » (ALIOS FINANCE CÔTE D'IVOIRE) 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 et où l'activité du leasing est émergente.</p>	<p>Le recul de l'activité de factoring, dû à la nouvelle loi sur les chèques, pèsera sur la progression du Produit Net.</p>	<p>Des multiples de valorisation attrayants pour le leader du secteur du leasing et un rendement en dividende récurrent et attractif Acheter (+).</p>
<p>De bons fondamentaux qui se comparent favorablement à la moyenne du secteur (marges, productivité et qualité de portefeuille) avec, en prime, un ratio de solvabilité confortable (ratio de solvabilité globale de 17,6 %, soit presque le double de l'exigence réglementaire).</p>	<p>Un potentiel de synergies encore sous-exploité avec ses banques mères (ATB et BNA).</p>	<p>Une valorisation intéressante et une solide assise financière. Conserver (+).</p>
<p>L'activité de la compagnie et sa rentabilité font preuve d'une résistance salubre face à un environnement difficile. La qualité du portefeuille de la CIL et son coefficient d'exploitation demeurent dans les meilleurs standards du secteur et prouvent, à juste titre, une prudence dans la sélection des risques et une rigueur dans la gestion. Un spread et un niveau de solvabilité confortables.</p>	<p>Actionnariat indépendant (non adossé à un groupe bancaire) et une liquidité limitée du titre, en raison de sa cotation sur le fixing.</p>	<p>Valorisation très intéressante pour de bons fondamentaux. Conserver (+).</p>
<p>Un adossement à un groupe bancaire de référence et une intégration commerciale de plus en plus renforcée. Une exposition maîtrisée aux secteurs du tourisme et du BTP.</p>	<p>Un spread de leasing parmi les plus faibles du secteur du leasing coté. Une productivité qui se compare défavorablement à la concurrence cotée. Un ratio de levier financier qui est supérieur aux standards du secteur.</p>	<p>Des multiples qui s'alignent à la moyenne du secteur et une bonne liquidité du titre grâce à sa cotation en continu Conserver (+).</p>
<p>Une dynamique commerciale confirmée et un début de diversification de l'activité (lancement de l'activité de la LLD). L'entrée du nouvel actionnaire, le fonds SANAD (SANAD Fund for MSME), financé par l'Union européenne, dans le capital d'HANNIBAL LEASE devrait non seulement permettre un accès à des ressources financières à long terme, mais également offrir au leaseur un appui technique et stratégique important, ainsi qu'une modernisation des pratiques de gestion et gouvernance.</p>	<p>Une rentabilité qui se compare défavorablement aux standards du secteur coté.</p>	<p>Un challenger confirmé. Une valorisation correcte qui reflète les fondamentaux actuels de la société. Conserver.</p>
<p>Un positionnement de niche (leasing islamique) qui met la compagnie à l'abri de la guerre des prix. Une structure des ressources, dominée par les taux fixes, bénéfique en période de taux haussiers. Une productivité maîtrisée. Dernier arrivant en bourse du secteur, BEST LEASE affiche un cachet unique dans le secteur, puisqu'il s'agit de la seule société de leasing islamique, une rareté qui peut attirer certains investisseurs à la quête de ce type de papier.</p>	<p>Une faible marge de manœuvre pour diversifier les ressources, impactant la dynamique commerciale du loueur et sa politique de distribution de dividendes.</p>	<p>Une faible valorisation qui intègre les carences actuelles de la société. Une liquidité quasi inexistante. Conserver.</p>
<p>Une filiale d'un groupe bancaire (le groupe BH BANK) où des synergies opérationnelles peuvent être mises en place.</p>	<p>Levier financier élevé, productivité inférieure aux standards du secteur coté et une rentabilité limitée.</p>	<p>Une valorisation chère et des fondamentaux qui se comparent défavorablement à la concurrence cotée. Alléger.</p>



SFBT

Une valeur de fond de portefeuille

Points clés

- 2024 s'est placée sous le signe de la résilience pour la SFBT. Malgré une conjoncture difficile, le groupe n° 1 des boissons en Tunisie est parvenu à consolider son positionnement commercial, ses marges et sa rentabilité. Le groupe a réussi à maintenir une performance stable grâce à une gestion adaptée et une stratégie commerciale réactive.
- Le bilan de la première moitié de 2025 a été aussi rassurant pour la SFBT. Malgré des ventes en baisse, le géant de l'agroalimentaire a témoigné d'une résistance salutaire au niveau de sa rentabilité d'exploitation. L'activité de *cash management* continue à surprendre par sa récurrence et son dynamisme, ouvrant la voie à la croissance des bénéfices.
- Dans les prochaines années, les marges du géant des boissons devraient s'améliorer grâce à l'accalmie sur les prix des matières premières et aux dernières augmentations de prix opérées. Outre la résistance de l'activité d'exploitation, les réalisations futures du groupe devraient bénéficier de sa manne de cash qui génère régulièrement des produits de placement conséquents, bonifiant la rentabilité nette. L'activité de *cash management* devrait, ainsi, continuer à jouer son rôle d'«amortisseur conjoncturel» dans les cycles économiques baissiers.
- L'annonce récente de l'éventuelle acquisition de la société CARTHAGE GRAINS (groupe MOKHTAR) marque un nouveau tournant dans la vie du groupe SFBT; un géant de l'industrie agroalimentaire bien ancré en Tunisie, avec une ambition régionale et les moyens financiers de réaliser ses ambitions. La perspective d'un rapprochement entre la SFBT et CARTHAGE GRAINS devrait être perçue comme une alliance stratégique au service de la souveraineté alimentaire nationale. L'opération s'inscrit dans une logique de modernisation industrielle, d'intégration verticale et de valorisation des matières premières locales, visant à réduire la dépendance aux importations et à soutenir le développement des filières agricoles. Cette annonce renforce, à notre avis, l'attractivité de l'*equity story* de la SFBT. Elle témoigne du dynamisme de la nouvelle équipe managériale qui a pris les rênes de la SFBT depuis 2023 et qui a promis de trouver un «quatrième pilier» pour la SFBT. Par ailleurs, cette éventuelle acquisition augurerait de nouvelles perspectives de croissance et de rentabilité pour le groupe.
- Depuis le début de l'année 2025, l'action SFBT a affiché un parcours boursier brillant (+17,2 %), saluant la résilience de la rentabilité et l'annonce de l'éventuel rapprochement stratégique avec la société CARTHAGE GRAINS. Deuxième capitalisation du marché des actions après la BIAT, la SFBT traite actuellement à 11,9 x ses bénéfices et à 6,7 x son EBITDA estimés pour 2025. La valeur offre, également, un bon rendement en dividende (6,3 % pour 2025, selon nos prévisions).
- Avec une capitalisation de 3,4 milliards de dinars, la SFBT domine depuis longtemps le marché des actions en Tunisie. La position de force de la SFBT, 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. Nous réitérons notre recommandation à l'Achat sur le titre.



Actionnariat (au 07.05.2025)

GRUPE CASTEL	63,0%
GRUPE POULINA	10,1%
AUTRES ACTIONNAIRES	26,8 %

Cours (au 30.09.2025)

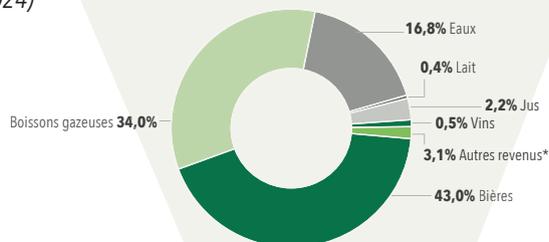
12,800 Dt

▶ **ACHETER (+)**

ROE CONSOLIDÉ 2024

20,8 %

Structure des revenus du groupe SFBT par pôle d'activité (2024)



* Les autres revenus englobent toutes les ventes de concentrés, préformes, bouchons, étiquettes, etc.

I. PRÉSENTATION DU GROUPE SFBT

Fondé il y a un siècle, le groupe SFBT se classe parmi les premiers groupes privés en Tunisie. Le groupe est détenu majoritairement par le géant français de l'agroalimentaire CASTEL et est le leader incontesté des boissons en Tunisie et en Afrique.

Le groupe opérait initialement dans la bière et les boissons gazeuses. Ce n'est que sur les 25 dernières années qu'il s'est lancé dans l'eau, le jus et le vin.

Comptant une vingtaine de sociétés, le groupe SFBT est aujourd'hui l'acteur n° 1 sur les segments de la bière et des boissons gazeuses.

1. Activité Bières

Le groupe SFBT continue de dominer le marché malgré l'entrée du concurrent HEINEKEN en Tunisie en 2007. Leader du marché, le groupe se trouve bien à l'abri de la concurrence grâce à sa politique de diversification (5 marques locales – *Celtia*, *Stella*, *Starbräu*, *Legend* et *Celestia* [une bière sans alcool] – et deux étrangères – 33 *EXTRA DRY* et *Beck's*) et d'innovation (nouvelles déclinaisons de la marque *Stella* « Black » et *Stella* « Gold Brune » et nouveaux packagings).

Au-delà de la concurrence, la SFBT a bien résisté sur les dernières années à d'autres menaces, telles que, la coïncidence

de l'été avec le mois du Ramadan. Par ailleurs, les augmentations successives des prix de la bière n'ont pas eu d'impact sur la consommation de bière du Tunisien et ont même permis à ce pôle d'améliorer considérablement ses marges.

Cette activité est devenue la locomotive du groupe et son premier centre de profit depuis 2017 (une contribution de 43 % dans les revenus consolidés en 2024).

2. Activité Boissons gazeuses

Le groupe est leader sur ce segment. Ce positionnement résulte non seulement du fait que la SFBT est l'unique embouteilleur des marques *Coca-Cola*, mais aussi parce qu'elle jouit du bon positionnement de sa marque locale *Boga* dont la gamme s'est élargie avec succès au fil des années.

Alors que cette branche d'activité est importante au niveau du chiffre d'affaires (une proportion de 34 % fin 2024), la réalité est toute autre au niveau de la rentabilité. Génératrice de faibles marges et consommatrice d'investissements récurrents de maintenance en raison de la vétusté de l'outil de production, cette activité affiche une performance modeste au niveau du groupe. À ces problèmes se sont greffées les taxes élevées pour les boissons gazeuses¹ en Tunisie et la suppression des subventions sur le sucre. Par ailleurs, sur les dernières années, la SFBT a légèrement souffert de la pénurie du sucre, notamment, pendant la haute saison et de la rupture de livraison de CO₂ alimentaire en raison de la décision de l'ETAP de fermer, à partir du 1^{er} octobre 2022, le seul puits de CO₂ en Tunisie pour des problèmes de maintenance et de sécurité. Malgré ces problèmes d'approvisionnement, le groupe SFBT a fait preuve de beaucoup de résilience, comme le montrent ses résultats pour l'exercice 2023.

Produisant une partie de ses besoins en CO₂ grâce à la technique de la quadrigénération (30 % des besoins du groupe), l'activité «Boissons gazeuses» a pu limiter l'impact de l'arrêt de l'approvisionnement en CO₂ annoncé pour la deuxième fois en deux ans, en juillet 2023.

Par ailleurs, la reprise de la production du champ de gaz situé à Utique à la mi-septembre de l'année 2023 a permis au pôle «Boissons gazeuses» de retrouver ses niveaux d'activité habituels.

Portefeuille des marques nationales et importées du groupe SFBT (en 2024)

Activité	Marques
BIÈRES	<i>Celtia</i> • <i>Stella</i> • <i>Celestia</i> • <i>Starbräu</i> • <i>Legend</i> • <i>Beck's</i> • <i>33 EXTRA DRY</i>
BOISSONS GAZEUSES	<i>Boga</i> • <i>Fanta</i> • <i>Sprite</i> • <i>Apla</i> • <i>Coca-Cola</i> • <i>Orangina</i> • <i>Schwepes</i>
EAUX	<i>Safia</i> • <i>Marwa</i> • <i>Garci</i> • <i>Cristalline</i> • <i>Melliti</i> • <i>Oktor</i> • <i>Jektiss</i> • <i>Primaqua</i>
JUS	<i>Stil</i> • <i>Cappy</i>
VINS	<i>Désir Rosé</i> • <i>Domaine Malouf</i> • <i>Domaine Phénicia</i> • <i>Domaine Shadraba</i> • <i>Vinum</i>

¹ Les boissons gazeuses sont soumises en Tunisie à une TVA et un droit de consommation, atteignant 53 % du chiffre d'affaires.

Le top management du groupe CASTEL réitère à chaque occasion l'attachement du géant français à sa filiale tunisienne : la SFBT, affirmant que la rupture des relations commerciales entre le groupe CASTEL et le géant américain THE COCA-COLA CIE ne concerne pas la SFBT, le contrat d'embouteillage (portant principalement sur les boissons gazeuses) étant signé directement entre la SFBT et THE COCA-COLA CIE. L'accord entre la SFBT et le géant d'Atlanta dure depuis plus de 70 ans et est bien antérieur (30 ans) à l'entrée du groupe CASTEL dans le capital de la SFBT. La relation THE COCA-COLA CIE/SFBT constitue pour les deux parties une *success story* et les discussions actuelles portent sur le développement du business avec le géant des sodas pour l'étendre à de nouveaux produits. Notons, à cet effet, que le contrat de concession entre la SFBT et la multinationale américaine a été renouvelé en 2022.

3. Activité Eaux

L'intérêt pour cette activité a commencé depuis les années 2000, avec le rachat des sociétés MARWA et SOSTEM qui exploitent les marques (*Marwa*, *Safia*, *Melliti*, *Garci* et *Oktor*) et l'introduction de la marque *Cristaline* quelques années plus tard.

En l'espace de 5 ans, le groupe a augmenté son chiffre d'affaires «Eaux», de 40 %, devançant ses concurrents (groupes MZABI et DÉLICE qui commercialisent respectivement les marques *Sabrina/Jannet/Tijane* et *Délice*).

Le groupe dispose d'une large gamme d'eaux minérales, comportant une gamme d'eau de table avec les marques *Jektiss* et *Primaqua*.

Les perspectives de croissance de cette filière restent solides avec le changement des habitudes de consommation en Tunisie et l'élargissement escompté de la gamme de produits par la SFBT (exploration de nouvelles sources d'eau).

4. Activité Jus

L'activité Jus affiche une faible contribution aux revenus du groupe. Elle a connu une accélération de la croissance sur les dernières années. Le groupe a décidé de capitaliser sur la marque «*Stil*» pour compléter sa gamme de produits.

La croissance de la nouvelle marque locale de jus «*Stil*» a été boostée par le lancement, depuis 2018, d'une gamme de jus sans conservateurs conditionnés dans des bouteilles en plastique aseptique.

5. Activité Vins

Benjamine du groupe, l'activité Vins ne contribue actuellement que faiblement aux revenus consolidés. Dans cette ligne de

«Le top management du groupe CASTEL réitère à chaque occasion l'attachement du géant français à sa filiale tunisienne, la SFBT, affirmant que la rupture des relations commerciales entre le groupe CASTEL et le géant américain THE COCA-COLA CIE ne concerne pas la SFBT, le contrat d'embouteillage étant signé directement entre la SFBT et THE COCA-COLA CIE»

métier, la SFBT dispose d'une large gamme de vins tunisiens du terroir. Les marques commercialisées sont comme suit : *Désir Rosé, Domaine Malouf, Domaine Phénicia, Domaine Shadrpa* et *Vinum*.

II. RÉALISATIONS AU 31 DÉCEMBRE 2024

En 2024, l'activité du groupe SFBT a tant bien que mal résisté à une conjoncture difficile marquée par une demande en baisse, l'érosion du pouvoir d'achat du Tunisien et une pression fiscale de plus en plus pesante.

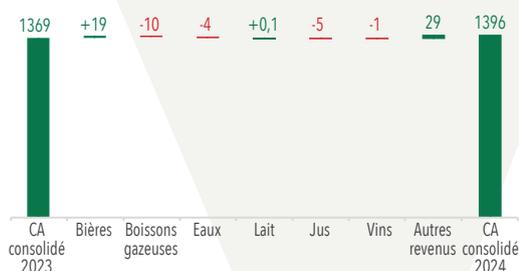
Les revenus consolidés du géant des boissons ont inscrit une progression de 2 % à 1,4 milliard de dinars. Et c'est bien la bière, principal centre de profit du groupe, qui a porté la croissance de la SFBT en 2024 (hausse des revenus du pôle Bières de 3,2 % à 600,6 MDt). Les boissons gazeuses et les jus ont enregistré des baisses de leurs ventes (-2,1 % à 474,3 MDt et -15 % à 31 MDt, respectivement), principalement à cause de la hausse des prix qui est essentiellement liée à l'augmentation excessive du prix du sucre.

Profitant d'une gestion optimisée de ses approvisionnements et d'une accalmie au niveau des prix des matières premières, le groupe a témoigné d'une amélioration de ses marges. Le taux de marge brute a augmenté de 2,7 points de pourcentage à 50,9 % en 2024.

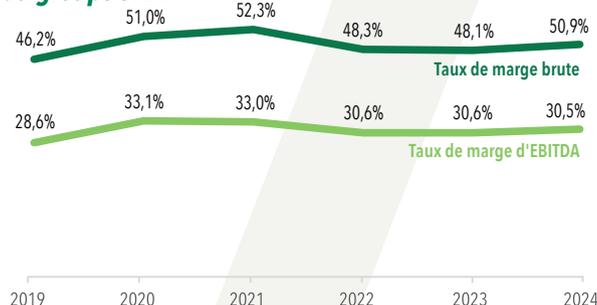
Le groupe a affiché une consolidation de sa rentabilité d'exploitation en 2024. Le renforcement de la marge brute, couplé à une hausse maîtrisée de la masse salariale (+6,1 % à 164,8 MDt), a permis à la SFBT de préserver son taux de marge d'EBITDA consolidée. Cette dernière s'est stabilisée aux alentours de 30,5 %. L'EBITDA s'est, pour sa part, élargi de 1,7 % à 425,9 MDt.

La solidité du bilan reste la qualité distinctive majeure du groupe. Malgré les efforts d'investissement soutenus sur les dernières années (une enveloppe de près de 477 MDt sur la période 2019-2024), la SFBT a su maintenir une structure financière saine (un gearing de -38,6 %, à fin 2024). Fort de cash flows stables et d'une trésorerie abondante, le groupe profite d'un flux récurrent de produits financiers qui bonifient la rentabilité. En 2024, la SFBT a engrangé des produits de placement nets (solde entre les produits de placement et les charges financières nettes) de 44,7 MDt (en hausse de 45,5 % par rapport à 2023).

Décomposition de la croissance des revenus consolidés du groupe SFBT en 2024 (en MDt)



Évolution des taux de marges consolidées du groupe SFBT



Avec un ROE consolidé de 20,8 %, fin 2024, la SFBT figure parmi les groupes industriels les plus profitables de la cote. Notons que, depuis 2021, le groupe SFBT est parvenu à intégrer le club restreint des sociétés cotées ayant des fonds propres consolidés supérieurs à 1 milliard de dinars.

Chiffres consolidés en MDt	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Cash-Flow d'exploitation	276,5	361,7	308,7	367,1	216,1	408,4
Investissements	106,3	90,6	37,5	70,3	78,1	94,4
Free Cash-Flow	170,2	271,1	271,2	296,8	138,0	314,0
Dette nette	-249,5	-324,9	-406,6	-497,8	-447,9	-548,6
Gearing	-24,9%	-31,1%	-36,0%	-41,0%	-33,7%	-38,6%
ROE consolidé	21,9%	20,8%	23,1%	22,3%	22,2%	20,8%
ROCE	24,7%	25,4%	29,1%	29,4%	25,5%	25,4%

III. FAITS SAILLANTS DE 2025 ET PERSPECTIVES

En 2023, la SFBT a opéré un changement managérial avec la nomination de M. Elyes Fakhfakh en tant que Directeur Général (en remplacement de M. Mustapha Abdelmoula) et la nomination de M. Mustapha Abdelmoula en tant que Président du Conseil d'Administration (en remplacement de M. Gilles Martignac). Nous pensons que ce changement managérial devrait donner un nouvel élan à la stratégie de développement du groupe dans les prochaines années pour consolider son leadership et trouver de nouveaux relais de croissance.

Selon le management, l'année 2025 s'inscrit dans un contexte international marqué par des incertitudes économiques et géopolitiques persistantes. Le ralentissement économique mondial, les tensions commerciales et les politiques monétaires restrictives continueront d'affecter les marchés.

Sur le plan national, l'inflation et la pression sur le pouvoir d'achat resteront des défis majeurs. Toutefois, la stabilisation progressive des prix observée en début d'année pourrait favoriser un redressement de l'activité économique.

Dans ce contexte, la société 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 trigénération 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.

Dans le cadre de sa stratégie de diversification et de développement dans le secteur de l'agroalimentaire, annoncée lors de l'AGO du 7 mai 2025 de la SFBT, la société a annoncé qu'elle a engagé des négociations en vue de l'éventuelle acquisition jusqu'à 100 % du capital de la société CARTHAGE GRAINS. Cette dernière est spécialisée dans la trituration des graines oléagineuses, la production de tourteaux destinés à l'alimentation animale, ainsi que dans l'extraction et la commercialisation d'huiles végétales.

CARTHAGE GRAINS est une filiale du groupe MOKHTAR, acteur majeur au Maghreb dans les secteurs de l'industrie, du textile, de l'immobilier et de l'agroalimentaire. Localisée à Jebel Oust Zaghouan, la société CARTHAGE GRAINS s'est spécialisée, depuis 2008, dans la transformation locale des graines oléagineuses en huiles et protéines végétales.

En partenariat avec le ministère de l'Agriculture, CARTHAGE GRAINS, a relancé, depuis 2014, la culture du colza en Tunisie, et ce, en associant des acteurs internationaux expérimentés en matière de culture, de trituration et de commercialisation du colza (groupe AVRIL, TERRES UNIVIA, AGROPOL). Un programme «Maghreb Oléagineux» fut créé et financé par l'Union européenne pour le développement de cette culture dans les pays du Maghreb. CARTHAGE GRAINS, a mis à la disposition de ce programme son unité de trituration avec une capacité de 500 000 tonnes/an. Désormais, CARTHAGE GRAINS assure l'achat de toute la production de colza cultivé en Tunisie et garantit aux agriculteurs des prix avantageux. Ceci représente un véritable moteur pour tout un ensemble d'acteurs (collecteurs, raffineries d'huile, conditionneurs, fabricants d'aliments du bétail, commerçants de gros et de détail, etc.).

Sur les dernières années, une filière colza commence à se dessiner et à se mettre en place en Tunisie. Cette filière comprend les agriculteurs, les fournisseurs d'intrants (semences, désherbants et engrais), les collecteurs et deux usines de trituration. Les besoins annuels de la Tunisie sont estimés à environ 200 000 tonnes d'huiles végétales et 450 000 tonnes de tourteaux destinés au bétail. 95 % de ces besoins sont actuellement importés. Le développement de la filière colza permettra ainsi de diversifier l'offre en huiles et protéines végétales et

d'acquérir une certaine indépendance par rapport au marché mondial de plus en plus sous pression. Cela permettra également de créer de l'emploi et de la valeur en milieu rural, et de bâtir la souveraineté alimentaire de la Tunisie.

L'annonce de l'éventuelle acquisition de la société CARTHAGE GRAINS marque un nouveau tournant dans la vie du groupe SFBT; un géant de l'industrie agroalimentaire bien ancré en Tunisie, avec une ambition régionale et les moyens financiers de réaliser ses ambitions. Le groupe jouit, en effet, d'une importante manne financière : un matelas de trésorerie très confortable (de 660 MDt, à fin 2024).

La perspective d'un rapprochement entre la SFBT et CARTHAGE GRAINS devrait, selon nous, être perçue comme une alliance stratégique au service de la souveraineté alimentaire nationale. L'opération s'inscrit dans une logique de modernisation industrielle, d'intégration verticale et de valorisation des matières premières locales, visant à réduire la dépendance aux importations et à soutenir le développement des filières agricoles.

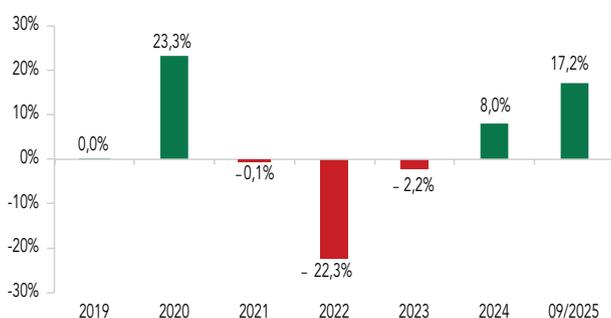
Dans les prochaines années, les marges du géant des boissons devraient s'améliorer grâce à l'accalmie sur les prix des matières premières et aux dernières augmentations de prix opérées. Outre la résistance de l'activité d'exploitation, les réalisations futures du groupe devraient bénéficier de sa manne de cash qui génère régulièrement des produits de placement conséquents, bonifiant la rentabilité nette. L'activité de *cash management* devrait, ainsi, continuer à jouer son rôle d'«amortisseur conjoncturel» dans les périodes de cycles économiques baissiers.

Fort de son statut quasi monopolistique, de la diversité de ses produits, de son matériel substantiellement amorti, la SFBT a tous les atouts pour maintenir sa position sur le marché et pour continuer à gratifier ses actionnaires. Le pari de la rentabilité et de la génération des cash flows sera, à notre avis, gagné grâce à deux moteurs : une activité d'exploitation résiliente et une activité financière toujours dynamique.

Le bilan des six premiers mois de l'année 2025 de la SFBT a été globalement rassurant. Malgré des ventes en baisse, le géant de l'agroalimentaire a témoigné d'une résistance salubre au niveau de sa rentabilité d'exploitation. L'activité de *cash management* continue à surprendre par sa récurrence et son dynamisme, ouvrant la voie à la croissance bénéficiaire.

Sur le S1 2025, le chiffre d'affaires de la société mère a enregistré une légère régression de -2,5 %, effleurant les 361 MDt. La légère reprise des ventes de la bière (+1,6 %) a été totalement contrebalancée par la mauvaise orientation du chiffre d'affaires des boissons gazeuses (-9 % à 100,5 MDt). Selon le management, «la baisse des quantités vendues de boissons gazeuses s'explique par la mise en place, au sein de l'usine SFBT-Charguia, d'un centre de facturation dédié aux produits de la filiale SGBIA (boîtes et PET). De ce fait, l'usine de Charguia ne vend plus que sa production en verre consigné. Cette évolution opérationnelle a mécaniquement réduit le volume facturé directement par la société mère, sans pour autant refléter une baisse réelle de l'activité globale du groupe. La baisse des exportations des boissons gazeuses (-54,1 %) s'explique essentiellement par le retard d'approvisionnement des bouchons solidaires, devenu obligatoire en Europe à compter du 03/07/2024».

Performances boursières annuelles du titre SFBT



Grâce à la détente des prix des matières premières et à la maîtrise des achats consommés, la SFBT a affiché une amélioration de son taux de marge brute de 2,8 points de pourcentage à 41,9 % par rapport au premier semestre 2024. La compagnie n° 1 des boissons gazeuses et alcoolisées est parvenue à stabiliser sa rentabilité opérationnelle. Le résultat d'exploitation a fait du quasi-surplace à 80 MDt. Quant au taux de marge d'exploitation, il a signé une avancée de 0,8 point de pourcentage à 22,5 % à l'issue du premier semestre 2025.

La surprise est venue du côté de l'activité de *cash management*, qui continue d'apporter un renfort à la rentabilité globale de la compagnie. En effet, nonobstant le contexte baissier des taux ayant prévalu sur le S1 2025, les produits de placement de la SFBT ne perdent pas de leur vigueur (+13,4 % à 107,3 MDt).

C'est la résilience de la rentabilité d'exploitation et l'étonnante vitalité de l'activité financière qui ont valu à la SFBT d'absorber l'alourdissement de la pression fiscale (+38,1 % au niveau de la charge de l'IS à 20,8 MDt) et de libérer un potentiel pour la croissance profitable sur le S1 2025. La SFBT a dégagé, somme toute, un bénéfice net de 169,6 MDt, au terme du S1 2025, soit une progression de 9,7 % par rapport à la première moitié de 2024.

La SFBT a renforcé ses engagements en matière de durabilité en publiant en août 2025 son rapport ESG 2024, certifié par PwC Luxembourg. Le groupe est aujourd'hui multicertifié (ISO 9001, 14001, 45001, 50001, 27001, FSSC 22 000) et inscrit la responsabilité environnementale et sociétale au cœur de sa stratégie de développement et de ses pratiques au quotidien.

Sur l'année pleine 2025 et à la lumière des résultats du S1 2025 de la société mère, nous pensons que le groupe est bien outillé pour réaliser :

- Une croissance du chiffre d'affaires de 5 % à 1,5 milliard de dinars;
- Une progression de l'EBITDA de 1,2 % à 431 MDt;
- Une hausse du résultat net part du groupe de 1,8 % à 288 MDt.

IV. COMPORTEMENT BOURSIER ET OPINION DE TUNISIE VALEURS

Depuis le début de l'année 2025, l'action SFBT a affiché un parcours boursier brillant (+17,2 %), saluant la résilience de la rentabilité et l'annonce de l'éventuel rapprochement stratégique avec la société CARTHAGE GRAINS.

Deuxième capitalisation du marché des actions après la BIAT, la SFBT traite actuellement à 11,9 x ses bénéfices et à 6,7 x son EBITDA estimés pour 2025. La valeur offre, également, un bon rendement en dividende (6,3 % pour 2025, selon nos prévisions).

Sur le papier, ces niveaux de valorisation sont intéressants eu égard aux fondamentaux solides du groupe qui se caractérisent par :

- un positionnement très fort sur les deux branches «boissons gazeuses et alcoolisées»;
- des marges confortables sur les activités «Bières» et «Eaux»;
- d'un outil d'exploitation substantiellement amorti, constituant une barrière à l'entrée de la concurrence et lui per-

mettant de préserver ses marges;

- et de cash flows stables et d'une situation financière solide, favorisant une politique généreuse de dividende (un payout de 85,1 % au titre de l'exercice 2024).

Le bilan des derniers exercices nous conforte dans la capacité de la SFBT à résister aux vents contraires. Quelle que soit l'issue des négociations avec le groupe MOKHTAR sur l'acquisition de la société CARTHAGE GRAINS, la SFBT demeure «LA» valeur de fond de portefeuille par excellence. Un titre prisé par les investisseurs pour son business model défensif et par la solidité de ses fondamentaux.

Nous réitérons notre recommandation à l'Achat sur la SFBT.

Chiffres clés de l'état de résultat consolidé du groupe SFBT

En MDt	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e
Chiffre d'affaires	1202,9	1198,6	1197,1	1329,9	1369,3	1396,2	1466,0	1539,3
Progression	-	-0,4%	-0,1%	11,1%	3,0%	2,0%	5,0%	5,0%
Marge brute	556,2	610,8	626,7	642,1	659,1	710,1	755,0	792,7
Progression	-	9,8%	2,6%	2,5%	2,6%	7,7%	6,3%	5,0%
Taux de marge brute	46,2%	51,0%	52,3%	48,3%	48,1%	50,9%	51,5%	51,5%
EBITDA	343,9	396,2	395,1	406,5	418,8	425,9	430,9	450,3
Progression	-	15,2%	-0,3%	2,9%	3,0%	1,7%	1,2%	4,5%
Taux de marge d'EBITDA	28,6%	33,1%	33,0%	30,6%	30,6%	30,5%	29,4%	29,3%
Résultat net part de groupe	210,9	210,6	251,0	257,0	281,7	283,0	288,0	301,2
Progression	-	-0,1%	19,2%	2,4%	9,6%	0,5%	1,8%	4,6%
Marge nette	17,5%	17,6%	21,0%	19,3%	20,6%	20,3%	19,6%	19,6%

Sources : états financiers consolidés du groupe SFBT et prévisions de TUNISIE VALEURS.

Échantillon de comparables internationaux (2025e)

Société	Pays	VE/CA (x)	VE/EBITDA (x)	PER (x)
SOCIÉTÉ DES BOISSONS DU MAROC	Maroc	1,9	9,6	20,2
EAST AFRICAN BREWERIES LTD	Kenya	1,8	6,1	14,5
NESTLÉ NIGERIA PLC	Nigéria	1,7	6,3	14,0
NIGERIAN BREWERIES PLC	Nigéria	1,5	6,9	12,2
GUINNESS NIGERIA	Nigéria	0,6	3,9	10,9
INTERNATIONAL BREWERIES PLC	Nigéria	2,9	9,1	16,1
TANZANIA BREWERIES PUBLIC LTD CO.	Tanzanie	2,6	7,5	18,8
SFBT	Tunisie	2,0	6,7	11,9
Moyenne régionale		1,8	7,0	15,3

Sources : S&P CAPITAL IQ et calculs de TUNISIE VALEURS.



DÉLICE HOLDING

Une résilience confirmée

Points clés

- Malgré une conjoncture économique difficile, marquée par les tensions géopolitiques, les aléas climatiques, une inflation persistante et la baisse du pouvoir d'achat du consommateur tunisien, le groupe DÉLICE a atteint, en 2024, des jalons importants et a réalisé des performances records, qui consolident les acquis des exercices précédents. Cette performance témoigne de la pertinence de la stratégie de développement mise en place par le management et de la robustesse du modèle d'affaires du groupe.
- L'année 2024 marque le 10^e anniversaire de l'introduction en bourse de DÉLICE HOLDING, un véritable tournant qui a donné un nouvel élan au groupe. Cette décennie a été marquée par des réalisations remarquables, des défis surmontés et des opportunités saisies. Sur le plan des performances financières, depuis l'introduction en bourse, les revenus consolidés de DÉLICE HOLDING ont enregistré un taux de croissance annuel moyen de 8,2 %, et le résultat net part du groupe a été multiplié par 4. Ces performances sont le fruit d'une stratégie de diversification réfléchie, d'un effort d'investissement dans l'innovation et la qualité, et d'un travail de longue haleine pour renforcer l'efficacité opérationnelle. La capacité du groupe à innover et à s'adapter lui permet de rester compétitif et de continuer à croître dans un environnement en constante évolution.
- Les efforts d'investissement dans l'innovation, dans l'élargissement de la gamme de produits, dans l'augmentation des capacités de transformation et dans l'optimisation de l'efficacité opérationnelle déployés sur les dernières années devraient permettre au groupe de réduire sa dépendance envers le lait subventionné, de consolider son positionnement sur le segment des produits laitiers frais, locomotive de rentabilité du groupe, et de monter en puissance sur les «boissons» en accélérant le virage de l'eau minérale.
- La croissance des prochaines années devrait être alimentée par les investissements de capacité dans les segments les plus rentables (pôles Lait, Produits laitiers frais, Fromages et Eaux minérales) ainsi que les investissements de productivité et de maîtrise de l'énergie, qui auront un effet bénéfique sur les marges.
- DÉLICE continue 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 a entamé un processus 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. Par ailleurs, le groupe a honoré sa promesse faite lors de l'AGO de l'année 2024, distribuant un dividende par action record de 1 dinar, ce qui témoigne de la volonté de DÉLICE HOLDING de gratifier ses actionnaires.
- Le titre a affiché un retournement de tendance favorable depuis 2024, saluant les perfor-



mances opérationnelles robustes du groupe, sa solidité bilancielle et le relèvement des dividendes. Le rehaussement des dividendes sur les dernières années et le split de l'action opéré cette année témoignent de la volonté de DÉLICE de récompenser la fidélité des actionnaires, et traduisent la confiance du management dans les perspectives de développement du groupe.

- La valorisation actuelle de DÉLICE HOLDING offre un point d'entrée intéressant sur un leader de l'industrie laitière et des boissons, en pleine phase de consolidation/diversification et aux fondamentaux solides.
- Nous réitérons notre recommandation à l'Achat sur DÉLICE HOLDING.

Actionnariat (au 23.05.2025)

MEDDEB CONSULTING SARL*	85,0 %
AUTRES ACTIONNAIRES	15,0 %

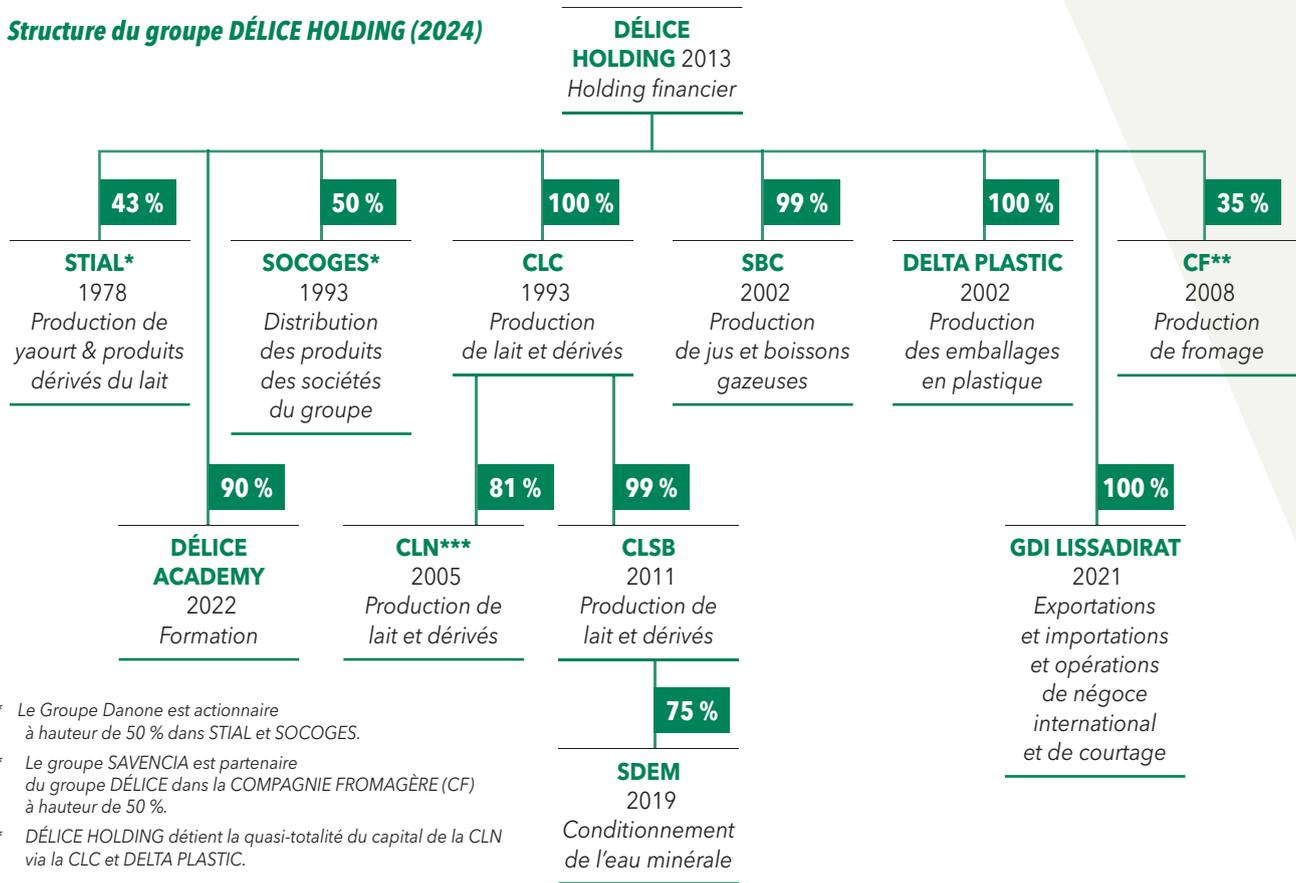
* Holding regroupant les participations de la famille MEDDEB.

Cours (au 30.09.2025) **12,290 Dt**

► **ACHETER (+)**

ROE CONSOLIDÉ 2024 **20,4 %**

Structure du groupe DÉLICE HOLDING (2024)



* Le Groupe Danone est actionnaire à hauteur de 50 % dans STIAL et SOCOGES.

** Le groupe SAVENCIA est partenaire du groupe DÉLICE dans la COMPAGNIE FROMAGÈRE (CF) à hauteur de 50 %.

*** DÉLICE HOLDING détient la quasi-totalité du capital de la CLN via la CLC et DELTA PLASTIC.

I. PRÉSENTATION DU GROUPE DÉLICE

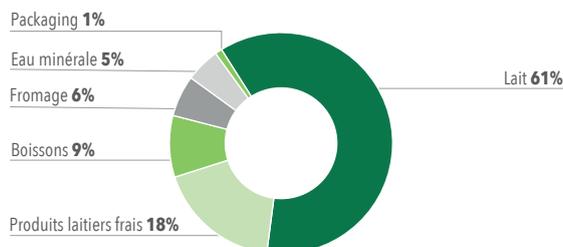
Fondé en 1978 par M. Mohamed Meddeb, le groupe DÉLICE est spécialisé dans la fabrication et la vente du lait et de produits dérivés (yaourt, beurre et fromage), jus, eau minérale et autres boissons. Au fil des années, le groupe a mis en place une stratégie d'intégration en amont et en aval en nouant des partenariats avec des leaders mondiaux (DANONE en 1997 et SAVENCIA en 2008) afin de devenir un acteur incontournable sur le marché tunisien des produits laitiers et des boissons. En effet, DÉLICE HOLDING est aujourd'hui :

- 1^{er} sur le marché du lait avec 70 % de part de marché ;
- 1^{er} sur le marché des produits laitiers frais avec 69 % de part de marché ;

Positionnement concurrentiel du groupe DÉLICE en Tunisie

- **Leader sur le marché du lait** avec une part de marché de 70 %.
- **Leader sur le marché des produits laitiers frais** avec une part de marché de 69 %.
- **Leader sur le marché des jus** avec une part de marché de 47 %.
- **Challenger sur le marché du fromage** avec une part de marché de 30 %.

Distribution des revenus du groupe DÉLICE par pôle d'activité (2024)



«Grâce à un mix de stratégies gagnantes d'intégration en amont, en aval, de diversification et d'expansion, DÉLICE est devenu en cinq décennies un champion national de l'industrie laitière en Tunisie»

**«L'introduction en bourse
de DÉLICE HOLDING,
par le biais de l'Offre à Prix Ouvert (OPO),
a été une première sur le marché tunisien.
Le capital flottant représente actuellement
15 % du capital social»**

- 1^{er} sur le marché des jus avec une part de marché de 47 % ;
- 3^e sur le marché du fromage avec 30 % de part de marché.

Détenu à hauteur de 85 % par la famille MEDDEB, le groupe DÉLICE est l'un des plus importants groupes industriels privés en Tunisie. Pour les besoins de son introduction en bourse, opérée en 2014, le groupe s'est restructuré en holding, DÉLICE HOLDING, contrôlant directement et indirectement 11 sociétés dans différents secteurs d'activité : le lait, le yaourt, le jus, le fromage, le plastique, la distribution et l'eau minérale.

II. RÉALISATIONS AU 31 DÉCEMBRE 2024

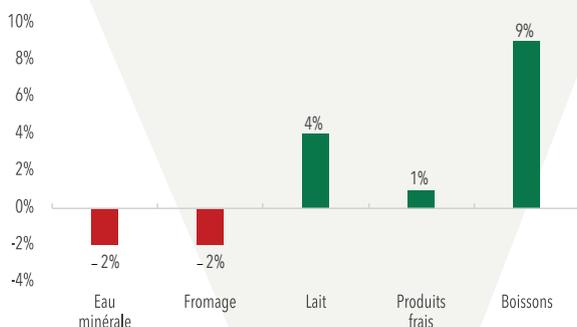
2024 a été un bon cru pour le groupe DÉLICE HOLDING. L'activité a opposé la meilleure résistance aux aléas climatiques et géopolitiques, et aux pressions économiques. La rentabilité a affiché une amélioration. Le groupe continue à récolter les fruits des efforts d'investissement constants déployés sur les dernières années.

Ces accomplissements attestent de la capacité de résilience du groupe, même dans un contexte économique difficile qui exerce une pression accrue sur tous les acteurs économiques, tant en Tunisie que dans le monde entier.

Les revenus consolidés du groupe ont enregistré une croissance de 3,9 % à 1,4 milliard de dinars. Selon le management, cette performance a été davantage portée par un effet volume que par un effet prix. Par ailleurs, elle a profité de la bonne orientation des revenus de la majorité des pôles d'activité du groupe (voir graphique ci-après).

2024 a été une année porteuse au niveau de la rentabilité d'exploitation pour DÉLICE. L'atteinte d'un nouveau palier de revenus (effets d'échelle), le tournant vers des produits à

Variation des revenus du groupe DÉLICE par pôle d'activité en 2024



plus forte valeur ajoutée grâce aux investissements dans la Recherche & Développement et l'attention portée à la maîtrise des charges à travers les programmes de productivité et d'efficacité énergétique (comme le projet de cogénération démarré en octobre 2019 sur les sites des filiales STIAL et CLC et les installations photovoltaïques du groupe) ont permis au groupe de résister aux pressions inflationnistes causées par la hausse des coûts de production et des coûts de transport.

C'est ainsi que le taux de marge brute a augmenté de 0,1 point de pourcentage à 27,3 %. Le taux de marge d'EBITDA a, lui aussi, bien résisté en se maintenant quasi stable à 8,4 %. Le résultat d'exploitation a affiché, pour sa part, une croissance de 2,1 % à 122,8 MDt; un niveau record jamais atteint par le groupe.

Concernant la structure financière, le groupe DÉLICE a vu son endettement net diminuer significativement, passant de 141,6 MDt en 2023 à 57,5 MDt, en 2024, soit une baisse de -59,4 %. Cette diminution intervient malgré une hausse importante des investissements, passant de 51 MDt en 2023 à 67 MDt en 2024. Cela traduit une meilleure gestion des ressources financières, et une optimisation du besoin en fonds de roulement (réduction du BFR de 86 jours de CA en 2023 à 76 jours de CA en 2024). Parallèlement, les capitaux propres ont poursuivi leur progression en 2024 pour atteindre

**«2024 a été un bon cru
pour le groupe DÉLICE HOLDING.
L'activité a opposé la meilleure résistance
aux aléas climatiques et géopolitiques
et aux pressions économiques.
La rentabilité a affiché une amélioration.
Le groupe continue à récolter les fruits
des efforts d'investissement constants
déployés sur les dernières années».**

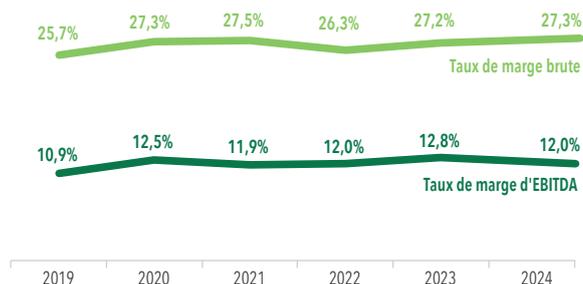
511,7 MDt en 2024, soit le double de leur niveau de 2020.

Il est à noter que DÉLICE bénéficie de conditions d'emprunt avantageuses grâce à sa bonne signature auprès du système bancaire. À noter, également, que le groupe a une créance envers l'État de 275,7 MDt à fin 2024 au titre de la subvention d'exploitation relative au lait demi-écrémé. Le champion national des produits laitiers continue à percevoir cette subvention régulièrement malgré les pressions sur les finances publiques.

En conséquence, le ratio gearing a connu une baisse significative, passant de 32,1 % en 2023 à seulement 11,2 %, en 2024. Ce ratio a été divisé par 5,6 x depuis 2020. Par ailleurs, les charges financières nettes ont enregistré une baisse marquée, passant de 7,5 MDt en 2023 à 3,6 MDt en 2024, ce qui représente une réduction de -51,7 % sur un an.

Profitant d'une activité d'exploitation bien portante et de la maîtrise des charges, le résultat net part du groupe de DÉLICE a franchi, pour la première fois, le cap de 100 MDt, en 2024, pour s'établir à 101 MDt, en progression de 3,3 % par rapport à l'année 2023. Avec un ROE consolidé de 20,4 %, DÉLICE se

Évolution des taux de marges consolidées du groupe DÉLICE



classe parmi les groupes industriels les plus profitables de la cote.

Le groupe veille toujours à mettre sa responsabilité sociétale, au cœur de ses priorités. L'objectif ultime étant de construire un business model pérenne, tout en collaborant positivement avec les parties prenantes. La création de valeur, passe par une meilleure appréhension du développement durable, et c'est pour cette raison que le groupe DÉLICE a choisi la RSE, comme un axe stratégique à part entière.

DÉLICE a œuvré pour le renforcement de l'amont laitier et pour la survie de toute la filière, déjà impactée par l'inflation des prix des matières premières. En effet, le groupe a noué des partenariats stratégiques durables pour mettre en place des projets qui ciblent la restructuration et le développement de la filière.

Sur les dernières années, grâce à ses divers partenariats stratégiques, le groupe a renforcé le cheptel national par l'acquisition de 1 173 génisses, tout en offrant un soutien technique et financier aux éleveurs. Les efforts du groupe se sont également traduits par la distribution de 204 mini-tanks, améliorant ainsi les conditions d'élevage et garantissant des standards de qualité élevés.

Conscients des enjeux environnementaux et de sa responsabilité envers la réduction de son empreinte carbone, DÉLICE a continué à renforcer sa stratégie RSE. Au cours des cinq dernières années, les investissements dans les technologies durables ont atteint 11,6 MDt. Sur le plan environnemental, des avancées significatives ont été réalisées. De nouvelles installations photovoltaïques ont été déployées dans les usines et dans les centres de collecte du

**« Le groupe DÉLICE
veille toujours à mettre sa
responsabilité sociétale,
au cœur de ses priorités. »**

lait, permettant d'éviter l'émission de 1 303 tonnes éq. CO₂ en 2024. La gestion circulaire des déchets et l'optimisation énergétique des procédés confirment la transition de DÉLICE vers une économie plus verte, plus propre et plus responsable.

Chiffres consolidés (en MDt)	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Cash-Flow d'exploitation	44,6	76,0	109,0	56,5	26,0	181,8
Investissements	86,6	62,1	33,5	25,2	51,4	66,8
Free Cash-Flow	-42,0	13,9	75,4	31,3	-25,4	115,0
Dette nette	179,1	152,3	98	92,8	141,6	57,5
Gearing	84,9%	60,8%	32,2%	25,5%	32,1%	11,2%
ROE	20,4%	23,1%	23,1%	21,6%	22,1%	20,4%
ROCE	16,8%	17,7%	18,4%	21,3%	21,9%	17,8%

L'impact du groupe sur les communautés proches des zones d'implantation des sites de production est palpable. Ce travail ne peut que traduire l'implication inconditionnelle pour l'économie nationale en concordance avec les préceptes du développement durable. C'est dans ce cadre que DÉLICE a publié un rapport extrafinancier (rapport de durabilité) qui retrace les actions du groupe en matière de RSE, en 2024, en concordance avec les recommandations de la BVMT.

III. FAITS SAILLANTS DE 2025 ET PERSPECTIVES

Sur les dernières années, le groupe a maintenu un rythme soutenu d'investissement dans une conjoncture difficile (investissements de près de 240 MDt sur les cinq dernières années), par la consolidation de ses capacités de transformation sur les différents pôles d'activité et l'initiation des projets de productivité sur les différents sites. L'ensemble de ces projets devrait permettre à DÉLICE de réduire sa dépendance envers le lait subventionné, d'atteindre de nouveaux paliers de revenus et d'améliorer sensiblement ses marges et sa rentabilité.

Les objectifs stratégiques de DÉLICE HOLDING devraient se concrétiser dans les prochaines années grâce à :

1. une montée en volume dans l'activité Lait pour rentabiliser davantage l'activité « Produits frais », génératrice de plus fortes marges ;
2. une poursuite des efforts d'innovation et la poursuite de l'élargissement de la gamme de produits « beverages » vers l'eau minérale. Le marché des boissons en général et de l'eau minérale en particulier est relativement jeune et propice à la croissance organique ;
3. La mise en place d'une gestion centralisée de la trésorerie et des solutions de financement intragroupe devrait se traduire par une amélioration de la capacité de génération de cash flows du groupe et d'un désendettement progressif du bilan. Le désendettement du bilan devrait permettre au groupe de mieux rémunérer ses actionnaires dans les prochaines années ;
4. et à une structure des coûts plus optimisée grâce aux investissements de productivité entrepris.

Les investissements du groupe DÉLICE sur les dernières années



«La croissance des prochaines années devrait être alimentée par les investissements de capacité dans les segments les plus rentables (pôles Lait, Produits laitiers frais, Fromages et Eaux minérales) ainsi que les investissements de productivité et de maîtrise de l'énergie, qui auront un effet bénéfique sur les marges»

L'innovation et la diversification des produits restent, également, les fers de lance de DÉLICE. Le management compte développer sur le marché de nouveaux procédés et de nouvelles technologies qui vont différencier significativement les produits et renforcer l'image de marque «Déllice». Par ailleurs, selon le management, les problématiques liées à l'approvisionnement et à la flambée des prix des matières premières et des emballages, qui ont marqué les dernières années, ont pu être atténuées grâce à un travail remarquable en amont sur l'élasticité des recettes. Le département R&D a fait preuve de réactivité, et a pu développer de nouvelles recettes, permettant d'éviter des ruptures de produits, tout en assurant les mêmes standards de qualité, et en maîtrisant les coûts de production. Sur les dernières années, un effort particulier a été consacré au développement et au lancement de nouvelles gammes de produits, tout en consolidant les formules à base de lait et de sucre, malgré les défis rencontrés en matière d'approvisionnement. Les engagements en faveur de l'innovation se concrétisent avec l'aboutissement de la première phase du projet «Déllice INNO CENTER». Cet environnement propice à la créativité accueille désormais les équipes de R&I et Management Qualité, offrant ainsi un cadre optimal pour développer les produits de demain.

Dans le cadre d'un partenariat tuniso-libyen entre le groupe DÉLICE et la société libyenne ARZAK AL KHAIR, une usine de fabrication de produits laitiers, notamment de lait, de yaourt et de fromage, a été inaugurée, début 2024 ; dans la ville libyenne de Zliten. Cette première implantation industrielle en dehors de la Tunisie servira d'expérience pilote pour DÉLICE dans le cadre d'une éventuelle internationalisation du groupe dans les prochaines années.

Selon l'équipe de direction, le groupe devra intensifier ses efforts d'investissement dans les prochains exercices, consacrant à titre d'illustration, une enveloppe d'investissements 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.

Durant l'AGO du 23 mai 2025, le management de DÉLICE a réitéré l'attachement du groupe à l'activité «Lait», insistant

sur son caractère stratégique. Et de rappeler que, face aux pressions économiques et climatiques, DÉLICE a pleinement assumé sa responsabilité envers le consommateur tunisien, en lui offrant une alimentation saine, et envers tous les maillons de la filière laitière, principalement les petits éleveurs.

Le bilan du S1 2025 s'est avéré concluant pour le groupe DÉLICE. Le champion national des produits laitiers et des boissons affiche des indicateurs d'activité bien orientés avec une croissance de son chiffre d'affaires consolidé de 6 %, conforme à nos attentes, par rapport au S1 2024, aussi bien sur le marché local qu'à l'export. Les ventes globales consolidées se sont, ainsi, montées à 745,2 MDt au terme des six premiers mois de 2025.

La production du groupe affiche aussi bonne mine (+6,3 % à 781,7 MDt) au terme du S1 2025, augurant ainsi de bonnes perspectives de croissance pour les trimestres suivants.

Fidèle à ses promesses, DÉLICE renforce ses efforts d'investissement pour préparer sa croissance future. Les investissements réalisés par le groupe au cours du premier semestre 2025 se sont élevés à 21,8 MDt (en hausse de 56,7 % par rapport à la même période de l'année passée). Ils ont été principalement orientés vers l'augmentation des capacités de production, l'amélioration de la productivité et le renforcement du parc roulant.

Le groupe continue à renforcer ses fondamentaux et à réduire son recours à l'endettement, ce qui reflète une amélioration de sa capacité génératrice de cash flows. En effet, selon les indicateurs d'activité au 30 juin 2025, l'endettement global du groupe s'est établi à 77,9 MDt au 30 juin 2025, marquant une baisse significative de -46,6 % par rapport au 30 juin 2024, soit une diminution de -68 MDt. Cette évolution s'explique essentiellement par une forte réduction des dettes à moyen et long terme, passant de 82 MDt à 10,8 MDt (soit une baisse de -86,9 %), ainsi que par un recours accru à l'autofinancement pour couvrir les besoins de financement à court terme.

À la lumière des indicateurs d'activité du groupe du S1 2025, nous pensons que DÉLICE est bien outillé pour réaliser, sur l'année pleine 2025, une croissance de son chiffre d'affaires consolidé de 6 % à 1,5 milliard de dinars et une hausse de son résultat net part du groupe de 11,6 % à 112,8 MDt.

IV. COMPORTEMENT BOURSIER ET OPINION DE TUNISIE VALEURS

Après le creux de 2023, le champion national des produits laitiers s'est refait une santé en 2024 en bourse. Le marché a bien récompensé les performances opérationnelles robustes du groupe et le relèvement des dividendes. Le mouvement de redressement boursier s'est poursuivi en 2025, porté notamment par la réalisation d'une opération de split de l'action le 1^{er} août 2025. DÉLICE HOLDING cumule, à ce jour, une performance annuelle appréciable de 59 %.

DÉLICE HOLDING traite actuellement à des multiples de 12 x ses bénéfices et 7,6 x son EBITDA estimés en 2025 ; une valorisation attrayante qui offre un point d'entrée intéressant sur un major de l'industrie laitière et des boissons, en pleine phase de consolidation/diversification, aux fondamentaux solides et disposant d'avantages compétitifs durables.

Le relèvement des dividendes sur les dernières années et le split de l'action approuvé cette année témoignent de la volonté de DÉLICE HOLDING de récompenser la fidélité de ses actionnaires et traduisent la confiance du management dans les perspectives de développement du groupe.

Nous réitérons notre recommandation à l'Achat sur le titre DÉLICE HOLDING.

Performances boursières annuelles du titre DÉLICE HOLDING



« 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/diversification et aux fondamentaux solides »

Chiffres clés de l'état de résultat consolidé du groupe DÉLICE

En MDt	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e
Chiffre d'affaires	965,4	1 060,3	1 164,9	1 266,9	1 388,8	1 442,7	1 529,2	1 636,3
Progression	-	9,8%	9,9%	8,8%	9,6%	3,9%	6,0%	7,0%
Marge brute	251,2	294,2	326,6	338,2	381,0	396,6	420,6	450,0
Progression	-	17,1%	11,0%	3,6%	12,6%	4,1%	6,1%	7,0%
Taux de marge brute	25,7%	27,3%	27,5%	26,3%	27,2%	27,3%	27,3%	27,3%
EBITDA	106,7	134,9	141,3	154,3	178,6	174,7	187,6	205,4
Progression	-	26,4%	4,7%	9,2%	15,7%	-2,2%	7,4%	9,4%
Taux de marge d'EBITDA	10,9%	12,5%	11,9%	12,0%	12,8%	12,0%	12,2%	12,5%
Résultat net part de groupe	46,5	57,8	70,4	78,5	97,8	101,0	112,8	124,6
Progression	-	24,3%	21,7%	11,6%	24,5%	3,3%	11,6%	10,5%
Marge nette	4,8%	5,5%	6,0%	6,2%	7,0%	7,0%	7,4%	7,6%

Sources : états financiers consolidés du groupe DÉLICE HOLDING et prévisions de TUNISIE VALEURS.

Échantillon de comparables internationaux

Société	Pays	VE/CA 2025e (x)	VE/EBITDA 2025e (x)	PER 2025e (x)
ALMARAI COMPANY	Arabie saoudite	2,6	10,7	18,9
JUHAYNA FOOD INDUSTRIES S.A.E.	Égypte	1,0	6,4	10,8
ARABIAN FOOD INDUSTRIES COMPANY	Égypte	0,5	3,8	ND
DANONE SA	France	2,1	12,0	19,8
MEGMILK SNOW BRAND CO., LTD.	Japon	0,3	5,7	12,3
NESTLÉ NIGERIA PLC	Nigéria	1,7	6,3	14,0
NESTLÉ SA	Suisse	2,8	13,9	16,7
SAPUTO INC.	Canada	0,8	9,1	17,5
SAVENCIA SA	France	0,2	3,1	6,2
THE KRAFT HEINZ COMPANY	États-Unis	2,0	8,4	10,1
	Moyenne internationale	1,4	7,9	14,0
DÉLICE HOLDING	Tunisie	0,9	7,6	12,0

Sources : S&P CAPITAL IQ et calculs de TUNISIE VALEURS.



SAH LILAS

Une equity story attrayante

Points clés

- **Fin du cycle d'investissement lourd**

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.

- **Lancement de l'activité «Cosmétiques»**

Cette activité constitue le nouveau cheval de bataille de SAH. Localisée à Hammam Zeriba, Zaghouane, l'usine de la nouvelle filiale dédiée à cette ligne de métier est dotée d'une capacité de production de 25 000 tonnes par an et est entrée en exploitation fin juin 2024. Elle est spécialisée dans la production de savon liquide, shampooing, après-shampooing, gel douche, déodorants en spray ou à bille, dentifrice, masques et sérums pour les cheveux et produit plus de 375 références de produits. En se lançant dans les produits cosmétiques, le groupe SAH vise un triple objectif :

- exploiter les synergies existantes à savoir le réseau de distribution, le savoir-faire industriel et la complémentarité avec les produits détergents ;
- exploiter la notoriété de la marque Lilas ;
- et atteindre de nouveaux consommateurs en pénétrant un nouveau marché.

- **Expansion et consolidation de la présence à l'international**

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.

- **Amélioration de la rentabilité**

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 à partir de 2023.

- **Optimisation du BFR et réduction de l'endettement**

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 à partir de l'exercice 2023.



Actionnariat (au 12.06.2025)

JM HOLDING*	64,5 %
EQUITY CAPITAL	7,3 %
AUTRES ACTIONNAIRES	28,2 %

* Holding regroupant notamment les participations des fondateurs de SAH LILAS.

Cours (au 30.09.2025)

12,500 Dt

► **ACHETER (+)**

ROE CONSOLIDÉ 2024

14,8 %

- **Un partenariat stratégique avec le groupe POULINA**

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 % du capital de SAH LILAS par PGH). Concrétisé en juillet 2025, il s'agit du troisième mouvement capitalistique annoncé sur la Bourse de Tunis, depuis le début de l'année 2025, témoignant d'un marché «Actions» en pleine effervescence. 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. Si elle balisait la voie à sa montée ultérieure dans le capital pour accorder à PGH, hypothétiquement, le statut d'actionnaire de référence, cette opération mettrait à la disposition de SAH LILAS, le modèle de gestion bien rodé et éprouvé de PGH ; un modèle fondé sur une gouvernance solide, des procédures rigoureuses et une forte culture d'entreprise. Ce mariage entre ces deux titans de la Bourse de Tunis devrait être un catalyseur indéniable pour le titre SAH LILAS. Nous réitérons notre recommandation à l'«Achat» sur la valeur.

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 % du capital de SAH LILAS par PGH). Concrétisé en juillet 2025, il s'agit du troisième mouvement capitalistique annoncé sur la Bourse de Tunis, depuis le début de l'année 2025, témoignant d'un marché «Actions» en pleine effervescence. 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. Si elle balisait la voie à sa montée ultérieure dans le capital pour accorder à PGH, hypothétiquement, le statut d'actionnaire de référence, cette opération mettrait à la disposition de SAH LILAS, le modèle de gestion bien rodé et éprouvé de PGH ; un modèle fondé sur une gouvernance solide, des procédures rigoureuses et une forte culture d'entreprise. Ce mariage entre ces deux titans de la Bourse de Tunis devrait être un catalyseur indéniable pour le titre SAH LILAS. Nous réitérons notre recommandation à l'«Achat» sur la valeur.

I. PRÉSENTATION DU GROUPE SAH

Créée en 1994 par Mme Jalila Mezni et M. Mounir El Jaiez, la société SAH (SOCIÉTÉ D'ARTICLES HYGIÉNIQUES) est l'un des fleurons de l'économie tunisienne. Initialement lancée dans la fabrication des serviettes hygiéniques sous la marque «Lilas», la société a connu un développement considérable au fil des années. Récoltant les fruits d'une stratégie d'expansion régionale, de diversification et d'intégration en amont, SAH LILAS est, aujourd'hui, à la tête d'un groupe panafricain fortement intégré opérant onze sites de production et actif dans quatre lignes de métiers :

1. La production de produits d'hygiène et papier

Cœur de métier du groupe, l'activité d'hygiène et papier est assurée par la société mère (implantée en Tunisie) et par des filiales industrielles (Algérie, Libye, Côte d'Ivoire et Sénégal) et commerciales (Algérie et Maroc). Sur cette ligne de métier, SAH LILAS offre une gamme complète de produits : le papier hygiénique (papier toilette, papier mouchoirs, serviettes de table, essuie-tout...), les produits d'hygiène féminine, les couches bébés, les produits d'hygiène adulte et les lingettes.

2. La production d'ouate de cellulose

Afin de sécuriser les approvisionnements du groupe dans le métier des produits d'hygiène et papier et de maîtriser la qualité de l'ouate de cellulose, SAH s'est lancé dans la production de cette matière première essentielle depuis 2013 à travers sa filiale AZUR PAPIER. Le groupe exploite, à ce jour, deux lignes de production d'ouate de cellulose. Au-delà des bienfaits de cette stratégie d'intégration en amont sur les marges, l'activité de production d'ouate de cellulose constitue, aujourd'hui, un véritable centre de profit pour le groupe.

3. La production de détergents

L'activité de production des détergents a été lancée en 2016 à la suite de la création de la filiale AZUR DÉTERGENT. Le groupe détient actuellement 69,4 % du capital de cette entité. Le reliquat est détenu par des SICAR.

Il va sans dire que le groupe a vu dans les détergents un relais de diversification naturel à son métier de base, mais les raisons à ce tournant stratégique sont multiples : 1) vouloir se positionner dans un marché peu structuré à fort potentiel en Tunisie avec une importante composante informelle, 2) exploiter des synergies logistiques, opérationnelles et commerciales avec l'activité d'hygiène et papier 3) atteindre une taille critique sur tous les segments du marché des produits d'hygiène et 4) développer à long terme l'export pour assurer une couverture contre le risque de change et préserver les marges à l'échelle du groupe.

«Le développement des activités Détergents et Cosmétiques s'inscrit dans le cadre d'une stratégie de diversification bien pensée qui capitalise sur le circuit de distribution bien rodé du groupe et qui cible à long terme des marchés à l'export»

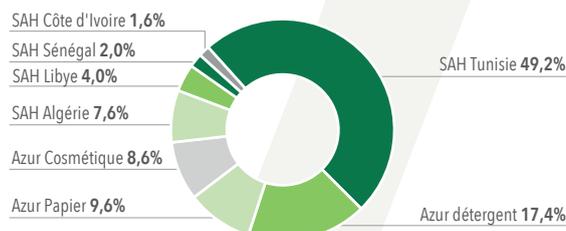
Les jalons importants dans l'histoire du groupe SAH LILAS

1994	Création de SAH LILAS
1996	LILAS commence à exporter vers la Libye
1997	LILAS devient le leader en Tunisie sur le marché des serviettes hygiéniques
1999	LILAS s'introduit sur le marché des couches bébé
2000	LILAS commence à exporter vers les marchés de l'Afrique subsaharienne
2004	LILAS démarre la production d'articles en papier
2005	LILAS fait son entrée sur le marché des couches pour adultes et commence à exporter vers l'Algérie
2008	ECP AFRICA FUND acquiert 49 % du capital de la société
2009	LILAS commence la production en Algérie
2012	LILAS investit dans AZUR PAPIER, son fournisseur en ouate de cellulose
2013	LILAS commence la production en Libye
2014	LILAS s'introduit sur la Bourse de Tunis – Sortie de ECP AFRICA FUND
2015	ABRAAJ GROUP acquiert indirectement 32,8 % du capital à travers JM HOLDING
2017	LILAS commence la production en Côte d'Ivoire – LILAS investit dans AZUR DÉTERGENT
2018	LILAS commence l'activité Détergents
2021	Production au Sénégal
2022	Engagement de l'investissement dans l'activité Cosmétiques LILAS pénètre le marché saoudien
2023	LILAS pénètre le marché français
2024	Lancement de la gamme cosmétique

Répartition géographique des revenus consolidés du groupe SAH LILAS (2024)



Contribution au chiffre d'affaires consolidé des différentes entités du groupe SAH LILAS (2024)

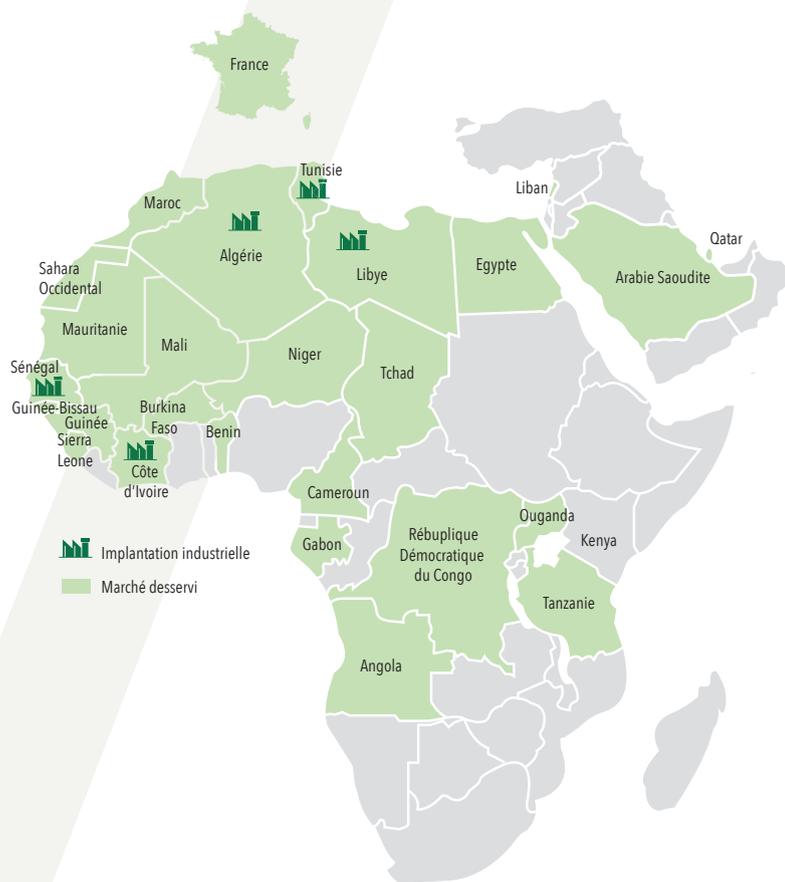


Périmètre du groupe SAH LILAS (2024)

	SAH TUNISIE (Société mère) – 1994 Serviettes hygiéniques, couches bébé, mouchoirs, papier hygiénique, couches pour adultes	
	SAH ALGÉRIE – 2007 Couches bébés, papier mouchoir et serviettes de table	83 %
	SAH LIBYE – 2009 Couches bébé, serviettes hygiéniques, serviettes de table, distributeurs de papier	60 %
	SAH MAROC – 2010 Distribution de toute la gamme de produits LILAS	100 %
	AZUR PAPIER – 2013 Production d'ouate de cellulose	74 %
	SAH CI – 2016 Couches bébés, hygiène féminine, papier hygiénique et serviettes de table	100 %
	AZUR DÉTERGENT – 2016 Détergents	69 %
	SAH SÉNÉGAL – 2018 Couches bébés, hygiène féminine, papier hygiénique et serviettes de table	100 % *
	TRANSFLÈCHE – 2021 Transport de marchandises sur le marché local	100 %
	AZUR INDUSTRIE COSMÉTIQUE – 2021 Produits cosmétiques	55 %
	AZUR D'ARTICLES PLASTIQUES – 2021 Emballages en plastique	52 %
	SAHD ALGÉRIE – 2010 Distribution de la gamme hygiène adulte, hygiène féminine, papier hygiénique et serviettes de table	100 %
	SAH DE COMMERCE – 2023 Filiale spécialisée dans le commerce	100 %

* Total des participations directes et indirectes de la société mère.

Présence géographique commerciale et industrielle du groupe SAH LILAS (2024)



«SAH LILAS est l'unique acteur indépendant ayant des sites de production dans 5 pays africains»

Opérationnelle depuis juillet 2019, l'activité Détergents a connu un succès commercial important. Dès le lancement de cette activité, SAH LILAS a proposé une offre complète de produits haut de gamme comprenant : l'eau de Javel, les détergents en poudre (main et machine) et les détergents liquides (main et machine). SAH est leader en Tunisie dans cette activité avec une part de marché de 65 %, à fin 2024.

4. La production de produits cosmétiques

En 2024, le groupe SAH a entamé une nouvelle page de son histoire, en se lançant dans la fabrication des produits cosmétiques. La nouvelle usine dédiée à cette ligne de métier est entrée en exploitation depuis le 24 juin 2024 avec la commercialisation de plus de 375 produits sur le marché local.

En se lançant dans les produits cosmétiques, le groupe SAH vise un triple objectif : i/ exploiter les synergies existantes à savoir le réseau de distribution, le savoir-faire industriel et la complémentarité avec les produits détergents, ii/ exploiter la notoriété de la marque «Lilas» et iii/ atteindre de nouveaux consommateurs en pénétrant un nouveau marché. La nouvelle usine est spécialisée, dans un premier temps, dans la production du savon liquide, du shampoing, de l'après-shampoing, du gel douche, du déodorant en spray ou à bille, du dentifrice, des masques et des sérums pour les cheveux. Le management compte aussi percer le créneau des gels et mousses à raser, dans un deuxième temps. La nouvelle usine est certifiée aux normes internationales et est dotée du premier centre de Recherche & Développement en Tunisie propre au groupe. SAH LILAS a réussi à couvrir tous les segments du marché des produits cosmétiques. Le groupe est parvenu à cibler le haut de gamme (gamme Suprême), le milieu de gamme (gamme Extrême) et la gamme professionnelle (gamme Expert).

SAH LILAS dispose aujourd'hui de plus de 600 références produites toutes activités confondues. Le groupe réalise environ 40 % de son chiffre d'affaires en dehors de la Tunisie. Il jouit d'une dimension internationale indéniable et d'une couverture géographique diversifiée (une vingtaine de pays en Afrique, un pays en Europe à savoir la France et trois pays dans la région MENA qui sont le Qatar, l'Arabie saoudite et le Liban). Il est l'unique acteur indépendant ayant des sites de production dans 5 pays africains (Tunisie, Algérie, Libye, Côte d'Ivoire et Sénégal). Ses concurrents sont principalement des multinationales.

Après avoir ouvert 20 % du capital au public au moment de l'introduction en bourse (réalisée en 2014), le flottant du capital a progressé graduellement pour atteindre, aujourd'hui, 28 %; une proportion dont les étrangers constituaient, historiquement, une part non négligeable. Le titre est prisé par les investisseurs étrangers, d'abord, pour son secteur réputé adapté aux besoins essentiels des pays en développement et notamment en Afrique, mais aussi, pour sa liquidité élevée et sa taille adaptée à leurs tickets d'investissement.

«Grâce à un mix de stratégies gagnantes d'intégration en amont, de diversification et d'expansion, SAH LILAS est devenu en trois décennies un champion national des produits d'hygiène et un acteur régional de taille»

II. RÉALISATIONS AU 31 DÉCEMBRE 2024

Plus qu'honorable, ainsi peut-on qualifier le millésime 2024 de SAH LILAS. Récoltant les fruits de ses efforts d'investissement soutenus sur les dernières années, le spécialiste panafricain des produits d'hygiène continue sur sa lancée commerciale et confirme la trajectoire ascendante de ses résultats. Profitant de l'expansion sur ses marchés historiques et du lancement réussi de la nouvelle branche Cosmétiques, le groupe a atteint de nouveaux paliers de revenus, de marges et de rentabilité. Le cru 2024 devrait inaugurer un nouveau chapitre dans la vie du groupe, qui s'inscrira sous le signe de l'internationalisation croissante, du retour sur investissement et du désendettement du bilan. Retour sur les réalisations de 2024; une année de tous les records pour le groupe.

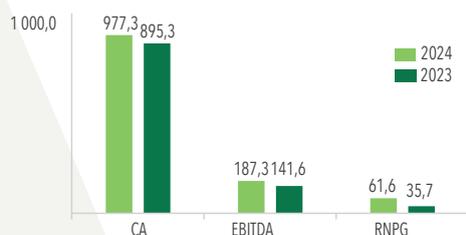
Au 31 décembre 2024, les revenus nets consolidés du groupe SAH LILAS ont atteint un niveau record de 977,3 MDt, soit une croissance de 9,2 % par rapport à 2023. L'augmentation du chiffre d'affaires consolidé en 2024 a été tirée par la solide performance commerciale de SAH LIBYE, dont les revenus nets ont atteint 39,1 MDt, en augmentation de 85,2 % par rapport à 2023, ainsi que par le lancement réussi de l'activité Cosmétiques qui a généré des revenus de 84,4 MDt, en environ six mois d'activité, dépassant ainsi les prévisions du management (un chiffre d'affaires estimé à 50 MDt initialement). Les ventes de la filiale SAH ALGÉRIE ont atteint 74,5 MDt contre 67,3 MDt au 31 décembre 2023, soit une croissance annuelle de 10,7 %. Les ventes de la filiale AZUR PAPIER ont enregistré, pour leur part, une croissance de 4,3 % pour atteindre un chiffre d'affaires de 93,7 MDt au 31 décembre 2024.

À noter que n'eussent été la fermeture prolongée des frontières libyennes (pendant environ quatre mois) et les lourdeurs administratives, notamment celles relatives à l'ouverture des lettres de crédit, qui ont fortement perturbé les échanges commerciaux avec ce marché stratégique, les ventes en Libye auraient été bien plus importantes sur l'année écoulée.

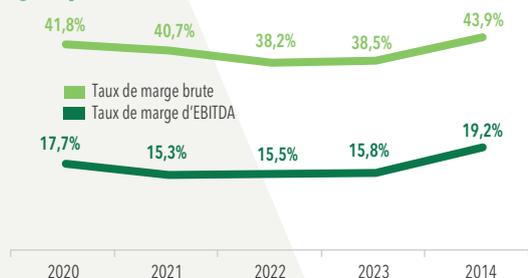
Profitant de l'accalmie au niveau des prix des matières premières sur les marchés internationaux, d'une politique de prix proactive, d'un meilleur mix-produits avec notamment l'entrée en activité de la branche Cosmétiques à plus fortes marges, SAH LILAS a témoigné d'une amélioration sensible de son taux de marge brute. Ce dernier s'est élargi de 5,4 points de pourcentage à 43,9 % sur l'année 2024. Cette bonne prestation est d'autant plus méritoire qu'elle a coïncidé avec un contexte de guerre des prix sur les marchés desservis par SAH aussi bien en Tunisie qu'ailleurs. Le management a précisé, lors de l'AGO du 12 juin 2025, que les pays de l'Afrique subsaharienne connaissent, depuis quelques années, une vague d'industrialisation, permettant l'émergence de concurrents locaux, qui exercent des pressions sur les prix tous segments confondus.

En 2024, le groupe a réussi à contourner l'effet du coût du démarrage de l'activité Cosmétiques et de la nouvelle filiale AZUR D'ARTICLES PLASTIQUES (impact des recrutements sur la masse salariale consolidée qui a bondi de 32,6 % à 107,7 MDt et augmentation des dépenses marketing de 49,8 % à 37,1 MDt induite par les campagnes de communication liées au lancement de la nouvelle gamme de produits cosmétiques

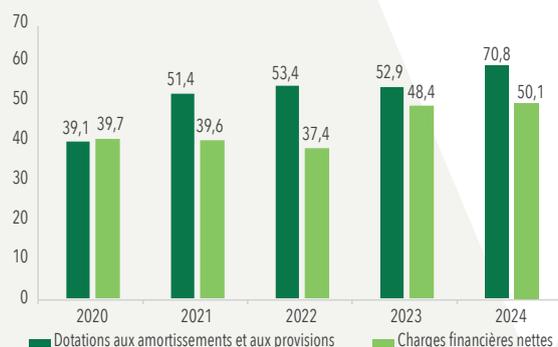
Évolution des principaux agrégats de l'état de résultat consolidé de SAH LILAS (en MDt)



Évolution des taux de marges consolidées du groupe SAH



Évolution des dotations aux amortissements et aux provisions et des charges financières nettes du groupe SAH (chiffres consolidés en MDt)



et par le renforcement des actions publicitaires dans certaines filiales, notamment en Libye) par le biais de la continuité des actions de productivité et d'efficacité opérationnelle lancées sur les dernières années. C'est ainsi que SAH LILAS a atteint un nouveau cap de rentabilité opérationnelle. Le taux de marge d'EBITDA s'est amélioré de 3,3 points de pourcentage à 19,2 %. L'EBITDA s'est, quant à lui, accru de 32,2 %, pulvérisant un nouveau record historique pour le groupe : 187,3 MDt.

L'investissement massif dans les capacités de production et les nouveaux projets (notamment AZUR INDUSTRIE COSMÉTIQUE et AZUR D'ARTICLES PLASTIQUES) n'ont pas été sans conséquences sur les dotations aux amortissements et aux provisions du groupe qui se sont hissées de 33,8 % à 70,8 MDt. Nonobstant cela, SAH LILAS a substantiellement renforcé son résultat d'exploitation. Ce dernier a augmenté à vive allure sur l'année écoulée (+31,3 %), dépassant pour la première fois dans l'histoire du groupe la barre des 100 MDt.

Profitant d'un contexte de change plus clément (des pertes nettes de change, revenant de -2,6 MDt, fin 2023, à -1,6 MDt,

fin 2024) et d'une meilleure maîtrise des charges d'intérêt (en hausse de près de 6 %, seulement, à 48,5 MDt), le groupe SAH LILAS a témoigné d'une progression contenue de ses charges financières nettes. Ces dernières se sont élargies de 3,5 % seulement, atterrissant à 50,1 MDt, fin 2024.

Le résultat net part du groupe de SAH a enregistré, somme toute, un bond spectaculaire de 72,8 % à 61,6 MDt; un record historique pour le groupe. Avec un ROE consolidé de 14,8 %, SAH LILAS figure parmi les groupes industriels les plus profitables de la cote.

Compte tenu du poids industriel grandissant du groupe qui n'a cessé de réaliser des investissements additionnels sur les dernières années pour lancer de nouvelles activités et monter en capacité (des investissements de 470 MDt sur la période 2018 - 2024) et au vu des crédits de gestion contractés dans le cadre du financement de ses stocks de matières premières (notamment durant la période inflationniste), nous estimons la dette nette ajustée de SAH à 551 MDt à fin 2024, ce qui correspond à un ratio de gearing de 121,7 % et un ratio Dette nette ajustée/EBITDA de 2,9 x. Ce constat traduit une meilleure capacité du groupe à faire face à son endettement grâce à une rentabilité accrue. Le niveau d'endettement actuel de SAH LILAS ne nous semble pas alarmant au vu du processus d'optimisation du BFR initié par le management à partir de 2023 et dont les bienfaits ont commencé à être perceptibles. Signalons que le BFR (ajusté de l'escompte) en nombre de jours de CA s'est réduit à 185 jours, soit un niveau parmi les plus faibles sur les six dernières années. Cette amélioration de la gestion du cycle d'exploitation est principalement portée par une politique de paiement fournisseur plus favorable.

Chiffres consolidés	En MDt				
	2020	2021	2022	2023	2024
Cash-Flow d'exploitation	67,8	51,8	11,3	29,8	79,4
Investissements	72,1	33,1	41,4	72,2	58,2
Free Cash-Flow	-4,2	18,7	-30,1	-42,4	21,2
Dette nette ajustée	382,4	410,0	484,7	539,1	551,0
Gearing	97,5%	112,4%	122,7%	135,1%	121,7%
ROE	7,2%	3,2%	10,7%	9,1%	14,8%
ROCE	8,5%	5,6%	8,7%	8,8%	11,1%

Par ailleurs, les fondamentaux du groupe restent solides et la montée en régime des nouveaux investissements, principalement «le projet Cosmétiques» devrait permettre de doper davantage les cash flows et de désendetter progressivement le bilan du groupe dans les prochaines années.

Dans le cadre de sa politique RSE, le groupe SAH LILAS s'engage à réduire l'empreinte environnementale de ses opérations à mesure que le groupe croît. Les principales actions menées par SAH LILAS à cet égard sont :

- 1) La construction de deux stations de traitement des eaux usées dans deux sites de production différents. La mise en

place d'une troisième station est en cours de validation. Le groupe compte, également, construire quatre bassins de collecte des eaux pluviales. Toujours dans l'optique de l'optimisation de la consommation d'eau du groupe, SAH a instauré un système fermé pour l'eau chez la filiale AZUR PAPIER;

- 2) La collecte et la transformation du plastique d'emballage. 100 % du plastique produit par le groupe est recyclable.
- 3) L'utilisation du papier recyclé. Environ 40 % de la production des produits d'hygiène papier du groupe est basée sur le papier recyclé;
- 4) Le lancement d'un projet de valorisation des déchets du papier avec les cimenteries locales en les incorporant au ciment. Un projet pilote a été lancé avec la SOCIÉTÉ LES CEMENTS DE JEBEL EL OUST qui attend, aujourd'hui, l'autorisation des autorités publiques;
- 5) La mise en place d'un système de cogénération pour récupérer la chaleur résiduelle de l'électricité existante, ce qui permet de réduire jusqu'à 35 % les pertes d'énergie et de baisser les émissions de CO₂ dans l'atmosphère. Il est à noter qu'un projet est, actuellement, à l'étude pour diviser par deux la consommation d'électricité du groupe dans les années à venir (hausse de la capacité de production de la cogénération de 10 MWC actuellement à 25 MWC d'ici 2025). Selon le management, SAH LILAS ambitionne d'atteindre, à long terme, l'autosuffisance énergétique au niveau du groupe. Rappelons que SAH a obtenu, en 2024, le feu vert de la STEG pour transporter l'excédent d'électricité d'une filiale à une autre;
- 6) La destruction des déchets toxiques. Le groupe SAH a signé des accords avec des organismes certifiés pour la collecte, le traitement et la destruction de tous les déchets toxiques.

Durant l'AGO annuelle de 2025 de SAH, le management a annoncé qu'il compte publier un rapport annuel de durabilité (rapport de la RSE) à partir de cette année.

« La politique RSE est au centre de la stratégie de développement du groupe SAH »

III. FAITS SAILLANTS DE 2025 ET PERSPECTIVES

2024 a été une année charnière pour le groupe. Arrivé au terme de sa période d'investissement, le groupe entame une nouvelle phase d'expansion avec le développement de l'activité Cosmétiques, la consolidation de sa présence à l'international et l'amélioration de la rentabilité grâce notamment à la baisse des prix des matières premières. Le groupe devrait, en conséquence, commencer à récolter les fruits de ses investissements et atteindre de nouveaux paliers de revenus et de rentabilité.

Ce changement de dimension serait perceptible sur les fondamentaux et les indicateurs d'activité du groupe dans les prochaines années. Il s'appuierait, selon nous, sur les facteurs suivants :

1. Activité Hygiène

En 2025, SAH devrait continuer à consolider sa position de leadership sur ses marchés cibles. Les réalisations futures du groupe tireraient parti de la poursuite de la stratégie du développement de l'export et de l'expansion régionale (vers les marchés de l'Afrique subsaharienne, en Mauritanie, le marché français et les marchés de la région du Moyen-Orient). SAH bénéficiera, par ailleurs, d'un meilleur contexte international sur le plan des coûts logistiques et des matières premières. Les marchés internationaux des matières premières connaissent un retour graduel à la normalité des prix depuis 2024.

La baisse des prix trouve son origine dans la poursuite de la stabilisation postpandémie des chaînes logistiques mondiales, la réduction volontaire des niveaux de stocks chez les fournisseurs et la contraction relative de la demande dans certains segments à l'échelle internationale, dans un contexte de guerres commerciales.

Notons que la dynamique commerciale solide du groupe a permis d'amortir les variations des prix, tandis que l'intégration verticale a continué à jouer un rôle stratégique, garantissant un meilleur contrôle sur la qualité et la régularité des intrants.

Durant l'AGO du 12 juin 2025, l'équipe de direction de SAH LILAS a annoncé vouloir créer une filiale industrielle en Mauritanie (qui sera baptisée SAH MAURITANIE) pour contourner les barrières douanières des autorités mauritaniennes. Cette filiale sera détenue à parts égales par SAH LILAS et deux partenaires locaux, dont un distributeur. Cette entité entrera en exploitation en 2025 et sera spécialisée dans l'activité d'Hygiène et papier.

2. Activité Ouate de cellulose

À travers sa filiale AZUR PAPIER, le groupe SAH opère deux lignes de production d'ouate de cellulose d'une capacité totale de 50 000 tonnes par an. Au-delà des bienfaits de la stratégie d'intégration verticale sur les marges du groupe, SAH écoule près de 60 % de sa production de l'ouate de cellulose sur les marchés export.

3. Activité Détergents

Dans les prochaines années, les performances opérationnelles et financières de cette activité devraient s'améliorer grâce à l'atteinte de niveaux de production optimaux, à la résorption des frais préliminaires et à la baisse des prix des matières premières. Les réalisations de cette ligne de métier devraient, par ailleurs, profiter d'un meilleur ancrage commercial des produits de la marque de détergents «Lilas» et du renforcement de ses parts de marché.

« La performance commerciale a joué un rôle clé en absorbant les fluctuations des prix sur les dernières années, tandis que l'intégration verticale a continué d'offrir des avantages en termes de stabilité et de qualité des matières premières »



«L'activité Cosmétiques connaîtra sa première année pleine d'exploitation en 2025 avec un chiffre d'affaires prévisionnel d'au moins 85 MDt (selon le management)»

4. Activité Cosmétiques

Cette activité constitue le nouveau cheval de bataille de SAH. Cette ligne de métier connaîtra sa première année pleine d'exploitation en 2025 avec un chiffre d'affaires prévisionnel d'au moins 85 MDt (selon le management).

En 2025, les efforts du management devraient être focalisés sur le développement de la gamme des produits cosmétiques en mettant l'accent sur les exportations vers de nouveaux marchés. En tant que nouvel entrant dans le marché des produits cosmétiques, SAH LILAS compte continuer d'investir dans la communication en vue de fortifier son positionnement sur le marché et d'acquérir un pouvoir de marque. Une fois son positionnement sur les Cosmétiques consolidé, le groupe aura une plus grande latitude à rehausser ses marges.

5. La productivité et l'efficacité énergétique

Le groupe envisage de réaliser divers projets d'économie d'énergie qui permettraient une réduction considérable de la facture énergétique, notamment, sur les lignes de business les plus demandeuses du facteur énergie, en l'occurrence l'activité de la filiale AZUR PAPIER (doublement de capacité de production d'électricité par la cogénération). La maîtrise des coûts opérationnels serait, également, envisagée à travers une meilleure exploitation des synergies interfiliales et sites industriels, notamment, par rapport aux charges d'énergie et de distribution.

Dans les prochaines années, le groupe compte cibler davantage les marchés européens qui sont caractérisés par un fort pouvoir d'achat. Le groupe fera du marché français sa porte d'entrée vers le Vieux Continent. Rappelons que le groupe est déjà certifié aux normes européennes pour l'activité d'Hygiène et papier. Il brigue, désormais, la certification euro-

péenne pour les activités Détergents et Cosmétiques. À noter que SAH LILAS est en discussion avancée avec des acteurs de la grande distribution en France, comme le groupe CARREFOUR et ALDI pour commercialiser les produits de SAH sous la MDD (Marque de Distributeur) et sous la marque «Lilas». Ces négociations devraient porter leurs fruits dans les années à venir.

Les prochains exercices devraient, toutes choses étant égales par ailleurs, marquer une nette consolidation de la rentabilité financière du groupe. Selon le management, la reprise constatée durant l'année 2024 devrait continuer au vu de la très bonne performance d'exploitation ainsi que l'amélioration espérée de la rentabilité des investissements déjà réalisés sur les derniers exercices. Le groupe devrait, par ailleurs, entrer dans une phase de «digestion» des investissements passés, de désendettement et de génération des cash flows, impliquant une baisse des charges financières. **«Faire fructifier les investissements par l'export» : le groupe fera de cet adage sa stratégie de développement pour les prochaines années.**

Selon l'équipe de direction de SAH LILAS, la turbulence du contexte économique mondial a notablement compliqué la modélisation des prévisions financières du groupe. Malgré cela, des prévisions relativement prudentes ont été établies, prenant en compte les risques liés aux flux d'approvisionnement et aux prix des matières premières, notamment en relation avec les nouveaux investissements.

Selon le plan d'affaires pour la période 2025-2028, l'exercice 2025 devrait maintenir une performance financière stable, toutes choses égales par ailleurs. À la fin de l'année 2025, le groupe vise une augmentation nette des revenus d'environ 10 % par rapport à 2024, principalement grâce au lancement de nouvelles gammes de produits et à l'ouverture d'une nouvelle filiale en Mauritanie.

Le groupe SAH table sur une amélioration sensible de ses marges opérationnelles. Bien qu'une hausse des volumes d'achats des matières premières soit attendue, le groupe prévoit de bénéficier d'un ralentissement du rythme inflationniste, ce qui devrait favoriser une amélioration de sa marge brute.

Dès 2025, une meilleure maîtrise des achats consommés est envisagée, avec pour objectif une marge brute comprise en 41 % et 42 % d'ici la fin de l'exercice. Cette progression serait soutenue par la diversification du mix produit et une politique d'approvisionnement en volumes importants, renforçant ainsi le pouvoir de négociation auprès des fournisseurs.

Sur le plan de l'EBITDA, le groupe ambitionne d'atteindre une marge comprise entre 19 % et 19,5 % en hausse par rapport à l'exercice précédent. Cette dynamique serait renforcée par l'intégration de la nouvelle filiale SAH MAURITANIE et appuyée par des programmes d'optimisation et d'amélioration de la productivité, visant à générer des économies d'échelle.

En ce qui concerne la structure financière, le maintien des charges financières nettes dans une fourchette de 4,2 % à 4,5 % des revenus permettrait au groupe d'atteindre une marge nette projetée entre 8,5 % et 9 % à fin 2025.

S'agissant de la politique de dividendes à adopter au titre de l'exercice 2025 par SAH LILAS, le management a annoncé un payout au moins égal à celui de l'exercice 2024 (67,5 %).

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 éventuelle indirecte de 29,9 % du capital de SAH LILAS par PGH). Concrétisé en juillet 2025, il s'agit du troisième mouvement capitalistique annoncé sur la Bourse de Tunis, depuis le début de l'année 2025, témoignant d'un marché «Actions» en pleine effervescence. L'adossement du fleuron national des produits d'hygiène au plus grand holding en Tunisie le doterait avant tout de plus de «muscles» et d'une force de frappe financière indéniable.

Si elle balisait la voie à sa montée ultérieure dans le capital pour accorder à PGH, hypothétiquement, le statut d'actionnaire de référence, cette opération mettrait à la disposition de SAH LILAS, le modèle de gestion bien rodé et éprouvé de PGH ; un modèle fondé sur une gouvernance solide, des procédures rigoureuses et une forte culture d'entreprise.

Commentant l'annonce du rapprochement stratégique entre PGH et SAH, le management de SAH a précisé que plusieurs synergies, notamment de coûts, pourraient naître de ce «mariage tuniso-tunisien», évoquant des synergies en termes d'achats regroupés de matières premières avec le groupe POULINA ou encore en matière d'approvisionnements du groupe SAH en emballages en carton et en plastique.

Le groupe a connu un début d'année timide. Les indicateurs d'activité du S1 2025 font état d'une faible croissance du chiffre d'affaires consolidé de 2,2 % à 472,2 MDt. L'analyse des indicateurs d'activité montre que l'augmentation des revenus nets consolidés à fin juin 2025 a été tirée par la performance commerciale de SAH LIBYE, dont les revenus nets ont atteint 28 MDt, en augmentation de 31,1 % par rapport à la même période en 2024, ainsi que par la contribution de l'activité Cosmétiques, lancée en juin 2024, qui a généré un revenu de 29,5 MDt contre 12,2 MDt, une année plus tôt.

L'examen des réalisations semestrielles du groupe montre aussi que les ventes de la filiale AZUR DÉTERGENT ont enregistré une croissance de 4,9 % pour atteindre un chiffre d'affaires de 79,8 MDt au 30 juin 2025.

À y regarder de plus près, c'est la performance en demi-teinte du deuxième trimestre qui a freiné la croissance du groupe sur l'ensemble du S1 2025. En effet, au deuxième trimestre 2025, les ventes consolidées ont atteint 211,6 MDt, soit une baisse de -4,4 % par rapport au deuxième trimestre 2024. Sur la même période (c'est-à-dire le T2 2025), les ventes locales ont augmenté de 10,3 % essentiellement grâce à l'apport de l'activité Cosmétiques qui a généré un chiffre d'affaires de 15,6 MDt au cours du deuxième trimestre 2025, alors que les ventes à l'international ont diminué de -27,9 %.

La répartition des revenus nets consolidés (retraités des ventes inter-groupe) par filiale montre que SAH TUNISIE contribue à hauteur de 47,8 %, suivie par AZUR DÉTERGENT et AZUR PAPIER, dont les ventes représentent 17 % et 11,1 % des ventes globales, respectivement. Pour sa part, la contribution d'AZUR COSMÉTIQUES s'est établie à 6,3 %.

Malgré un début d'année «timide» pour le groupe, le management reste confiant dans sa capacité à redresser la barre d'ici la fin de l'année et à réaliser le budget 2025 (un chiffre d'affaires annuel consolidé aux alentours d'un milliard de dinars). Selon lui : «Le groupe SAH anticipe une

belle croissance sur le deuxième semestre de l'année 2025, stimulée par la reprise des exportations sur le marché libyen, les performances commerciales de ses filiales libyenne et algérienne et les projets d'expansions régionales».

Notons qu'à la date de rédaction de cette étude, SAH LILAS n'a pas encore publié ses comptes consolidés relatifs à la première moitié de 2025. Ce faisant, nous nous contentons d'analyser les comptes semestriels de la société mère. Ces derniers ont fait ressortir une quasi-stagnation du chiffre d'affaires à 221 MDt et une baisse du résultat d'exploitation de -6 % à 31,6 MDt. C'est grâce à l'allègement des charges financières nettes (-17,4 % à 10,3 MDt) et à la constatation d'autres gains ordinaires de 2,7 MDt que la compagnie a pu absorber la montée de la pression fiscale (une charge de l'IS passant de près de 1 MDt, au 30 juin 2024 à environ 1,5 MDt à l'issue de la première moitié de 2025). SAH est parvenu, in fine, à dégager un bénéfice net individuel de 22,3 MDt, au 30 juin 2025, soit une croissance de 9,5 % par rapport à la même période de 2024.

Du côté des prévisions, et à l'échelle du groupe, nous tablons sur l'année pleine 2025 sur :

- une croissance du chiffre d'affaires de 1 % pour atteindre 987 MDt;
- une progression de 2,4 % de l'EBITDA pour s'établir à 192 MDt;
- une hausse du bottom line de 5,6 % pour atteindre 65 MDt.

IV. COMPORTEMENT BOURSIER & OPINION DE TUNISIE VALEURS

L'action SAH LILAS a enregistré un retournement de tendance favorable depuis 2024. Les investisseurs ont bien accueilli les réalisations financières solides du groupe et le relèvement graduel des dividendes. Aujourd'hui, avec une capitalisation boursière de 1,1 milliard de dinars, SAH LILAS traite à 16,1 x ses bénéficiers et à 8,5 x son EBITDA estimés pour 2025 ; 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. La carte de la page 165 de la présente Revue de Recherches (Présence géographique commerciale et industrielle du groupe SAH LILAS (2024)) montre bien que les marchés desservis par SAH sont majoritairement en Afrique et au Moyen-Orient, ce qui devrait offrir une demande supérieure aux autres marchés dans le monde.

Performances boursières annuelles de SAH LILAS depuis son IPO



Chiffres clés de l'état de résultat du groupe SAH LILAS

Chiffres consolidés en MDt	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e
Chiffre d'affaires	560,1	624,6	670,5	868,8	895,3	977,3	987,0	1 016,6
Progression	-	11,5%	7,4%	29,6%	3,0%	9,2%	1,0%	3,0%
Marge brute	208,2	261,4	272,7	331,8	344,9	428,9	439,3	452,5
Progression	-	25,5%	4,4%	21,7%	3,9%	24,4%	2,4%	3,0%
Taux de marge brute	37,2%	41,8%	40,7%	38,2%	38,5%	43,9%	44,5%	44,5%
EBITDA	81,3	110,3	102,4	134,9	141,6	187,3	191,7	197,5
Progression	-	35,7%	-7,2%	31,8%	4,9%	32,2%	2,4%	3,1%
Taux de marge d'EBITDA	14,5%	17,7%	15,3%	15,5%	15,8%	19,2%	19,4%	19,4%
Résultat net part du groupe	23,0	30,6	16,2	35,3	35,7	61,6	65,1	69,5
Progression	-	33,4%	-47,0%	117,8%	0,9%	72,8%	5,6%	6,8%
Marge nette	4,1%	4,9%	2,4%	4,1%	4,0%	6,3%	6,6%	6,8%

Sources : états financiers consolidés de SAH LILAS et prévisions de TUNISIE VALEURS.

Échantillon de comparables régionaux (2025e)

Société	Pays	VE/CA (x)	VE/EBITDA (x)	PER (x)
SAH LILAS	Tunisie	1,7	8,5	16,1
THE PROCTER & GAMBLE CIE	États-Unis	4,7	16,9	23,2
UNILEVER PLC	Royaume-Uni	2,6	12,1	16,8
KIMBERLY-CLARK CORP.	États-Unis	2,9	13,4	16,5
VINDA INTERNATIONAL HOLDINGS LTD	Hong Kong	1,3	10,4	17,3
EDGEWELL PERSONAL CARE CIE	États-Unis	1,0	7,0	7,9
HENKEL AG & CO. KGAA	Allemagne	1,4	7,5	13,0
HENGAN INTERNATIONAL GROUP CIE LTD	Chine	1,2	6,9	11,2
SUOMINEN OYJ	Finlande	0,4	11,2	ND
EMAMI LIMITED	Inde	7,1	25,7	31,6
RECKITT BENCKISER GROUP PLC	Royaume-Uni	3,3	11,8	16,3
PIGEON CORP.	Japon	1,6	10,0	23,5
HYPERA SA	Brésil	2,9	10,6	12,3
Moyenne internationale		2,5	12,0	17,2

Sources : S&P CAPITAL IQ et calculs de TUNISIE VALEURS.

Dans une conjoncture économique difficile, le titre représente une opportunité d'investissement attractive à bien des égards :

- **Il s'agit d'une valeur de croissance** : le groupe opère sur des marchés en pleine expansion. En général, les marchés africains sont caractérisés par des taux de natalité et de croissance économique élevés et sont très propices à la croissance organique ;
- **Il s'agit d'une valeur internationale** : après avoir gagné le pari de sa transformation en un champion national des produits d'hygiène et papier et des détergents, fortement intégré, le groupe affiche de fortes ambitions internationales ;
- **Il s'agit d'une cible de choix pour les investisseurs institutionnels** : grâce à la taille de sa capitalisation boursière et de son flottant, SAH LILAS figure parmi les titres les plus liquides de la cote. Outre sa liquidité élevée, son actionariat

institutionnalisé fait du groupe une cible de choix pour les investisseurs institutionnels, notamment, les investisseurs étrangers. Et l'intérêt manifesté par le groupe POULINA en est la parfaite illustration. Il ne manquera pas de faire des émules parmi les investisseurs, constituant ainsi un catalyseur indéniable pour le titre SAH LILAS en bourse.

Outre son *equity story* palpitante, le récent changement de «ton monétaire» de la BCT, la résilience du dinar tunisien face au dollar américain depuis le début de l'année 2025 et la détente en cours des prix des matières premières sur les marchés internationaux constituent, à notre avis, des «angles d'attaques» supplémentaires pour investir dans le titre SAH LILAS.

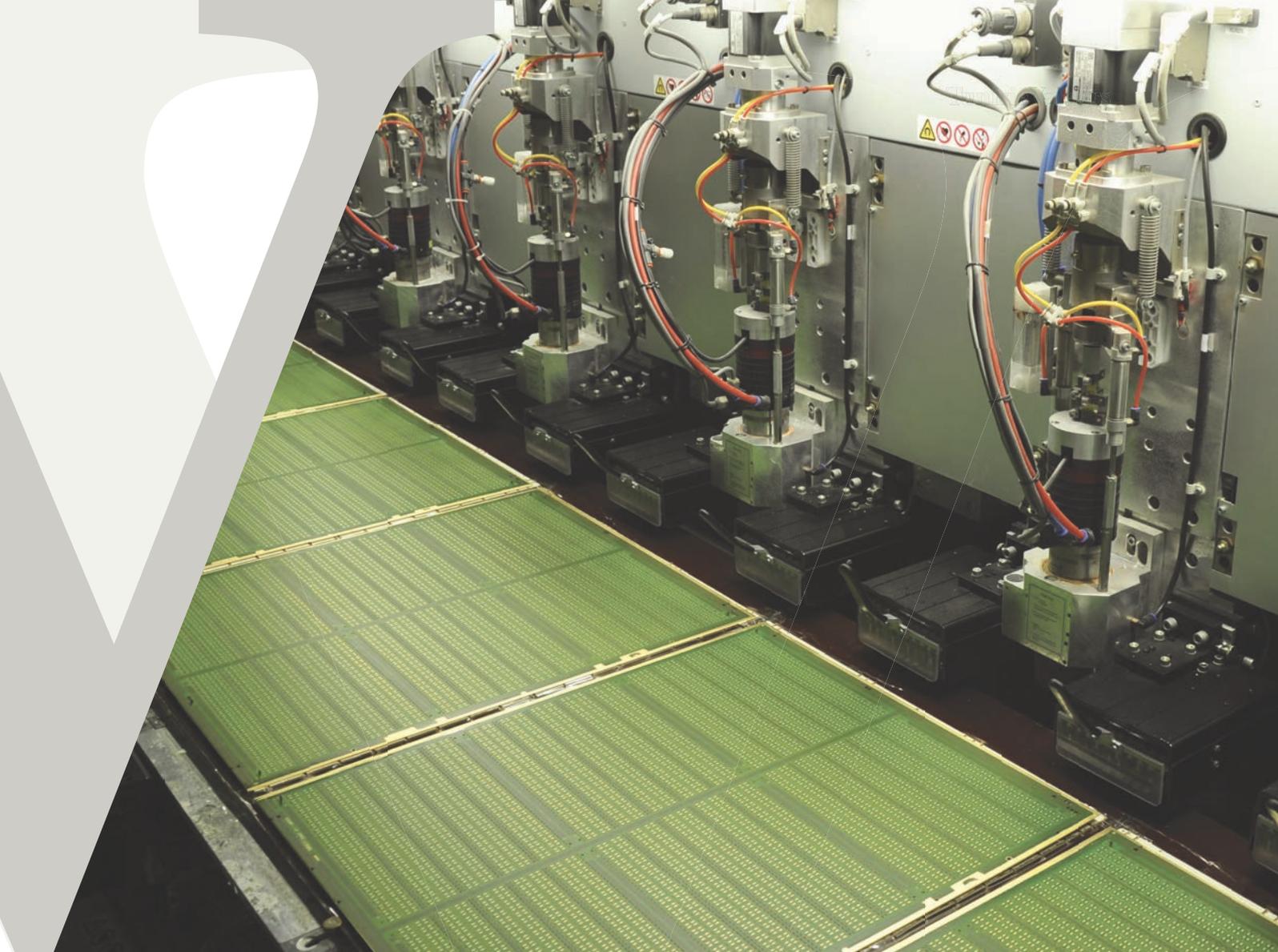
Nous réitérons notre recommandation à l'«Achat» sur SAH LILAS.

OneTech HOLDING

Des fondamentaux solides

Points clés

- 2024 aura été l'année de l'atterrissage en douceur pour ONE TECH HOLDING. Le groupe spécialisé dans la Câblerie, la Mécatronique et les Technologies de l'Information et de la Communication a dû faire face à un environnement opérationnel exigeant sur l'année dernière. Tensions géopolitiques, ralentissement de la croissance mondiale, baisse du marché automobile en Europe, demande en berne sur les secteurs industriels et du bâtiment, des conditions financières contraignantes sur les marchés servis, volatilité des prix des matières premières, alourdissement de la pression fiscale en Tunisie et appréciation du dinar face à la devise européenne... tels sont les défis qui ont été surmontés par ONETECH au cours de l'année 2024. Résultat des courses : une résistance salubre au niveau de l'activité d'exploitation et une baisse « conjoncturelle » au niveau du Bottom line. En réalité, 2024 aura été une année de transition pour OTH. Le projet de transformation « Challenge 2028 », annoncé depuis l'année 2024, commence à impacter positivement les différentes filiales du groupe à travers les synergies et les leviers d'améliorations opérationnels qui ont été déjà implémentés, notamment au niveau du pôle Mécatronique.
- OTH a annoncé, en avril dernier, la conclusion officielle d'un partenariat stratégique entre sa filiale FUBA (pôle Mécatronique), spécialisée dans la fabrication de circuits imprimés, et la société UNION GAIN ELECTRONICS TECHNOLOGY, acteur majeur de l'industrie électronique en Chine. Cet accord marque une nouvelle étape majeure dans le développement de FUBA et s'inscrit dans la stratégie d'expansion internationale du groupe ONETECH. Dans le cadre de ce partenariat à forte valeur ajoutée, UNION GAIN procédera à une entrée dans le capital de FUBA au moyen de trois augmentations de capital réservées successives, lui permettant de détenir avant la fin du T1 2027 une participation minoritaire de 33 %. Ce rapprochement vise à renforcer significativement la compétitivité de FUBA en combinant ses expertises technologiques, industrielles et commerciales à celles d'UNION GAIN et ouvre la voie à des opportunités de développement sur de nouveaux marchés, notamment en Europe et en Amérique du Nord, tout en consolidant la présence de FUBA sur ses marchés historiques. En conjuguant leurs expertises respectives et leurs ressources, les deux partenaires entendent développer de nouvelles synergies industrielles et commerciales, au service de leurs clients et partenaires à l'échelle internationale.
- La direction d'OTH a confirmé en août 2025 la décision de séparer les pôles Mécatronique et Câblerie. Cette scission a pour ambition de renforcer la spécialisation de chacun de ses pôles stratégiques, de développer des partenariats et d'accélérer leur développement en tirant parti des synergies mises en place au sein de leurs filiales respectives. La scission sera totale avec pour objectif l'introduction distincte en bourse de chaque pôle d'activité. Les aspects stratégiques, opérationnels, financiers, juridiques et sociaux ainsi que le calendrier de l'opération sont en cours de finalisation et le rapport définitif sera soumis au prochain Conseil d'Administration du groupe.



- Adossé à un bilan solide, OTH s'arme pour devancer ses concurrents. Le groupe poursuit sa montée en compétence technologique et s'organise pour maximiser les synergies entre ses métiers et ses filiales. S'inscrivant dans une optique de recentrage sur le «core business», la cession de la participation d'OTH dans la société HELIOFLEX, réalisée en 2024, devrait permettre à la société de concentrer ses ressources financières sur les activités stratégiques, de parfaire son programme d'investissement, notamment, dans les technologies de pointe, et de renforcer son positionnement sur les marchés en relation avec ces activités.
- La finalité stratégique du groupe est de monter en chaîne de valeur en intégrant le design et l'engineering produit pour passer à un fournisseur direct de modules complets et intelligents, avec des softwares embarqués pour les grands donneurs d'ordre dans tous les secteurs (non seulement dans les secteurs automobile, industriels et aéronautique mais également dans les secteurs de la santé, des produits blancs et des compteurs intelligents). À travers son programme de transformation stratégique «Challenge 2028», le groupe OTH cultive une ambition claire : devenir un leader technologique régional d'ici 2028.
- Nous pensons que le retour en grâce boursier est à la portée de main d'OTH. Nous continuons à recommander un positionnement sur le titre sur un horizon de placement à moyen et long terme. De manière plus générale, nous nous montrons, dans cette conjoncture, plus confortables avec les grandes sociétés, non cantonnées à leur marché domestique et affichant un faible endettement. OTH répond à ces critères et constitue, par conséquent, une opportunité d'investissement. Nous recommandons le titre OTH à l'Achat.

Cours (au 30.09.2025)	8,900 Dt
▶ ACHETER (+)	
ROE CONSOLIDÉ 2024	6,8 %

Actionnariat (au 23.05.2025)

FAMILLE SELLAMI	46,6 %
EQUITY CAPITAL	5,4 %
AUTRES ACTIONNAIRES	48,0 %

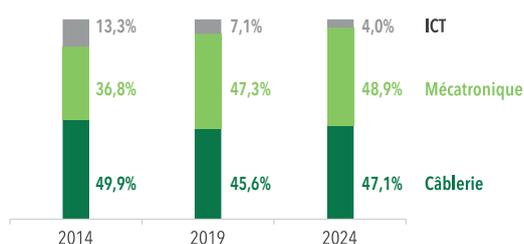
I. PRÉSENTATION DU GROUPE ONETECH

ONETECH- comme son nom l'indique – se distingue par trois spécificités : ❶ le concept *One Stop Shop*, qui consiste à être un prestataire « guichet unique », offrant au client une gamme de produits complémentaires, ❷ la technologie, en offrant des produits à forte valeur ajoutée et ❸ sa forte présence à l'international, puisque 85 % de son chiffre d'affaires est réalisé à l'export, fin 2024, principalement, en Europe.

OTH opère dans trois lignes de métier :

- 1. La Câblerie :** métier historique qui continue à jouer le rôle de « vache à lait » pour le groupe. Ses débouchés sont les secteurs de l'énergie, du bâtiment, des Télécoms et de l'automobile, et ses marchés sont situés pour la majorité en Europe. Activité mature, le poids de la Câblerie a décliné au fil des années pour laisser la place à de « nouveaux métiers » plus rentables et à plus forte croissance.
- 2. La Mécatronique :** un nom hybride, désignant l'activité mécanique et électronique. Cette activité consiste en la conception et la production de composants électromécaniques destinés exclusivement à l'export et principalement aux secteurs de l'automobile (80 % du chiffre d'affaires), mais également à l'industrie aéronautique, l'industrie des produits blancs et l'industrie médicale... Sur les dernières années, les efforts de développement d'OTH se sont concentrés sur ce métier dont les marges et les perspectives sont plus importantes que la Câblerie. Depuis 2016, le chiffre d'affaires de l'activité Mécatronique a rattrapé celui de la Câblerie. Le pôle Mécatronique est également devenu le principal relais de rentabilité du groupe.

Structure des revenus du groupe ONETECH par pôle d'activité (2024)



« À travers son programme de transformation stratégique "Challenge 2028", le groupe OTH cultive une ambition claire : devenir un leader technologique régional d'ici 2028 »

3. ICT (Technologies de l'Information et de la Communication) :

il s'agit d'une activité benjamine au niveau du groupe.

La diversification du groupe ONETECH s'est faite progressivement au fil des années, dans un double objectif de développer des activités plus rentables et d'exploiter des convergences entre les métiers où des synergies, commerciales et opérationnelles, peuvent s'opérer.

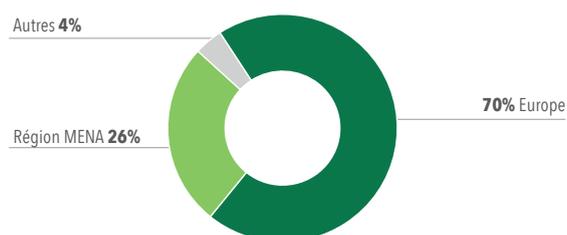
En somme, OTH est un groupe « internationalisé » qui allie des activités aux différents profils : d'un côté, une activité de Câblerie « vache à lait » qui continue à sécuriser la rentabilité et les cash flows du groupe, mais confrontée à la maturité de ses marchés. De l'autre, une activité « vedette » : la Mécatronique, dont le marché affiche de belles perspectives et où OTH a encore du potentiel. L'activité ICT est, quant à elle, encore convalescente.

II. RÉALISATIONS AU 31 DÉCEMBRE 2024

L'exercice 2024 s'est placé sous le signe de la résilience pour le groupe ONETECH. Malgré un environnement opérationnel des plus ardues en Europe, principal marché servi par l'exportateur national (baisse du marché automobile sur le Vieux Continent, ralentissement du secteur du bâtiment et une demande industrielle en berne), la baisse des ventes a été limitée à -5,1 %. Selon le management, la baisse de la demande du marché a été bien anticipée, les réalisations en termes de revenus en 2024 (un chiffre d'affaires consolidé de 1 milliard de dinars) étant quasiment en ligne avec le budget. Il est à noter que le repli des revenus à l'export (-6,5 % à 891,6 MDt) a été partiellement contrebalancé par la bonne orientation des ventes réalisées sur le marché local (+3,3 % à 156,6 MDt).

L'activité du pôle Câblerie s'est bien défendue en 2024 (une régression des revenus contenue à -2 % à 493,7 MDt). La « Basse Tension » a été la catégorie de câbles la plus touchée

Répartition géographique des ventes consolidées du groupe ONETECH (2024)



par la baisse, compensée par une forte hausse des câbles «Moyenne Tension» à plus forte valeur ajoutée. Le pôle Mécatronique a, pour sa part, essuyé une baisse de son chiffre d'affaires de -5,9 % à 513,1 MDt, tiré vers le bas par le plastique et l'EMS. Quant au pôle ICT, il a accusé un retrait de ses revenus de -5,9 % à 31,7 MDt au vu d'un marché qui devient de plus en plus concurrentiel et d'une activité software qui se développe, mais avec des reports au niveau des réalisations.

Malgré un léger recul du chiffre d'affaires consolidé en 2024, la marge brute du groupe a progressé de 2,9 % à 271,4 MDt, atteignant 25,9 % du chiffre d'affaires, soit le niveau le plus élevé dans la vie boursière du groupe ONETECH. Cette amélioration s'inscrit dans le cadre du projet de transformation «Challenge 2028» du groupe, qui vise à optimiser les marges opérationnelles grâce à une rationalisation du mix-produits, une politique proactive de protection des prix et une réduction des charges variables (énergie, transport et emballage).

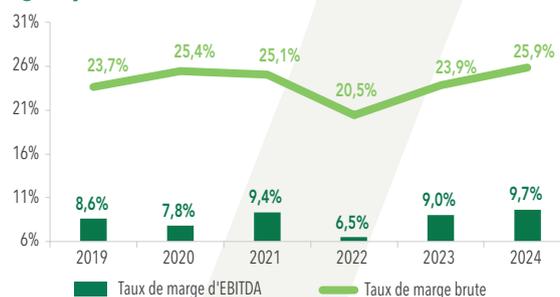
En 2024, le groupe a réussi à améliorer sa rentabilité d'exploitation. Le renforcement du taux de marge brute, couplé à la maîtrise des charges opératoires (des hausses contenues de la masse salariale et des autres charges d'exploitation à +3,2 % et à +3,8 % respectivement), a permis à OTH de consolider son taux de marge d'EBITDA. Ce dernier a affiché une progression de 0,6 point de pourcentage à 9,7 %. Parallèlement, l'EBITDA du groupe a cru de 1,5 % à 101,4 MDt; soit un niveau record jamais enregistré par ONETECH. À noter que le pôle Mécatronique reste le premier contributeur à la rentabilité opérationnelle consolidée (une contribution de 52,6 MDt à l'EBITDA consolidé, fin 2024).

«La diversification du groupe ONETECH s'est faite progressivement au fil des années, dans un double objectif de développer des activités plus rentables et d'exploiter des convergences entre les métiers où des synergies, commerciales et opérationnelles peuvent s'opérer»

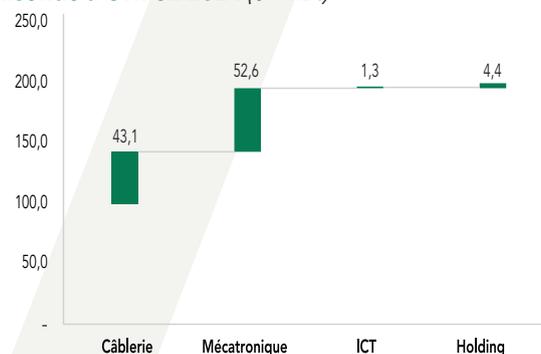
En dépit de la résistance de la rentabilité d'exploitation, la rentabilité nette a été prise à revers par l'élargissement des dotations aux provisions (impactés notamment par les fortes provisions enregistrées sur les stocks et les licenciements du personnel, soit une dotation nette de 4 MDt), le contexte de change moins clément (des pertes nettes de change de -5,9 MDt à la suite de l'appréciation du dinar tunisien face à l'euro de 2,1 % comparé à ses niveaux de fin 2023) et la hausse de la pression fiscale (hausse des impôts dus de 42,2 % à 17,4 MDt). Le groupe a dégagé, in fine, un résultat net part du groupe de 30,2 MDt, en baisse de -21,2 % par rapport à 2023. Il est à signaler que tous les pôles métiers du groupe affichent des résultats nets positifs, hormis le pôle ICT qui a été quasiment à l'équilibre en 2024 (un résultat net de -0,8 MDt). Notons, par ailleurs, que l'impact financier net de la cession de la participation d'OTH dans la société HELIOFLEX (au géant de l'emballage ALUFLEXPACK qui a été totalement clôturée le 24 avril 2024) s'élève à +8,4 MDt (une plus-value), fin 2024.

Outre son cachet international, OTH conserve une spécificité d'autant plus recherchée dans cette conjoncture difficile :

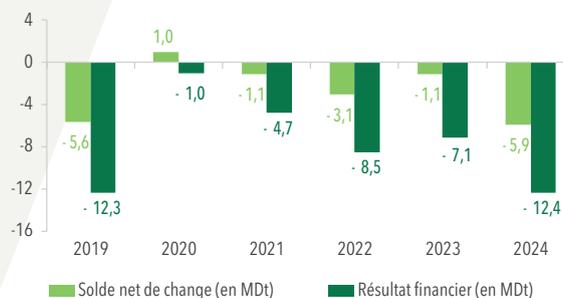
Évolution des taux de marges consolidées du groupe ONETECH



Contribution de chaque pôle d'activité dans l'EBITDA consolidé d'OTH en 2024 (en MDt)



Évolution du solde net de change et du résultat financier consolidés de ONETECH

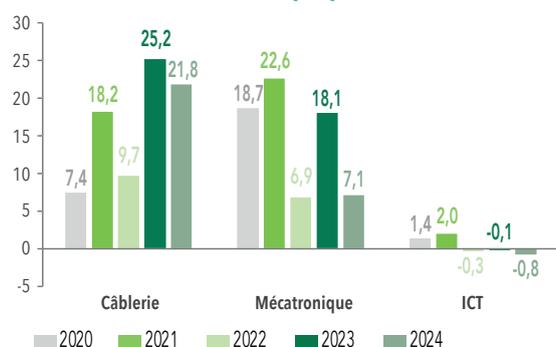


son bilan sain. Le groupe poursuit sa gestion rigoureuse de son Besoin de Fonds de Roulement (baisse du BFR de -0,3 % à 253 MDt en 2024) et de l'endettement (baisse de la dette financière globale de -19 % à 123 MDt). L'activité d'exploitation continue à dégager des cash flows confortables (un Free-Cash-Flow de +32,8 MDt, fin 2024) qui autofinancent les investissements. Très peu de dettes, donc, pour OTH (un gearing de 7,4 % à fin 2024 et une dette nette en régression de -31,3 % à 33,5 MDt, représentant 0,3 x l'EBITDA) qui a toujours privilégié la prudence dans ses financements. Un bilan solide qui permet au groupe de disposer d'une force de frappe importante pour résister aux cycles économiques baissiers, poursuivre la croissance organique et saisir les opportunités de croissance externe.

Selon le management, le groupe est encore engagé dans la recherche de nouveaux partenariats stratégiques, lui permet-

Chiffres consolidés en MDt	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Cash flow d'exploitation	61,0	29,6	68,0	44,2	62,6	54,0
Investissements	30,3	32,4	28,4	19,4	26,3	21,2
Free cash flow	30,8	-2,9	39,6	24,7	36,3	32,8
Dettes nettes	32,9	30,5	58,3	83,7	48,8	33,5
Gearing	8,7 %	8,0 %	14,4 %	20,5 %	10,9 %	7,4 %

Évolution du résultat net d'OTH par pôle d'activité (en MDt)



tant de renforcer les technologies existantes, de monter en chaîne de valeur et surtout de se rapprocher des clients afin de mieux les servir, et de se positionner parmi les grands opérateurs industriels régionaux.

Le management de l'environnement, de la santé et la sécurité au travail sont au cœur de la politique de développement du groupe ONETECH. En effet, toutes les filiales mécatroniques sont déjà certifiées :

1) **ISO 14001** : système de management environnemental qui permet de gérer les responsabilités environnementales d'une manière systématique afin de contribuer au pilier environnemental du développement durable.

2) **ISO 45001/OHSAS 18001** : santé et sécurité au travail qui permet d'améliorer la sécurité des employés, de réduire les risques sur le lieu du travail et de créer des conditions de travail meilleures et plus sûres.

Sur les dernières années, une attention particulière a été donnée aux ressources humaines par :

- la consolidation de la sécurité et de la santé au travail ;
- l'aménagement et l'amélioration des espaces dédiés au personnel et l'entame d'une formation en soft skills du top et du middle management ;
- le déploiement d'un programme de responsabilisation des femmes dans des postes de management.

Au rayon de la responsabilité environnementale, le groupe s'est doté d'un système de recyclage du cuivre, du plastique et du carton et d'un système de traitement et de recyclage de l'eau. OTH envisage, par ailleurs, de poursuivre son programme d'installation d'énergie renouvelable pour réduire la facture d'électricité ainsi que l'empreinte carbone.

Toujours du côté de la RSE, le groupe a mis les moyens, pour venir à la rescousse de la communauté via des dons de

matériel médical et scolaire, en participant aux campagnes de don de sang avec le croissant rouge et en mettant en place des programmes de dons aux familles désavantagées.

Dans son rapport de durabilité 2024, ONETECH a dévoilé son programme «OneTech OneEarth», son programme de transformation durable qui structure les actions du groupe autour d'objectifs ambitieux et mesurables, dans une logique d'amélioration continue. Il incarne l'engagement concret du groupe en matière d'ESG :

- **Performance environnementale** (énergies renouvelables, recyclage, réduction des émissions) ;
- **Progrès social** (inclusion, sécurité, équité) ;
- **Gouvernance responsable** (éthique, conformité, transparence).

III. FAITS SAILLANTS DE 2025 ET PERSPECTIVES

Durant la communication financière du 15 mai 2025, la direction d'OTH a dévoilé ses ambitions pour l'avenir. À travers la mise en place du plan de développement stratégique «Challenge 2028», le groupe cultive une ambition claire : devenir un leader technologique régional d'ici 2028. Cette ambition devrait se traduire par :

- Une multiplication des partenariats à l'échelle internationale par un renforcement géographique et la diversification des marchés d'applications. La devise de ONETECH dans les prochaines années est : Technologies, Partenariats et Exports ;
- Une augmentation du chiffre d'affaires consolidé de 50 % à 1 500 MDt, soit l'équivalent de 450 millions d'euros, ce qui permettra à ONETECH de caracoler à la première place des exportateurs tunisiens (contre une troisième position actuellement) ;
- Un poids moyen de l'export de 85 % dans les revenus du groupe ;
- Une marge d'EBITDA supérieure à 12 % sur la période prévisionnelle (contre un taux de 9,7 %, fin 2024).

La croissance du groupe ONETECH sur la période sous revue devrait être catalysée par :

- **Marché automobile** : une croissance annuelle moyenne du marché de 9 % sur les systèmes électroniques automobiles à l'horizon 2035 et une accélération du passage aux véhicules électriques ;
- **Marché des produits industriels** : une augmentation de la demande des produits intégrés et complets ; des produits que ONETECH a d'ores et déjà commencé à livrer. À cela s'ajoutent les perspectives intéressantes de plusieurs segments porteurs identifiés en Europe, comme les vélos électriques (+10 %/an), les machines agricoles (+3 %/an), les pompes à chaleur/climatisation (+10 %/an), les bornes de recharge, les produits blancs (gros électroménagers) et l'Aéronautique ;
- **Marché des infrastructures et de la construction** : le groupe compte focaliser ses efforts commerciaux sur les marchés de l'Afrique et du Moyen-Orient, dont le marché du câble énergie est immense (taille comparable à l'Europe), très dynamique et présente des perspectives de croissance attrayantes (+6 %

à +8 %/an). Cet objectif ira de pair avec l'orientation vers le développement sur les marchés européens.

Selon le management de ONETECH, le projet de croissance et de transformation «Challenge 2028», que le groupe a commencé à déployer depuis 2024, repose sur les cinq piliers suivants :

1. Croissance organique et diversification des activités

Cet objectif devrait se concrétiser grâce à une diversification des marchés d'applications du portefeuille Mécatronique. OTH prévoit également d'augmenter sa capacité de production au Maroc en lançant une nouvelle usine à Tanger Med d'une superficie de 3 200 m² et en y intégrant la nouvelle activité «Électronique». L'objectif de cet investissement est de servir les marchés automobiles marocain (un marché important de 1 million de véhicules) et espagnol. À noter que le groupe ONETECH est présent depuis 10 ans au Maroc. Pour le pôle Câblerie, la croissance du groupe devrait être portée par une prospection accentuée auprès de la zone MEA et par le lancement des ventes de la «Moyenne Tension» en Allemagne.

2. Partenariats internationaux et technologiques

Cet objectif a commencé à être concrétisé grâce au partenariat stratégique noué entre la structure FUBA spécialisée dans les circuits imprimés et UNION GAIN ELECTRONICS TECHNOLOGY, acteur majeur de l'industrie électronique en Chine. La direction de ONETECH a précisé que ce partenariat consiste en l'acquisition d'une participation minoritaire de 33 % sur 3 ans dans FUBA. Et d'ajouter que ce rapprochement capitalistique permettrait d'apporter une valeur ajoutée technologique par la montée en gamme des produits ainsi que l'amélioration des coûts et de la compétitivité de FUBA.

3. Excellence opérationnelle

Ce pilier consiste en l'optimisation des coûts via la mutualisation des ressources, le regroupement des achats indirects, la maîtrise des coûts de l'énergie à travers l'énergie photovoltaïque et la digitalisation interne.

Structure de la transaction sur HELIOFLEX (en MDt)	
Prix de vente (2024)	15,7
Complément de prix (2025 et 2026)	2,8
Total transaction	18,5
Impact sur les états financiers individuels en 2024 (en MDt)	
Prix de vente	15,7
Plus-value brute en individuel	13,6
Plus-value nette en individuel	12,1

Selon le management, l'augmentation de l'efficacité opérationnelle passe également par :

- Le développement des synergies via la consolidation de plusieurs équipes supports ;
- La consolidation des transports ;
- La création d'un nouveau département Lean 4.0 d'excel-

Les 5 piliers du programme de croissance et de transformation stratégique «Challenge 2028» de ONETECH



lence opérationnelle pour la mise en place de chantiers d'efficacité et d'industrie 4.0.

4. Digitalisation

Ce pilier s'articule autour des 3 axes suivants :

- Digitalisation de la production, des outils industriels et des process ;
- Développement de l'industrie 4.0 par l'automatisation et la robotisation de certaines lignes de production et l'introduction de l'intelligence artificielle ;
- Digitalisation des processus support (commercial, cotation, achats et RH).

5. Pilier ESG

Le développement des pratiques ESG au sein du groupe ONETECH dans les prochaines années se ferait par :

- La mise en place de panneaux photovoltaïques sur les toitures des usines (objectif majoritairement atteint). L'économie d'énergie moyenne à terme est de 16 % du coût énergétique actuel ;
- La mise en place du Bilan Carbone par filiale (objectif atteint en 2024) et par produit pour se préparer à l'entrée en vigueur à partir de 2026 du Mécanisme d'Ajustement Carbone aux frontières de l'Union européenne (MACF) ;
- L'innovation responsable en matière de produits : l'augmentation du taux de recyclage des déchets dangereux de 22 % en 2024 par rapport à 2023 et la valorisation à 100 % des déchets non dangereux ;
- La mise en place future d'un champ photovoltaïque de 10 à 20 MWc pour faire baisser le coût de la consommation de plus de 20 % et améliorer le mix énergétique.

Selon le management, le groupe prévoit que 50 % de sa consommation en électricité soit couverte par de l'énergie verte. Dans ce cadre, la direction d'OTH a donné son accord pour signer un contrat d'achat d'électricité pour couvrir ses besoins en énergie. Ce contrat en énergie verte viendrait s'ajouter à l'énergie générée par les panneaux photovoltaïques déjà installés sur les toitures des sites de production du groupe.

Durant l'AGO du 23 mai 2025, le management d'OTH a dévoilé ses prévisions pour l'année 2025, annonçant un chiffre

d'affaires en hausse de 8 % par rapport à 2024 à 1,1 milliard de dinars, un EBITDA consolidé en croissance de 9,8 % à 111,3 MDt et un résultat d'exploitation en progression de 14 % par rapport à 2024 à près de 69 MDt. La direction d'OTH a également annoncé un objectif de résultat net consolidé de 47,4 MDt, en hausse de 53,4 % par rapport à 2024.

Au terme de la première moitié de l'année 2025, ONETECH a affiché de bonnes performances opérationnelles en dépit de conditions de marchés difficiles et d'une conjoncture qui demeure compliquée en Europe. La bonne dynamique commerciale a permis au chiffre d'affaires semestriel du groupe de s'établir à 544,6 MDt, soit une croissance de 0,7 % par rapport au S1 2024 et de 2,3 % retraitée de la plus-value réalisée sur la cession de la filiale HELIOFLEX.

L'EBITDA consolidé s'est monté à 53,7 MDt, à l'issue des six premiers mois de 2025, dépassant ainsi de 1 % l'objectif prévu au budget du groupe. Bien que ce dernier affiche une régression de -6,4 % par rapport à la même période de 2024, la progression opérationnelle réelle est de 9 % après réajustement de l'impact de la plus-value de la cession de la société HELIOFLEX.

Enfin, le résultat net semestriel consolidé s'est amélioré de 2,8 % par rapport au premier semestre 2024 pour s'établir à 25,9 MDt, soit 21 % au-dessus du budget. Ce dernier a notamment profité de la baisse importante des charges financières nettes sur la période (-32,8 % à 5,2 MDt).

À la lumière des réalisations au 30 juin 2025, nous pensons que les objectifs annoncés par le management sont largement dans les cordes du groupe. Pour l'année pleine 2025, nous tablons sur une croissance solide du résultat net par du groupe de 55,5 % à 47 MDt.

Adossé à un bilan solide, OTH s'arme pour devancer ses concurrents. Le groupe poursuit sa montée en compétence technologique et s'organise pour maximiser les synergies entre ses métiers et ses filiales. La cession de la participation d'OTH dans la société HELIOFLEX, conclue en 2024, permettra à la société de concentrer ses ressources financières sur les activités stratégiques, de parfaire son programme d'investissement, notamment, dans les technologies de pointe, et de renforcer son positionnement sur les marchés en relation avec ces activités.

La finalité stratégique du groupe est de monter en chaîne de valeur en intégrant le design et l'engineering produit pour passer à un fournisseur direct de modules complets et intelligents, avec des logiciels embarqués pour les grands donneurs d'ordre dans tous les secteurs (non seulement dans les secteurs automobile, industriels et de l'aéronautique, mais également dans les secteurs de la santé, des produits blancs et des compteurs intelligents).

La prise de participation dans la société SOFIATECHNOLOGIES (SOFIATECH)¹, opérée en 2019, s'inscrit dans une optique de montée en compétence technologique. Elle permettra à ONETECH d'exploiter d'importantes synergies dans le design mécatronique et le logiciel embarqué. Ceci est autant vrai

pour le secteur automobile que pour les secteurs industriel, médical et agricole.

Durant l'AGO du 23 mai 2025, à la demande de certains petits porteurs, le management d'OTH a annoncé qu'il étudiera la possibilité de réaliser une opération d'augmentation de capital par incorporation de réserves l'année prochaine.

IV. COMPORTEMENT BOURSIER ET OPINION DE TUNISIE VALEURS

OTH a affiché un retournement de tendance favorable depuis 2023 (une performance de 29 % en 2023 et de 7,1 % en 2024) après avoir connu un parcours boursier difficile en 2022 (une correction de -16 %). Le titre s'est apprécié en 2024, malgré la sortie des fonds d'investissement gérés par AFRICINVEST (18 % du capital) au premier semestre de l'année 2024.

Le titre fait du quasi-surplace depuis le début de l'année 2025, malgré l'aboutissement du processus de recherche d'un partenaire stratégique pour la filiale FUBA (pôle Mécatronique) et l'annonce d'un ambitieux programme de restructuration.

Avec une capitalisation boursière de 715,6 MDt, OTH traite à 15,2 x ses bénéfices et à 6,7 x son EBITDA estimés pour 2025. Un niveau de valorisation intéressant comparé à ses pairs internationaux cotés. Par ailleurs, ce niveau de valorisation ne reflète pas les fondamentaux solides du groupe et le potentiel de rentabilité latent de ses projets futurs.

Nous pensons que le retour en grâce boursier est à la portée de main de ONE TECH HOLDING dans les prochaines années. Nous continuons à recommander un positionnement sur le titre sur un horizon de placement moyen et long terme. De manière plus générale, nous nous montrons, dans cette conjoncture, plus confortables avec les grandes sociétés, non cantonnées à leur marché domestique et affichant un faible endettement. OTH répond à ces critères et constitue, par conséquent, une opportunité d'investissement.

Performances boursières du titre OTH depuis son IPO



« Bien gérée et résolument tournée vers l'international et les nouvelles technologies, OTH demeure parmi les valeurs vedettes de notre marché des actions »

¹ SOFIATECH est une société d'ingénierie, de services et de solutions informatiques spécialisée dans la conception et l'intégration dans les domaines de l'électronique, la Mécatronique, les logiciels embarqués, le cloud, la transformation numérique et l'Internet des objets.

Le cachet international d'OTH, la solidité de ses fondamentaux et son double profil : croissance (activité Mécatronique)/vache à lait (activité Câblerie) resteront les avantages comparatifs du groupe dans une conjoncture boursière où le *Flight-to-Safety* prévaut. Bien gérée et résolument tournée vers l'international

et les nouvelles technologies, OTH demeure parmi les valeurs vedettes de notre marché des actions.

Nous réitérons notre recommandation à l'Achat sur le titre ONE TECH HOLDING.

Chiffres clés de l'état de résultat du groupe ONETECH

Chiffres consolidés en MDt	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e
Chiffre d'affaires	898,1	718,6	905,1	1 046,8	1 104,8	1 048,2	1 134,0	1 190,7
Progression	-	-20,0 %	26,0 %	15,7 %	5,5 %	-5,1 %	8,2 %	5,0 %
Marge brute	212,5	182,8	226,9	214,4	263,8	271,4	289,2	306,6
Taux de marge brute	23,7 %	25,4 %	25,1 %	20,5 %	23,9 %	25,9 %	25,5 %	25,8 %
Progression	-	-14,0 %	24,1 %	-5,5 %	23,1 %	2,9 %	6,5 %	6,0 %
EBITDA	77,5	56,3	84,9	68,4	99,9	101,4	111,3	122,5
Taux de marge d'EBITDA	8,6 %	7,8 %	9,4 %	6,5 %	9,0 %	9,7 %	9,8 %	10,3 %
Progression	-	-27,5 %	50,9 %	-19,4 %	46,1 %	1,5 %	9,8 %	10,0 %
Résultat net consolidé	30,2	25,5	39,4	14,4	42,4	30,9	48,1	55,2
Progression	-	-15,5 %	54,6 %	-63,4 %	193,4 %	-27,0 %	55,5 %	14,8 %
Résultat net part du groupe	22,7	19,8	30,7	13,8	38,3	30,2	47,0	53,9
Progression	-	-13,1 %	55,5 %	-55,1 %	177,9 %	-21,2 %	55,5 %	14,8 %
Marge nette	2,5 %	2,8 %	3,4 %	1,3 %	3,5 %	2,9 %	4,1 %	4,5 %

Sources : états financiers consolidés de ONE TECH HOLDING, prévisions du management du groupe et estimations de TUNISIE VALEURS.

Échantillon de comparables internationaux (2025e)

	Société	Pays	VE/Ventes (x)	VE/EBITDA (x)	P/E (x)	
Câblerie	BELDEN INC.	États-Unis	2,4	13,8	18,2	
	BIZLINK HOLDING INC.	Taiwan	3,0	15,0	25,8	
	FINOLEX INDUSTRIES LTD	Inde	2,4	21,9	25,7	
	PRYSMIAN SPA	Italie	1,4	11,9	21,4	
	NEXANS SA	France	0,8	7,1	15,7	
	KEI INDUSTRIES LTD	Inde	3,2	31,3	44,7	
	Moyenne			2,2	16,8	25,3
Mécatronique	ROGERS CORPORATION	États-Unis	1,7	13,1	45,9	
	CTS CORPORATION	États-Unis	2,3	10,2	18,6	
	TTM TECHNOLOGIES, INC.	États-Unis	1,9	12,7	20,3	
	KCE ELECTRONICS PUBLIC COMPANY LTD	Thaïlande	2,2	12,7	27,7	
	PLEXUS CORP.	États-Unis	0,9	11,8	19,3	
	V-GUARD INDUSTRIES LTD	Inde	3,0	31,8	51,1	
Moyenne			2,0	15,4	30,5	
ICT	CISCO SYSTEMS, INC.	États-Unis	5,2	13,6	18,8	
	VERIZON COMMUNICATIONS INC.	États-Unis	2,6	7,1	9,4	
	Moyenne			3,9	10,4	14,1
	Moyenne (benchmark international) *			2,1	16,0	27,9
	ONE TECH HOLDING	Tunisie	0,7	6,7	15,2	

* Moyenne pondérée par le poids de chaque activité dans l'EBITDA consolidé.

Sources : S&P CAPITAL IQ et calculs de TUNISIE VALEURS.



SOTUVER

Crée et prend de la valeur

Points clés

- En 2024, dans un contexte international difficile marqué par un fort ralentissement de la demande, le chiffre d'affaires consolidé de la SOTUVER a accusé un repli de -10,4 % pour s'établir à 235,1 MDt, affichant ainsi un taux de croissance annuel moyen de 19,3 % sur la période 2019-2024. Le résultat net part du groupe a cédé -10,4 % à 41,8 MDt, contre 46,6 MDt en 2023. Par conséquent, le taux de marge nette s'est maintenu stable par rapport à l'année précédente à 17,8 %.
- À fin juin 2025, le chiffre d'affaires du groupe SOTUVER s'est hissé de 24,9 % à 136,1 MDt. Cette forte croissance a été réalisée grâce à l'envolée des ventes à l'export de 38,8 % à 113,8 MDt, profitant de l'apport de la nouvelle filiale SOTUVER GLASS INDUSTRIES (SGI). En 2025, nous nous attendons à une croissance de 15 % du chiffre d'affaires consolidé pour atteindre 270,4 MDt. Le résultat net part du groupe devrait, quant à lui, se situer aux alentours de 50,9 MDt, selon nos estimations, soit une croissance de 21,8 % par rapport à 2024 et un taux de marge nette de 18,8 %.
- La reconstruction du four numéro 1 est prévue initialement pour 2026. Selon le management du verrier, cette reconstruction nécessitera un effort financier particulier (qui dépassera éventuellement l'EBITDA du groupe) 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'huile 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.
- Selon le management, la société SOTUVER compte renforcer sa participation dans la nouvelle entité exportatrice SGI (actuellement détenue à hauteur de 88 %) et la détenir à hauteur de 100 % au terme de 2025, date de sortie des SICAR.
- Valorisé à 549,2 MDt, soit un PER 2025e de 10,8 x et un VE/EBITDA 2025e de 6,8 x, 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 positionnement à l'Achat sur la valeur.



I. PRÉSENTATION DE LA SOTUVER

Créée par l'État tunisien, en 1963, pour répondre aux besoins du pays en bouteillerie, la SOTUVER est depuis l'unique producteur national d'articles en verre creux. D'autres unités sont spécialisées dans ce type de verre, mais sont plutôt orientées vers d'autres produits autres que les bouteilles à savoir : la VERRERIE DE NAËSSEN (entrée en exploitation en 1980) et la VERRERIE KHOUJA et l'UNIVERS (entrées en exploitation en 2000).

Privatisée depuis 1996, puis rachetée par la famille BAYAH, la SOTUVER, est rapidement devenue un acteur régional de référence grâce à une offre diversifiée (plus de 200 références) et une expertise reconnue depuis plusieurs années. Les ventes de l'embouteilleur sont essentiellement destinées au conditionnement des produits agroalimentaires (notamment les eaux minérales, les boissons gazeuses, les huiles et les boissons alcoolisées).

Dès sa privatisation, la société a atteint des jalons très importants. De majeurs événements ont été décisifs pour le développement de l'industriel, y compris :

1. La conduction, depuis 2009, d'un vaste plan de restructuration pour un investissement total de 45 MDt, s'étalant sur

Actionnariat (au 20.06.2025)

COMPAGNIE FINANCIÈRE D'INVESTISSEMENT*	61,3%
SOCIÉTÉ INDINVEST SICAF	9,1%
LLOYD TUNISIEN	7,9%
AUTRES ACTIONNAIRES	21,6%

* La holding familiale du groupe BAYAH.

Cours (au 30.09.2025) **13,990 Dt**

ROE CONSOLIDÉ 2024 **27,5%**

► **ACHETER (+)**

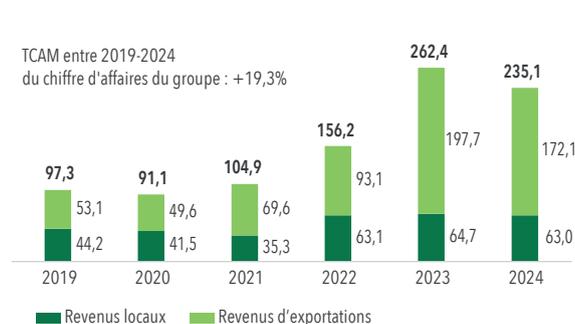
4 ans, ayant permis l'installation d'un deuxième four d'une capacité de 150 tonnes par jour et d'une deuxième ligne de production. Au bout de cet investissement, la verrerie a pu, depuis 2013, doubler sa capacité de production, étoffer sa gamme de produits et devenir majoritairement exportatrice.

- En 2016, la SOTUVER a consacré, une enveloppe de 8,5 MDt pour la reconstruction de son premier four afin d'augmenter sa capacité nominale de 150 tonnes/jour à 180 tonnes/jour.
- En 2019, la société a engagé un investissement de l'ordre de 21,1 MDt ayant pour but d'augmenter la capacité de production, de réviser les machines existantes et d'améliorer la qualité des produits.

Ambitieuse, la SOTUVER n'est pas au bout de ses investissements. Affrontant un problème de sous-capacité face aux besoins mondiaux grandissants en emballage en verre creux, la verrerie s'est engagée dans la réalisation d'une nouvelle usine SGI «SOTUVER GLASS INDUSTRIES» totalement exportatrice d'une capacité de 300 tonnes par jour, soit la capacité actuelle de l'embouteilleur, pour un investissement de 130 MDt, dont 68 MDt en capital social. Cette nouvelle usine, détenue, actuellement, à hauteur de 88 % par la SOTUVER SA, est déjà entrée en exploitation depuis décembre 2022. Il convient de préciser que, pour financer cet investissement colossal, un protocole d'accord a été signé entre «ATD SICAR», BT SICAR et «ATTIJARI SICAR» et la société «SOTUVER» indiquant que la société «SOTUVER» détient de concert directement ou indirectement le contrôle de la majorité dans le capital de la société «SOTUVER GLASS INDUSTRIES» et que l'investisseur s'engage définitivement et irrévocablement à céder ses actions dans le capital de la société «SOTUVER GLASS INDUSTRIES» à la société «SOTUVER» au maximum le 31 décembre 2026. La nouvelle filiale est consolidée par intégration globale.

Envisagée depuis 2018 et après avoir obtenu, en 2022, l'accord de principe pour la réalisation d'une centrale photovoltaïque de puissance 10 MWc, sise à Kairouan, pour un coût global estimé à 20 MDt, la SOTUVER devrait plutôt s'orienter vers la cogénération et la trigénération. Selon le management, ce procédé répond mieux que l'énergie solaire aux nouveaux besoins énergétiques du groupe et permet une production combinée de chaleur, d'électricité et de froid simultanément, sans intermittences ni coupures.

Évolution des ventes du groupe SOTUVER entre 2019 et 2024 (en MDt)



II. RÉALISATIONS AU 31 DÉCEMBRE 2024

1. Des revenus en baisse en raison du ralentissement de la demande sur le marché international et de l'arrêt de la production à la suite de la reconstruction du deuxième four

Dans un contexte international difficile marqué par un fort ralentissement de la demande, le chiffre d'affaires consolidé de la SOTUVER en 2024 a accusé un repli de -10,4 % pour s'établir à 235,1 MDt, affichant un taux de croissance annuel moyen de 19,3 % sur la période 2019-2024.

En effet, en 2024, les ventes à l'export de l'industriel ont reculé de -12,9 % à 172,1 MDt contre 197,7 MDt une année auparavant. Les ventes locales, quant à elles, ont légèrement baissé de -2,6 % pour s'établir à 63,0 MDt. Sur le marché local, l'activité a été impactée par la révision du 2e four (arrêt programmé de 99 jours) dont la majeure partie de sa production est destinée à ce marché et la mise en production de nouveaux produits au quatrième trimestre.

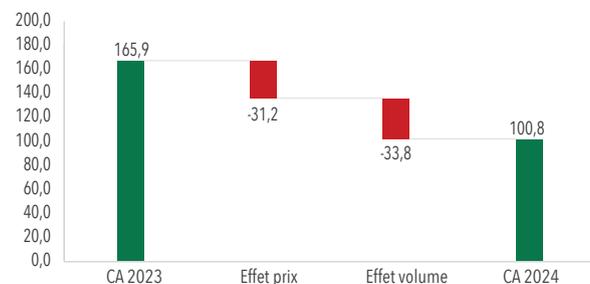
En dépit de la baisse des ventes à l'export, le groupe SOTUVER (tenant compte de la filiale SGI) confirme son statut d'entreprise majoritairement exportatrice avec 73,2 % de ses ventes réalisées en dehors de la Tunisie (contre une part de 75 % des ventes l'année précédente).

En 2024, le chiffre d'affaires de la société SOTUVER SA a chuté de -39,2 % à 100,8 MDt. Cette dégringolade s'explique par une baisse du tirage brut du verrier en raison de la rénovation du deuxième four. En effet, en 2024, le tirage net s'est établi à 64 524 tonnes, contre 81 044 tonnes en 2023, soit une baisse de -20,4 %. Ce repli du chiffre d'affaires de la société mère traduit aussi bien un effet volume défavorable (-33,8 MDt) qu'un effet prix négatif, ayant causé un manque à gagner au niveau du chiffre d'affaires de l'ordre de -31,2 MDt.

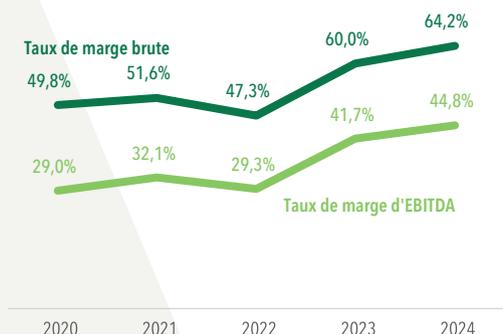
2. Une amélioration notable des marges

Grâce à la baisse des prix de ses intrants, notamment celui du bicarbonate de soude et à une meilleure optimisation de son outil de production, notamment avec l'entrée en exploitation de la nouvelle entité exportatrice SGI, l'industriel a vu sa rentabilité atteindre des seuils inédits. La marge brute du verrier s'est effritée de -4,2 % à 151 MDt, soit une baisse

Décomposition du chiffre d'affaires de la société mère en 2024 (en MDt)



Évolution du taux de marge brute et du taux de marge d'EBITDA consolidées du groupe SOTUVER



nettement inférieure à celle du chiffre d'affaires. Ainsi, le taux de marge brute, s'est établi à un niveau inédit, se bonifiant de 4,2 points de pourcentage à 64,2 %. La marge d'EBITDA a perdu -3,6 % pour établir à 105,3 MDt. Le taux de marge d'EBITDA s'est bonifié de 3,1 points de pourcentage à 44,8 %.

Tiré essentiellement vers le bas par la flambée de la charge de dépréciation et d'amortissement, le résultat net part du groupe a cédé -10,4 % à 41,8 MDt, contre 46,6 MDt en 2023. Par conséquent, la marge nette du groupe s'est maintenue stable par rapport à l'année précédente à 17,8 %. Il convient de rappeler que la nouvelle entité exportatrice est désormais détenue à hauteur de 88 %. En 2024, le ROE du groupe a perdu 6 points de pourcentage pour s'établir à 27,5 %. Un niveau qui reste tout de même parmi les plus attractifs du secteur industriel coté en Tunisie.

Il convient de préciser que le résultat net de la nouvelle entité exportatrice (qui a atteint déjà sa capacité de croisière au terme de sa première année d'exploitation) est estimé aux alentours de 32,2 MDt.

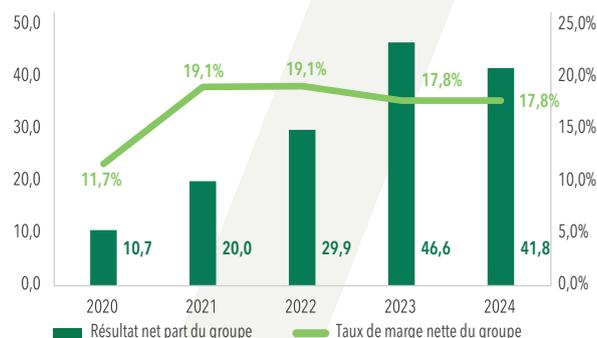
3. Une assise financière toujours solide

L'injection de fonds de la part des minoritaires, et ce, depuis 2020, relative au financement du capital de la nouvelle entité exportatrice a permis de renforcer les fonds propres part du groupe qui se sont élevés à 150,6 MDt en 2024 contre 130,3 MDt en 2023.

À fin 2024, la dette nette du groupe SOTUVER a augmenté considérablement, s'élevant à 279,4 MDt, contre 193,3 MDt une année auparavant. Le gearing du groupe est passé de 67 % en 2022 et de 98 % en 2023 à 161,5 % en 2024 ; un niveau qui demeure soutenable au vu de l'amélioration de la rentabilité du groupe.

L'endettement a servi, en partie, au financement des investissements réalisés en 2024 qui se sont élevés à 99 MDt. L'axe principal de cet investissement concerne la reconstruction complète de l'un des deux fours de l'usine, représentant une dépense de 54 MDt. Cette opération s'inscrit dans le cycle d'entretien habituel des fours verriers, qui prévoit une rénovation en profondeur tous les dix ans. Par ailleurs, la SOTUVER a procédé au rachat d'une partie des actions de sa filiale SGI pour un montant de 45 MDt. Cette opération porte

Évolution du résultat net part du groupe (en MDt) et du taux de marge nette du groupe SOTUVER



la participation de la SOTUVER dans le capital de SGI à 82 % à fin décembre 2024, contre 30 % au 31 décembre 2023, contre un taux de 11 % lors de la constitution de la société. Actuellement, l'entité exportatrice est détenue à hauteur de 88 % et sera détenue totalement d'ici la fin de l'année 2025. Ce renforcement du contrôle de SGI permettra à la SOTUVER de mieux intégrer les activités de sa filiale et de générer des synergies industrielles et techniques significatives.

4. Une génération de cash-flow altérée par un cycle d'exploitation moins favorable

Au niveau consolidé, le groupe a affiché en 2024 un flux d'exploitation positif de 50,1 MDt, et ce, en dépit de la hausse du Besoin en Fonds de Roulement (BFR) du groupe de 25,8 MDt à 113,9 MDt en raison d'un cycle d'exploitation moins favorable marqué par la constitution d'un stock considérable pour subvenir aux besoins du groupe lors de la reconstruction du deuxième four. En effet, la variation du BFR a été de moindre ampleur que celle en 2023.

En 2024, le Free Cash-Flow a été négatif de -18,2 MDt, contre un Free Cash-Flow négatif de -47,2 MDt une année auparavant. Les investissements immobiliers conséquents (68,5 MDt en 2024 et 29,4 MDt en 2023) qui se poursuivent continuent à malmener le FCF du groupe.

III. FAITS SAILLANTS DE 2025, PERSPECTIVES ET OPINION DE TUNISIE VALEURS

L'année 2024 a été pleine de défis et d'opportunités pour l'industriel tunisien. Elle a été marquée par un investissement majeur, à savoir la révision du four 2, qui a temporairement affecté la production et la rentabilité de l'entité mère, mais également, par la recherche d'un partenaire stratégique.

En date du 14 mars 2025, l'industriel a annoncé la négociation d'une offre non engageante avec un important producteur international d'emballage en verre pour l'acquisition d'environ 41 % du capital de la SOTUVER. Ce partenariat stratégique potentiel, accepté par les actionnaires de référence, vise à accélérer le développement de l'entreprise. Selon le communiqué du 14 mars 2025 de la SOTUVER, à titre indicatif et sur la

Principaux agrégats financiers consolidés du groupe SOTUVER (2020-2024)

Chiffres consolidés (en MDt)	2020	2021	2022	2023	2024
Variation du BFR	2,0	-40,5	12,6	71,0	25,8
Flux d'exploitation	33,2	114,0	18,1	-17,8	50,1
Investissements	20,5	105,1	64,8	29,4	68,5
Free cash-flow	12,7	8,9	-46,7	-47,2	-18,4
Capitaux propres	114,8	146,9	162,6	197,5	173,0
Dette nette	36,6	38,9	109,0	193,3	279,4
Gearing	31,8 %	26,5 %	67,0 %	97,8 %	161,5 %
ROE consolidé	9,4 %	13,6 %	17,9 %	33,5 %	27,5 %

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. Étant donné notamment les délais d'examen du Conseil de la Concurrence, il est attendu une signature de la documentation contractuelle d'ici la fin de l'année 2025. Cette opération s'inscrit dans le cadre d'un partenariat stratégique qui a pour objectif d'accélérer et de renforcer le développement du groupe 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.

À fin juin 2025, le chiffre d'affaires du groupe SOTUVER s'est hissé de 24,9 % à 136,1 MDt. Cette forte croissance a été réalisée grâce à l'envolée des ventes à l'export de 38,8 % à 113,8 MDt, profitant de l'apport de la nouvelle filiale SGI. Quant à elles, les ventes sur le marché local se sont repliées de 17,3 % à 22,3 MDt.

Selon le management, la société SOTUVER compte renforcer sa participation dans la nouvelle entité exportatrice et la détenir à hauteur de 100 % au terme de 2025, date de sortie des SICAR.

La reconstruction du four numéro 1 est initialement prévue pour 2026. Selon le management du verrier, la reconstruction dudit four nécessitera un effort financier conséquent (qui dépassera éventuellement l'EBITDA du groupe) 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'huile 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.

En 2025, nous nous attendons à une croissance de 15 % du chiffre d'affaires consolidé pour atteindre 270,4 MDt. Le résultat net part du groupe devrait, quant à lui, se situer aux alentours de 50,9 MDt, selon nos estimations, soit une croissance de 21,8 % par rapport à 2024 et un taux de marge nette de 18,8 %.

En bourse, le titre SOTUVER se retrouve parmi les titres les plus échangés sur le marché, suscitant ainsi un vif intérêt chez les investisseurs. En dépit de réalisations moins bonnes, en 2024, que celles de 2023 et de la révision à la baisse du dividende en 2025 (un dividende par action passant de 0,550 Dt au titre de l'exercice 2023 à 0,250 Dt au titre de l'exercice 2024). Le cours de l'action du spécialiste en verre creux s'est apprécié de 12,9 % depuis le début de l'année 2025.

Valorisé à 549,2 MDt, soit un PER 2025e de 10,8 x et un VE/EBITDA 2025e de 6,8 x, le titre SOTUVER affiche encore un niveau de valorisation attrayant, inférieur à celui de ses pairs internationaux. Les niveaux de valorisation intéressants et les bonnes perspectives du groupe sur le court terme, et notamment le retour sur investissement de la nouvelle usine, appuient notre positionnement sur la valeur.

Nous réitérons notre recommandation à l'«Achat» sur le titre SOTUVER.

Chiffres clés de l'état de résultat consolidé du groupe SOTUVER

En MDt	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e
Revenus	97,3	91,1	104,9	156,2	262,4	235,1	270,4	310,9
Progression	-	-6,4 %	15,2 %	48,9 %	68,0 %	-10,4 %	15,0 %	15,0 %
Marge brute	41,4	45,4	54,1	73,8	157,5	151,0	174,4	200,5
Progression	-	9,6 %	19,2 %	36,4 %	113,4 %	-4,2 %	15,5 %	15,0 %
Taux de marge brute	42,5 %	49,8 %	51,6 %	47,3 %	60,0 %	64,2 %	64,5 %	64,5 %
EBITDA	24,5	26,4	33,7	45,8	109,4	105,4	122,0	140,3
Progression	-	7,7 %	27,6 %	36,0 %	139,0 %	-3,6 %	15,7 %	15,0 %
Taux de marge d'EBITDA	25,2 %	29,0 %	32,1 %	29,3 %	41,7 %	44,8 %	45,1 %	45,1 %
Résultat net part de groupe	11,7	10,7	20,0	29,9	46,6	41,8	50,9	66,7
Progression	-	-8,7 %	87,6 %	49,6 %	56,0 %	-10,4 %	21,8 %	31,0 %
Taux de marge nette	12,0 %	11,7 %	19,1 %	19,1 %	17,8 %	17,8 %	18,8 %	21,5 %

Sources : états financiers du groupe SOTUVER et estimations de TUNISIE VALEURS.

Échantillon de comparables internationaux (2025e)

Société	Pays	EV/Revenus (x)	VE/EBITDA (x)	PER (x)
SOTUVER	Tunisie	3,1x	6,8x	10,8x
VETROPACK HOLDING AG	Suisse	0,9x	5,2x	13,1x
VIDRALA SA	Espagne	2,3x	7,8x	13,4x
ZIGNAGO VETRO SPA	Italie	1,5x	7,1x	18,2x
ARISAWA MFG. CO. LTD	Thaïlande	0,8x	5,3x	12,4x
BG CONTAINER GLASS PUBLIC CO. LTD	Japon	1,1x	7,0x	11,0x
JIANGSU XIUQIANG GLASSWORK CO. LTD	Chine	1,0x	5,2x	9,2x
Moyenne des pairs		1,3x	6,3x	12,9x

Sources : S&P CAPITAL IQ et calculs de TUNISIE VALEURS.



TPR

Combine performances et ambitions industrielles

Points clés

- En 2024, en dépit d'un contexte opérationnel difficile aussi bien sur marché local que sur les marchés européens, l'extrudeur d'aluminium a affiché des revenus en forte progression de 18,2 % par rapport à 2023, dépassant pour la première fois la barre des 300 MDt. Tirant profit du contexte baissier du cours international de l'aluminium en 2024 et d'une meilleure optimisation de sa chaîne d'approvisionnement, TPR a témoigné d'une notable amélioration de sa rentabilité. Le taux de marge d'EBITDA s'est bonifié de 1,6 point de pourcentage à 23 %. Le résultat net consolidé part du groupe de l'extrudeur d'aluminium a progressé de 16,8 % à 48,3 MDt en 2024.
- Le management de TPR embrasse l'avenir avec beaucoup de sérénité au vu des perspectives prometteuses qu'offre le marché algérien et de l'entrée pleine en exploitation à partir du S2 2026 des toutes les nouvelles entités situées dans la ZI 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.
- Selon nos estimations, en 2025, nous nous attendons à une croissance de 18 % du chiffre d'affaires consolidé pour s'établir à 401,6 MDt. Le résultat net part du groupe attendu en 2025 devrait s'établir à 59,9 MDt, en hausse de 24 % par rapport à 2024.
- Valorisé à 537 MDt, soit un PER 2025e de 9,0 x et un VE/EBITDA 2025e de 5,9 x, 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 non seulement bénéficier de la contribution des trois presses actuelles de TPR, et 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 2026. La poursuite de la croissance du groupe nous pousse à réitérer notre opinion à «l'Achat» sur le titre TPR.

I. PRÉSENTATION DU GROUPE TPR

Créée en 1977, Tunisie Profilé d'Aluminium (TPR) est actuellement le producteur n° 1 des profilés d'aluminium en Tunisie. Les profilés sont utilisés principalement dans le bâtiment (réalisation de façades vitrées, aménagements intérieurs, portes coulissantes, fenêtres...). La société appartient au groupe BAYAH, un des groupes privés les plus diversifiés en Tunisie, présent dans l'agroalimentaire (SICAM), la grande distribution (MAGASIN GÉNÉRAL), la finance (ATB, LLOYD), la gestion de parkings (TPS), l'industrie (SOTUVER), etc. La société dispose de deux sites de production (à Mégrine et à Saint-Gobain), d'une capacité de production totale de 20 000 tonnes/an. Elle détient sa propre gamme «TPR» (déposée à l'INNORPI et qui représente

80 % des ventes), mais développe également des profilés « personnalisés » pour le compte de « gammistes » extérieurs (un produit sur mesure).

Malgré la prolifération de la contrefaçon et de l'importation illégale dans le pays, TPR continue à occuper une position de leader avec une part de marché variant entre 70 % et 80 %, fruit d'une qualité de produits inégalée et reconnue par les professionnels.

Le groupe TPR est bien positionné sur les marchés exports, particulièrement européens, qui lui offrent un contexte de change favorable. Le groupe ne néglige pas non plus les marchés maghrébins (l'Algérie notamment) sur lesquels il profite d'une no-



Actionnariat (au 17.06.2025)

COMPAGNIE FINANCIÈRE D'INVESTISSEMENT*	35 %
FAMILLE BAYAH	33 %
LLOYD TUNISIEN	7 %
AUTRES ACTIONNAIRES	25 %

* La holding familiale du groupe BAYAH.

Cours (au 30.09.2025)	10,740 Dt
▶ ACHETER (+)	
ROE CONSOLIDÉ 2024	20,7 %

torité historique. Le marché export, constitue à la fois un relais de croissance et un moyen pour se prémunir contre le risque de change.

D'une simple société industrielle, TPR est devenue au fil des années un groupe de profilés, intégré en amont et en aval. Une physionomie fruit d'une stratégie de croissance externe matérialisée par la création de onze filiales, dont principalement :

- **ALUFOND** (créée en 2010 – investissement de 3 MDt). Il s'agit d'une fonderie située à Djebel Oust permettant de recycler les déchets d'aluminium;
- **ALUCOLOR** (créée en 2013 – investissement de 1 MDt). La société est spécialisée dans le traitement de surface.
- **LAVAAL INTERNATIONAL** (créée en 2012 – investissement de 0,9 MDt). Implantée en Italie et spécialisée dans la fabrication d'accessoires en aluminium;
- **METECNAL** (créée en 2013 – investissement de 2,3 MDt) : implantée en Italie, cette société est spécialisée dans la fabrication d'accessoires pour l'industrie des fluides;
- **PROFAL MAGHREB** (créée en 2008 – investissement de 7,3 MDt. «LE» projet phare du groupe TPR est la raison même de son introduction en bourse en 2007. PROFAL MAGHREB est une duplication de la société mère sur le marché algérien

(extrusion d'aluminium). PROFAL MAGHREB a démarré ses activités courant 2015. Juridiquement constituée en 2008, cette filiale a échappé à la réglementation algérienne plafonnant la participation des étrangers à 51 % du capital. PROFAL MAGHREB est, en effet, détenue à 100 % par la maison mère.

Courant 2020, trois nouvelles entités ont été créées à savoir :

- **TPR GLASS** : spécialisée dans la transformation et le traitement des verres plats.
- **TPR COLOR** : spécialisée dans le traitement de surface des profilés d'aluminium.
- **TPR ANODAL** : spécialisée dans le traitement de surface par anodisation. Uniquement, la société TPR GLASS a été opérationnelle depuis 2022. L'entrée en exploitation des deux autres entités de traitement de surface et d'anodisation (TPR ANODAL et TPR COLOR) a pris du retard en raison de problèmes fonciers qui ont duré 3 ans. Le Président du Conseil d'Administration de TPR a précisé que ces problèmes ont été résolus et que ces deux entités seront opérationnelles à partir du deuxième semestre 2026. L'investissement dans ces deux entités coûterait la somme de 40 MDt et permettrait d'avoir une capacité de production équivalente à celle de la société mère TPR en termes de traitement de surface. Certaines activités de TPR seront redéployées vers ce nouveau site sis à Béja.

TPR détient une participation de 41 % dans la société « LMG » LOGISTIQUES MAGASIN GÉNÉRAL, dont l'activité est le transport et la location de moyens de transport au privé.

II. LES RÉALISATIONS AU 31 DÉCEMBRE 2024

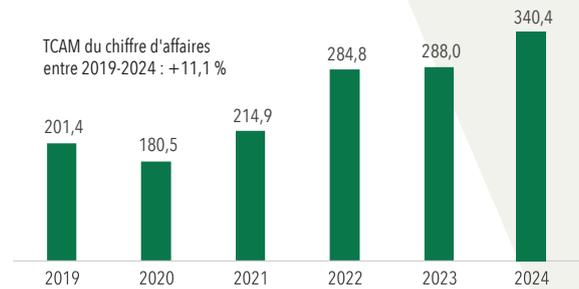
1. Des revenus stables

En 2024, en dépit d'un contexte opérationnel difficile aussi bien sur le marché local que sur les marchés européens, l'extrudeur d'aluminium a affiché des revenus en forte progression de 18,2 % par rapport à 2023. Le chiffre d'affaires du groupe a dépassé pour la première fois la barre des 300 MDt pour atteindre 340,4 MDt, soit un TCAM de +11,1 % sur la période 2019-2024. Cette croissance a été portée par l'envolée des ventes à l'export (+ 17 % à 192,8 MDt), boostée particulièrement par la bonne tenue des ventes de PROFAL MAGHREB sur le marché algérien (+42 % à 84,9 MDt). Quant à elles, les ventes locales ont progressé de 20 % à 147,5 MDt, grâce au dynamisme commercial de la filiale TPR TRADE.

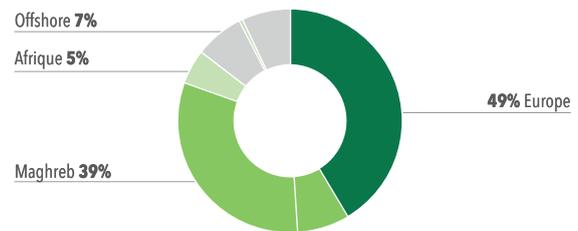
En 2024, le groupe TPR a poursuivi ses efforts de renforcement des ventes à l'export, ayant représenté 56,7 % du chiffre d'affaires total du groupe contre 57,3 % du chiffre d'affaires un an auparavant. Ces ventes ont été réalisées essentiellement sur les marchés européens à forte valeur ajoutée et sur le mar-

«Durant 2020, trois nouvelles entités ont été créées à savoir :
- TPR GLASS,
- TPR COLOR,
- TPR ANODAL»

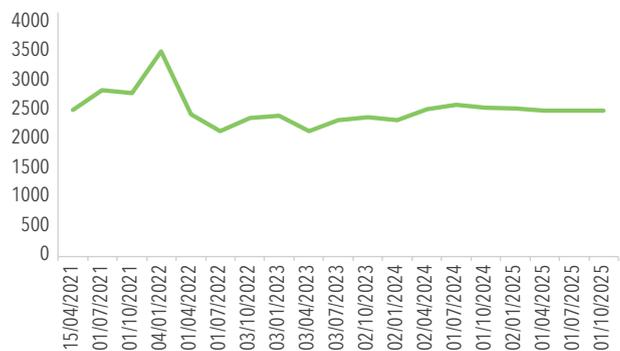
Évolution du chiffre d'affaires du groupe TPR (en MDt)



Répartition des ventes à l'export de la société TPR en 2024

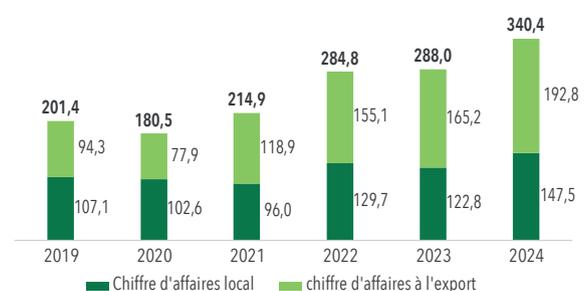


Évolution du prix de l'aluminium LME (\$/tonne)



Source : LME.

Répartition du chiffre d'affaires du groupe TPR (en MDt)



ché algérien (44 % des ventes à l'export). En effet, les marges à l'export sont immunisées, notamment que les prix de vente à l'international sont indexés au cours du LME, ce qui n'est pas le cas pour les prix de vente sur le marché local.

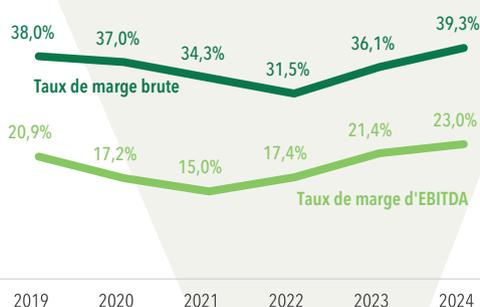
Le management de TPR a précisé que la filiale algérienne PROFAL MAGHREB est devenue un acteur de référence en Algérie, et ce, en dépit de l'existence de 11 opérateurs concurrents. En 2024, PROFAL MAGHREB a réalisé un chiffre d'affaires de 84,9 MDt et un résultat net de 17,5 MDt, soit une marge nette de 20,6 %. Le management a précisé que la filiale possède une structure de coût inférieure à celle de la maison mère, notamment qu'elle bénéficie de son support technique. Le Président du Conseil d'Administration de TPR a exprimé sa confiance quant à l'évolution de l'activité sur le marché algérien, notamment que les produits TPR bénéficient d'une bonne notoriété. Il convient de préciser qu'avec l'entrée en exploitation de la troisième presse, la capacité de production de PROFAL MAGHREB serait équivalente à celle de la société mère TPR à partir de 2026.

2. Des marges en nette amélioration

Tirant profit du contexte baissier du cours international de l'aluminium en 2024 et d'une meilleure optimisation de sa chaîne d'approvisionnement, l'extrudeur a témoigné d'une notable amélioration de sa rentabilité. La marge brute de l'extrudeur s'est hissée de 28,7 % pour atteindre 133,8 MDt. Le groupe a, en effet, vu le coût de ses achats consommés progresser de 12,4 %, soit moins proportionnellement que la croissance du chiffre d'affaires. Ainsi, le taux de marge brute s'est bonifié de 3,2 points de pourcentage à 39,3 %. La marge d'EBITDA s'est établie à 78,3 MDt, en nette progression de 27,4 %. Le taux de marge d'EBITDA s'est bonifié de 1,6 point de pourcentage à 23,0 %.

En 2024, en raison de la hausse de la pression fiscale, le résultat net consolidé part du groupe de l'extrudeur d'aluminium n'a progressé que de 16,8 % à 48,3 MDt. Le taux de marge nette s'est effrité de 0,2 point de pourcentage pour s'établir à 14,2 %. Le ROE consolidé du groupe a lâché 60 points de base à 20,7 % à fin 2024.

Évolution des taux de marge brute et de marge d'EBITDA consolidées du groupe TPR



3. Une assise financière solide

Comme à l'accoutumée, le groupe TPR affiche une assise financière bien solide. En 2024, la dette nette du groupe a été de 5,9 MDt contre une dette nette négative de -23,5 MDt à fin 2023. En raison de l'accroissement de l'activité, le groupe a témoigné d'un besoin en fonds de roulement en hausse de 19,2 % à 130,8 MDt à fin 2024. Le BFR reste maîtrisé, représentant 38,4 % du chiffre d'affaires contre 38,1 % en 2023.

4. Une génération de cash-flow en détérioration par rapport à 2023

À fin 2024, en raison de la hausse du besoin en fonds de roulement, le groupe a connu une baisse de son flux d'exploitation, passant de 67,3 MDt à 34 MDt. Le ratio CFO/EBITDA s'est établi à un niveau inférieur à 1 x, passant de 1,1 x en 2023 à 0,4 x en 2024. En 2024, un CAPEX conséquent de l'ordre de 38,7 MDt a induit un Free-Cash-Flow négatif de -4,7 MDt, contre un flux positif de 62,9 MDt une année auparavant.

III. FAITS SAILLANTS DE 2025, PERSPECTIVES ET OPINION DE TUNISIE VALEURS

En 2024, l'extrudeur d'aluminium a tiré profit de l'amélioration de la notoriété des produits TPR en Algérie et de l'explosion des ventes sur ce marché. La baisse du cours de l'aluminium et l'optimisation de sa chaîne d'approvisionnement lui ont permis d'afficher un niveau de rentabilité inédit.

À fin juin 2025, le chiffre d'affaires du groupe TPR s'est hissé de 22 % à 172,2 MDt. Cette hausse traduit une nette progression de 27 % des ventes à l'export à 102,1 MDt ainsi qu'une amélioration de 14 % des ventes sur le marché local à 69,9 MDt.

Le management du groupe TPR n'est pas au bout de ses investissements et de ses ambitions. Le président du conseil d'administration a annoncé plusieurs projets phares en cours de réalisation, dont :

- Une ferme photovoltaïque sise à Béja, d'une superficie de 30 000 mètres carrés, qui devrait entrer en exploitation vers la fin de 2026 et permettrait d'assurer la quasi-autonomie énergétique du groupe.
- La construction d'un grand site de production intégré à Béja, avec une seule presse pour les produits particuliers, mais qui permettrait une meilleure optimisation de la production. Selon le management, ces investissements coûteraient la somme de 55 MDt à 65 MDt.

Le management de TPR embrasse l'avenir avec beaucoup de sérénité, au vu des perspectives prometteuses qu'offre le marché algérien et de l'entrée pleine en exploitation à partir du S2 2026 de toutes les nouvelles entités situées dans la Z.I. 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.

En 2025, nous nous attendons à une croissance de 18 % du chiffre d'affaires consolidé pour s'établir à 401,6 MDt. Le résultat net part du groupe attendu en 2025 devrait s'établir à 59,9 MDt, en hausse de 24 % par rapport à 2024.

En bourse, le titre TPR continue d'avoir le vent en poupe. Saluant les bonnes réalisations de l'industriel, le cours de l'action de l'extrudeur s'est hissé de 76,8 % depuis le début de l'année en date du 30 septembre 2025.

Valorisé à 537 MDt, soit un PER 2025e de 9,0 x et un VE/EBITDA 2025e de 5,9 x, 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 non seulement bénéficier de la contribution des trois presses actuelles de TPR et 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 2026.

La poursuite de la croissance du groupe nous pousse à réitérer notre opinion à «l'Achat» sur le titre TPR.

Évolution du résultat net part du groupe (en MDt) et de la marge nette du groupe TPR



Évolution de la situation en cash du groupe TPR (2019-2024)

En MDt	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Flux d'exploitation	13,3	42,0	7,5	2,5	67,3	34,0
CFO/EBITDA	0,3	1,4	0,2	0,1	1,1	0,4
Free Cash-Flow	11,9	35,9	2,8	-16,9	62,9	-4,7

Principaux agrégats financiers consolidés du groupe TPR (2019-2024)

En MDt	2019	2020	2021	2022	2023	2024
BFR	101,4	77,7	93,4	113,8	109,8	130,8
BFR/CA	50,4 %	43,1 %	43,4 %	40,0 %	38,1 %	38,4 %
Variation du BFR	-	-23,7	15,6	20,5	-4,1	21,0
Investissements	1,0	-4,6	-4,9	-19,7	-6,1	-43,4
Dette nette	-28,6	-43,2	-53,0	-53,2	-23,5	5,9
Gearing	-23 %	-30 %	-36 %	-33 %	-12 %	3 %
ROE	17,0 %	15,2 %	12,9 %	18,3 %	21,3 %	20,7 %

Chiffres clés de l'état de résultat consolidé de TPR

En MDt	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e
Revenus	201,4	180,5	214,9	284,8	288,0	340,4	401,6	449,8
Variation	-	-10,4 %	19,1 %	32,5 %	1,1 %	18,2 %	18,0 %	12,0 %
Marge brute	76,5	66,8	73,7	89,8	103,9	133,8	157,0	179,9
Variation	-	-12,7 %	10,4 %	21,8 %	15,7 %	28,7 %	17,4 %	14,6 %
Taux de marge brute	38,0 %	37,0 %	34,3 %	31,5 %	36,1 %	39,3 %	39,1 %	40,0 %
EBITDA	42,1	31,1	32,1	49,5	61,5	78,3	91,6	106,6
Variation	-	-26,1 %	3,4 %	54,1 %	24,1 %	27,4 %	16,9 %	16,4 %
Taux de marge d'EBITDA	20,9 %	17,2 %	15,0 %	17,4 %	21,4 %	23,0 %	22,8 %	23,7 %
Résultat net part du groupe	21,7	21,2	19,1	29,0	41,3	48,3	59,9	71,2
Variation	-	-2,1 %	-10,2 %	52,0 %	42,7 %	16,8 %	24,1 %	18,9 %
Taux de marge nette	10,8 %	11,8 %	8,9 %	10,2 %	14,4 %	14,2 %	14,9 %	15,8 %

Sources : états financiers consolidés de TPR et prévisions de TUNISIE VALEURS.

Échantillon de comparables internationaux (2025e)

Société	Pays	VE/Ventes (x)	VE/EBITDA (x)	P/E (x)
TPR	Tunisie	1,4 x	5,9 x	9,0 x
ALUMINIUM DU MAROC SA	Maroc	0,9 x	7,1 x	13,3 x
HINDALCO INDUSTRIES LTD	Inde	0,8 x	6,1 x	9,5 x
NATIONAL ALUMINIUM CO. LTD	Inde	2,0 x	10,2 x	19,4 x
NIPPON LIGHT METAL HOLDINGS CO. LTD	Japon	0,5 x	6,1 x	7,7 x
YUNNAN ALUMINIUM CO. LTD	Chine	1,0 x	6,4 x	10,5 x
Moyenne des pairs	-	1,0 x	7,2 x	12,1 x

Sources : S&P CAPITAL IQ et calculs de TUNISIE VALEURS.

STOCK GUIDE

	Cours 31/10/2025	Nombre de titres admis	Volume hebdo	Market Cap	VE	VE/CA		VE/EBITDA		ROE	Bénéfice par Action		
						2024	2025e	2024	2025e	2025e	2024	2025e	2026e
1 Dt = 0,340 \$	Dt	Milliers	Millions Dt			(x)				Dt			
BIENS DE CONSOMMATION													
AGRO-ALIMENTAIRE ET BOISSONS													
SFBT	12,140	268 125	1,013	3 255	2 696	1,9	1,8	6,3	6,3	20%	1,055	1,074	1,123
POULINA GROUP HOLDING	17,090	180 004	7,221	3 076	4 491	1,3	1,3	7,3	7,2	14%	0,900	0,990	1,068
DÉLICE HOLDING	12,140	109 815	0,349	1 333	1 406	1,0	0,9	8,0	7,5	20%	0,920	1,027	1,135
LAND'OR	10,840	13 784	2,443	149	209	0,8	0,8	6,4	6,6	10%	0,916	0,815	0,910
PRODUITS MÉNAGERS ET DE SOIN PERSONNEL													
SAH LILAS	13,000	84 016	3,780	1 092	1 674	1,7	1,7	8,9	8,7	17%	0,733	0,774	0,827
EURO-CYCLES	11,980	9 801	0,459	117	161	1,3	1,4	6,4	7,5	17%	1,120	1,241	1,299
SAM	5,500	5 562	0,024	31	31	1,1	1,1	6,2	6,9	16%	0,506	0,434	0,486
OFFICEPLAST	1,980	14 662	0,001	29	44	1,1	1,2	7,9	8,2	neg	0,043	-0,237	0,056
NEW BODY LINE	4,090	4 250	0,060	17	17	1,9	1,4	66,1	16,4	8%	-1,440	0,110	0,186
AUTOMOBILES ET ÉQUIPEMENTIERS													
ASSAD	2,290	24 000	0,152	55	140	0,9	0,8	6,5	5,9	19%	0,154	0,188	0,208
STIP	2,140	4 208	0,000	9	92	0,6	0,6	14,9	15,1	neg	-2,360	-1,450	-1,711
SANTÉ													
UNIMED	8,140	32 000	1,390	260	303	2,1	1,8	6,1	5,3	22%	0,605	0,850	0,970
SIPHAT	4,000	1 800	0,000	7	181	23,3	21,9	n.s.	n.s.	neg	-15,374	-16,388	-16,667
SERVICES AUX CONSOMMATEURS													
DISTRIBUTION													
ARTES	11,700	38 250	0,058	448	199	0,6	0,5	4,0	2,6	23%	0,653	1,533	1,346
ENNAKL AUTOMOBILES	14,700	30 000	0,028	441	370	0,5	0,5	5,0	4,6	20%	1,612	1,655	1,723
CITY CARS	19,300	18 000	0,050	347	263	0,6	0,6	4,9	4,7	38%	1,640	1,953	2,062
SMART TUNISIE	18,000	10 123	0,477	182	360	0,8	0,8	8,4	8,5	16%	1,485	1,832	2,113
MONOPRIX	6,100	25 346	0,005	155	210	0,3	0,3	4,9	4,1	12%	0,271	0,407	0,495
MAGASIN GÉNÉRAL	8,670	15 777	0,040	137	321	0,3	0,3	6,6	6,5	neg	-0,638	-1,182	-1,177
SOTUMAG	9,000	13 200	0,027	119	86	4,6	4,0	10,7	7,9	25%	0,535	0,713	0,728
STA	34,600	2 000	0,645	69	64	0,6	0,3	6,2	4,0	27%	2,912	4,905	4,215
UADH	0,580	36 954	0,004	21	251	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	neg	-1,407	-1,488	-1,624
CELLCOM	1,830	4 462	0,012	8	15	0,2	0,3	5,1	9,3	18%	0,212	0,330	-0,027
VOYAGES ET LOISIRS													
TUNISAIR	0,360	106 199	0,012	38	1 038	0,8	0,9	24,1	29,7	neg	-4,237	-4,331	-4,426

Acheter (+) Conserver avec perspective + (Cs+) Conserver (Cs) Alléger (-) Neutre

PER			P/B	Dividende par Action			Rendement en dividende			Performance		Recommandation	
2024	2025e	2026e	2025e	2024	2025e	2026e	2024	2025e	2026e	1 semaine	Début 2025		
(x)				Dt									
BIENS DE CONSOMMATION													
AGRO-ALIMENTAIRE ET BOISSONS													
11,5	11,3	10,8	2,3	0,800	0,800	0,800	6,6%	6,6%	6,6%	-2,0%	11,6%	+	SFBT
19,0	17,3	16,0	2,5	0,450	0,500	0,550	2,6%	2,9%	3,2%	4,3%	102,1%	Cs(+)	POULINA GROUP HOLDING
13,2	11,8	10,7	2,3	1,000	0,550	0,600	4,1%	4,5%	4,9%	1,2%	57,1%	+	DÉLICE HOLDING
11,8	13,3	11,9	1,3	0,400	0,400	0,400	3,7%	3,7%	3,7%	6,3%	8,6%	Cs	LAND'OR
PRODUITS MÉNAGERS ET DE SOIN PERSONNEL													
17,7	16,8	15,7	2,8	0,400	0,450	0,500	3,1%	3,5%	3,8%	2,8%	31,1%	+	SAH LILAS
10,7	9,7	9,2	1,7	0,600	0,600	0,600	5,0%	5,0%	5,0%	-0,2%	6,6%	Cs	EURO-CYCLES
10,9	12,7	11,3	2,0	0,450	0,300	0,300	8,2%	5,5%	5,5%	0,9%	1,2%	+	SAM
45,7	n.s.	35,6	1,8	0,040	0,000	0,000	2,0%	0,0%	0,0%	5,9%	22,4%	Cs	OFFICEPLAST
n.s.	37,1	22,0	3,1	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-3,8%	-17,4%	-	NEW BODY LINE
AUTOMOBILES ET ÉQUIPEMENTIERS													
14,9	12,2	11,0	2,3	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-4,6%	269,4%	-	ASSAD
n.s.	n.s.	n.s.	10,0	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-16,1%	-25,7%	-	STIP
SANTÉ													
13,4	9,6	8,4	2,1	0,570	0,570	0,600	7,0%	7,0%	7,4%	0,5%	22,2%	+	UNIMED
n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-5,0%	-	SIPHAT
SERVICES AUX CONSOMMATEURS													
DISTRIBUTION													
17,9	7,6	8,7	1,8	0,800	0,800	0,800	6,8%	6,8%	6,8%	0,9%	52,4%	Cs	ARTES
9,1	8,9	8,5	1,8	0,880	0,880	0,880	6,0%	6,0%	6,0%	-3,0%	46,8%	Cs	ENNAKL AUTOMOBILES
11,8	9,9	9,4	3,8	1,250	1,250	1,250	6,5%	6,5%	6,5%	-0,5%	61,8%	+	CITY CARS
12,1	9,8	8,5	1,6	0,900	1,000	1,100	5,0%	5,6%	6,1%	5,9%	38,5%	+	SMART TUNISIE
22,5	15,0	12,3	1,8	0,150	0,150	0,150	2,5%	2,5%	2,5%	1,7%	76,1%	Cs	MONOPRIX
n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-4,3%	24,0%	Cs	MAGASIN GÉNÉRAL
16,8	12,6	12,4	3,2	0,480	0,550	0,550	5,3%	6,1%	6,1%	1,1%	51,7%	+	SOTUMAG
11,9	7,1	8,2	1,9	2,040	2,000	2,000	5,9%	5,8%	5,8%	-3,9%	74,5%	Cs	STA
n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	3,6%	7,4%	-	UADH
8,6	5,5	n.s.	1,0	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-12,0%	-21,8%	-	CELLCOM
VOYAGES ET LOISIRS													
n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	2,9%	-2,7%	-	TUNISAIR

STOCK GUIDE

	Cours 31/10/2025	Nombre de titres admis	Volume hebdo	Market Cap	VE	VE/CÀ		VE/EBITDA		ROE	Bénéfice par Action		
						2024	2025e	2024	2025e	2025e	2024	2025e	2026e
1 Dt = 0,340 \$	Dt	Milliers	Millions Dt		(x)					Dt			
MATÉRIAUX DE BASE													
CHIMIE													
AIR LIQUIDE TUNISIE	154,490	1 638	0,015	253	211	1,5	1,4	5,8	5,5	20%	16,820	20,184	21,596
I.C.F.	88,490	2 100	0,420	186	170	1,0	NC	6,8	NC	NC	10,216	NC	NC
ALKIMIA	13,000	3 947	0,003	51	119	0,7	0,7	n.s.	n.s.	neg	-11,249	-11,400	-12,667
MATIÈRES PREMIÈRES													
TPR	10,580	50 000	0,639	529	518	1,7	1,3	7,6	5,7	22%	0,832	1,198	1,424
SOTIPAPIER	3,000	28 184	0,024	85	163	1,5	1,5	9,0	12,5	neg	0,110	-0,147	-0,089
PÉTROLE ET GAZ													
SOTRAPIL	22,400	4 138	0,020	93	37	2,2	2,1	3,5	3,3	16%	2,159	2,301	2,400
INDUSTRIES													
BÂTIMENT ET MATÉRIAUX DE CONSTRUCTION													
CARTHAGE CEMENT	1,780	343 625	1,754	612	863	2,0	2,2	5,2	5,9	14%	0,204	0,152	0,168
MPBS	7,850	20 669	0,035	162	193	1,1	1,1	9,5	9,0	12%	0,421	0,392	0,460
SOTEMAIL	2,410	34 514	0,000	83	174	4,7	4,8	166,4	129,9	neg	-0,421	-0,395	-0,370
SITS	3,650	15 600	0,000	57	64	12,8	8,2	66,9	58,1	2%	0,053	0,058	0,514
SIMPAR	35,900	1 100	0,000	39	207	11,5	4,3	49,9	24,0	neg	-9,202	-6,950	-7,727
CIMENTS DE BIZERTE	0,490	44 047	0,001	22	167	6,0	5,2	n.s.	n.s.	neg	-1,017	-1,158	-1,249
SOMOCER	0,460	40 656	0,013	19	250	2,8	3,2	n.s.	n.s.	neg	-1,070	-1,128	-1,000
ESSOUKNA	2,480	5 051	0,011	13	55	139,9	1,9	n.s.	9,7	4%	-0,494	0,238	0,105
SANIMED	0,620	12 400	0,000	8	116	3,5	3,7	n.s.	n.s.	neg	-0,958	-0,925	-0,885
BIENS ET SERVICES INDUSTRIELS													
ONE TECH HOLDING	8,800	80 400	1,140	708	742	0,7	0,7	7,3	6,7	11%	0,376	0,584	0,671
SOTUVER	13,580	39 254	0,097	533	752	3,2	2,8	7,1	6,2	24%	1,065	1,297	1,699
SIAME	2,350	15 444	0,026	36	60	0,9	0,9	7,5	7,0	8%	0,115	0,143	0,136
TECHNOLOGIE													
TELNET HOLDING	6,400	12 131	0,137	78	56	0,8	0,7	4,1	4,6	24%	0,786	0,651	0,707
AeTECH	0,260	2 223	0,000	1	5	1,2	1,2	n.s.	29,9	neg	-0,321	-0,400	-0,450
TÉLÉCOMMUNICATIONS													
TAWASOL GH	0,610	108 000	0,085	66	66	0,8	n.s.	5,1	n.s.	1%	0,005	0,003	0,004
SOTETEL	4,950	4 637	0,027	23	16	0,2	0,3	1,9	4,2	3%	0,885	0,192	0,294

Acheter (+) Conserver avec perspective + (Cs+) Conserver (Cs) Alléger (-) Neutre

PER			P/B	Dividende par Action			Rendement en dividende			Performance		Recommandation	
2024	2025e	2026e	2025e	2024	2025e	2026e	2024	2025e	2026e	1 semaine	Début 2025		
(x)				Dt									
MATÉRIAUX DE BASE													
CHIMIE													
9,2	7,7	7,2	1,6	7,500	7,500	7,750	4,9%	4,9%	5,0%	0,8%	62,0%	Cs	AIR LIQUIDE TUNISIE
8,7	NC	NC	NC	7,700	NC	NC	8,7%	NC	NC	0,6%	-2,8%	Neutre	I.C.F.
n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	0,8%	-26,1%	-	ALKIMIA
MATIÈRES PREMIÈRES													
12,7	8,8	7,4	2,0	0,450	0,500	0,600	4,3%	4,7%	5,7%	1,0%	74,3%	+	TPR
27,2	n.s.	n.s.	1,3	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-1,6%	-39,1%	-	SOTIPAPIER
PÉTROLE ET GAZ													
10,4	9,7	9,3	1,6	1,600	1,600	1,600	7,1%	7,1%	7,1%	-0,4%	59,2%	+	SOTRAPIL
INDUSTRIES													
BÂTIMENT ET MATÉRIAUX DE CONSTRUCTION													
8,7	11,7	10,6	1,6	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-4,8%	-18,7%	+	CARTHAGE CEMENT
18,6	20,0	17,1	2,3	0,370	0,200	0,220	2,4%	2,5%	2,8%	0,6%	31,6%	+	MPBS
n.s.	n.s.	n.s.	3,7	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-8,4%	-44,0%	-	SOTEMAIL
69,3	63,3	7,1	1,5	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	9,0%	92,1%	-	SITS
n.s.	n.s.	n.s.	2,1	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-	SIMPAR
n.s.	n.s.	n.s.	0,2	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	2,1%	16,7%	-	CIMENTS DE BIZERTE
n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	12,2%	-	SOMOCER
n.s.	10,4	23,6	0,4	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-3,9%	59,0%	Cs	ESSOUKNA
n.s.	n.s.	n.s.	1,1	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-3,1%	-57,8%	-	SANIMED
BIENS ET SERVICES INDUSTRIELS													
23,4	15,1	13,1	1,7	0,260	0,330	0,350	3,0%	3,8%	4,0%	3,5%	-2,6%	+	ONE TECH HOLDING
12,8	10,5	8,0	2,5	0,250	0,600	0,700	1,8%	4,4%	5,2%	-0,8%	9,7%	+	SOTUVER
20,4	16,4	17,2	1,4	0,180	0,120	0,120	7,7%	5,1%	5,1%	2,2%	-29,3%	-	SIAME
TECHNOLOGIE													
8,1	9,8	9,1	2,3	0,350	0,400	0,400	5,5%	6,3%	6,3%	-1,5%	12,5%	Cs	TELNET HOLDING
n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	36,8%	-	AeTECH
TÉLÉCOMMUNICATIONS													
n.s.	n.s.	n.s.	2,8	0,000	0,000	0,000	0,0%	0,0%	0,0%	-6,2%	-4,7%	-	TAWASOL GH
5,6	25,8	16,8	0,7	0,500	0,000	0,000	10,1%	0,0%	0,0%	-1,0%	-22,0%	Cs	SOTETEL

STOCK GUIDE

	Cours 31/10/2025	Nombre de titres admis	Volume hebdo	Market Cap	VE	VE/CÀ		VE/EBITDA		ROE	Bénéfice par Action		
						2024	2025e	2024	2025e	2025e	2024	2025e	2026e
1 Dt = 0,340 \$	Dt	Milliers	Millions Dt			(x)					Dt		
SOCIÉTÉS FINANCIÈRES													
BANQUES													
BIAT	105,480	40 800	1,373	4 304	-	-	-	-	-	16 %	9,299	9,776	10,249
ATTIJARI BANK	61,490	50 000	1,476	3 075	-	-	-	-	-	18%	4,794	4,237	4,001
AMEN BANK	46,000	34 920	2,213	1 606	-	-	-	-	-	13%	6,974	7,076	7,175
BT	5,740	270 000	0,207	1 550	-	-	-	-	-	12 %	0,739	0,707	0,722
UIB	25,880	32 560	0,189	843	-	-	-	-	-	6%	2,079	1,919	1,996
BNA	11,780	64 000	0,289	754	-	-	-	-	-	10%	3,295	3,816	3,822
STB	4,000	155 375	0,391	622	-	-	-	-	-	4%	0,231	0,339	0,340
UBCI	28,510	20 002	0,147	570	-	-	-	-	-	10%	2,749	3,099	3,412
BH	9,390	47 600	0,014	447	-	-	-	-	-	5%	1,492	1,925	2,055
ATB	3,620	100 000	1,345	362	-	-	-	-	-	3%	0,313	0,197	0,147
WIB	7,900	30 000	0,001	237	-	-	-	-	-	5%	0,338	0,318	0,292
BTE (ADP)	3,630	1 000	0,001	4	-	-	-	-	-	neg	-5,555	-4,108	-4,504
ASSURANCES													
STAR	226,000	2 308	0,098	522	-	-	-	-	-	7 %	11,917	12,774	13,445
BNA ASSURANCES	3,120	87 392	0,316	273	-	-	-	-	-	18 %	0,187	0,165	0,194
ASTRÉE	45,000	6 000	0,005	270	-	-	-	-	-	15 %	4,831	4,439	4,868
ASSURANCES MAGHREBIA	54,100	4 500	0,007	243	-	-	-	-	-	15 %	7,240	7,453	7,806
TUNIS RE	9,000	20 000	0,035	180	-	-	-	-	-	9 %	1,070	1,175	1,465
BH ASSURANCE	63,000	2 660	0,000	168	-	-	-	-	-	10 %	4,141	4,379	4,655
MAGHREBIA VIE	6,250	25 000	0,350	156	-	-	-	-	-	15 %	0,807	0,888	0,916
SERVICES FINANCIERS													
TUNISIE LEASING & FACTORING	31,980	10 800	0,552	345	-	-	-	-	-	15%	3,469	4,484	3,851
ATL	6,000	32 500	0,167	195	-	-	-	-	-	17 %	0,680	0,824	0,893
CIL	26,500	7 000	0,052	186	-	-	-	-	-	14 %	2,801	2,739	2,736
ATTIJARI LEASING	29,750	2 750	0,140	82	-	-	-	-	-	13%	3,638	3,812	4,204
HANNIBAL LEASE	7,190	11 000	0,011	79	-	-	-	-	-	10%	1,149	0,994	1,069
BEST LEASE	2,270	30 000	24,417	68	-	-	-	-	-	8%	0,342	0,326	0,368
BH LEASING	4,170	7 000	0,000	29	-	-	-	-	-	4%	0,557	0,258	0,349
SPDIT SICAF	12,500	28 000	0,024	350	-	-	-	-	-	47%	1,142	1,143	1,161
PLACEMENTS DE TUNISIE	41,800	1 000	0,000	42	-	-	-	-	-	16 %	3,111	2,700	2,750
TUNINVEST-SICAR	21,280	966	0,156	21	-	-	-	-	-	13 %	0,815	0,787	0,797
HORS COTE													
STS	9,890	680	0,000	7	102	4,4	5,1	29,1	33,9	neg	-19,853	-18,382	-19,853
SITEX	2,510	2 306	0,000	6	72	1,9	2,1	n.s.	n.s.	neg	-8,773	-10,189	-10,840

Acheter (+) Conserver avec perspective + (Cs+) Conserver (Cs) Alléger (-) Neutre

PER			P/B	Dividende par Action			Rendement en dividende			Performance		Recommandation	
2024	2025e	2026e	2025e	2024	2025e	2026e	2024	2025e	2026e	1 semaine	Début 2025		
(x)				Dt									
SOCIÉTÉS FINANCIÈRES													
BANQUES													
11,3	10,8	10,3	1,7	6,000	5,570	5,570	5,7 %	5,3 %	5,3 %	1,7 %	18,8 %	Neutre	BIAT
12,8	14,5	15,4	2,6	5,000	3,360	3,360	8,1 %	5,5 %	5,5 %	1,6 %	50,9 %	+	ATTIJARI BANK
6,6	6,5	6,4	0,9	3,300	2,650	2,700	7,2 %	5,8 %	5,9 %	0,7 %	33,6 %	+	AMEN BANK
7,8	8,1	7,9	1,0	0,350	0,280	0,280	6,1 %	4,9 %	4,9 %	0,0 %	17,3 %	Cs(+)	BT
12,4	13,5	13,0	0,9	0,850	0,600	0,600	3,3 %	2,3 %	2,3 %	-1,8 %	19,9 %	Cs	UIB
3,6	3,1	3,1	0,3	1,000	0,820	0,820	8,5 %	7,0 %	7,0 %	2,4 %	56,2 %	Cs	BNA
17,3	11,8	11,8	0,4	0,000	0,000	0,000	0,0 %	0,0 %	0,0 %	2,6 %	34,7 %	-	STB
10,4	9,2	8,4	1,0	1,250	1,150	1,150	4,4 %	4,0 %	4,0 %	19,8 %	38,4 %	Cs(+)	UBCI
6,3	4,9	4,6	0,3	0,400	0,360	0,360	4,3 %	3,8 %	3,8 %	-0,1 %	-22,9 %	Cs(+)	BH
11,6	18,4	24,6	0,5	0,000	0,000	0,000	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,8 %	29,3 %	-	ATB
23,4	24,9	27,1	1,3	0,000	0,000	0,000	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	-12,2 %	-	WIB
n.s.	n.s.	n.s.	0,1	0,000	0,000	0,000	0,0 %	0,0 %	0,0 %	-8,6 %	8,4 %	-	BTE (ADP)
ASSURANCES													
19,0	17,7	16,8	1,3	8,397	8,397	8,397	3,7 %	3,7 %	3,7 %	0,0 %	31,7 %	+	STAR
16,7	18,9	16,1	3,4	0,000	0,000	0,000	0,0 %	0,0 %	0,0 %	-5,5 %	-10,3 %	Cs	BNA ASSURANCES
9,3	10,1	9,2	1,5	2,500	2,500	2,500	5,6 %	5,6 %	5,6 %	0,0 %	3,3 %	Cs	ASTRÉE
7,5	7,3	6,9	1,1	3,150	3,150	3,300	5,8 %	5,8 %	6,1 %	-0,9 %	11,2 %	+	ASSURANCES MAGHREBIA
8,4	7,7	6,1	0,7	0,480	0,480	0,480	5,3 %	5,3 %	5,3 %	1,1 %	15,6 %	+	TUNIS RE
15,2	14,4	13,5	1,5	1,500	1,500	1,500	2,4 %	2,4 %	2,4 %	0,0 %	31,6 %	Cs	BH ASSURANCE
7,7	7,0	6,8	1,0	0,363	0,363	0,363	5,8 %	5,8 %	5,8 %	-1,7 %	7,5 %	+	MAGHREBIA VIE
SERVICES FINANCIERS													
9,2	7,1	8,3	1,1	1,150	2,200	2,200	3,6 %	6,9 %	6,9 %	0,0 %	84,2 %	+	TUNISIE LEASING & FACTORING
8,8	7,3	6,7	1,2	0,350	0,350	0,350	5,8 %	5,8 %	5,8 %	-1,6 %	49,4 %	Cs(+)	ATL
9,5	9,7	9,7	1,3	2,200	2,200	2,200	8,3 %	8,3 %	8,3 %	-1,9 %	15,3 %	Cs(+)	CIL
8,2	7,8	7,1	1,0	2,000	2,000	2,000	6,7 %	6,7 %	6,7 %	0,4 %	65,8 %	Cs(+)	ATTIJARI LEASING
6,3	7,2	6,7	0,7	0,450	0,450	0,450	6,3 %	6,3 %	6,3 %	-2,8 %	3,2 %	Cs	HANNIBAL LEASE
6,6	7,0	6,2	0,6	0,150	0,150	0,150	6,6 %	6,6 %	6,6 %	3,7 %	24,1 %	Cs	BEST LEASE
7,5	16,2	12,0	0,7	0,000	0,000	0,000	0,0 %	0,0 %	0,0 %	-4,4 %	14,9 %	-	BH LEASING
10,9	10,9	10,8	5,2	1,000	1,000	1,000	8,0 %	8,0 %	8,0 %	0,0 %	12,5 %	Cs	SPDIT SICAF
13,4	15,5	15,2	2,5	3,000	2,500	2,500	7,2 %	6,0 %	6,0 %	0,0 %	-2,6 %	Cs	PLACEMENTS DE TUNISIE
26,1	27,0	26,7	3,4	0,500	0,500	0,500	2,3 %	2,3 %	2,3 %	24,4 %	135,5 %	Cs	TUNINVEST-SICAR
HORS COTE													
n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	0,000	0,000	0,000	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	-14,9 %	-	STS
n.s.	n.s.	n.s.	0,1	0,000	0,000	0,000	0,0 %	0,0 %	0,0 %	-10,7 %	-25,1 %	-	SITEX

INDICES SECTORIELS

Semaine du 27 au 31 octobre 2025

Volume de la semaine (MDt)	56,7	Performance	Indice	Variation hebdo.	3 mois	début 2025	début 2024
Capitalisation (Mds Dt)	32,6	TUNINDEX	12 604,03	1,0 %	6,5 %	26,6 %	44,0 %
P/E 2026e	9,9	TUNINDEX 20	5 622,91	0,8 %	6,0 %	28,3 %	47,0 %

	Indice sectoriel	Volume hebdomadaire Millions Dt	Capitalisation boursière Millions Dt	Valeur du secteur Millions Dt	VE/CA		VE/EBITDA	
					2024 (x)	2025e (x)	2024 (x)	2025e (x)
AGROALIMENTAIRE ET BOISSONS	13 247,27	11,026	7 821	8 904	1,4	1,3	7,1	7,0
PRODUITS MÉNAGERS ET DE SOIN PERSONNEL	3 344,09	4,324	1 287	1 926	1,6	1,6	8,6	8,6
AUTOMOBILES ET ÉQUIPEMENTIERS	-	0,152	64	232	0,8	0,7	8,3	7,8
SANTÉ	-	1,390	268	484	3,1	2,8	18,2	14,7
DISTRIBUTION	7 541,29	1,346	1 927	2 139	0,5	0,5	6,6	5,8
VOYAGES ET LOISIRS	-	0,012	38	1 038	0,8	0,9	24,1	29,7
CHIMIE	-	0,437	490	500	1,0	1,0	9,2	9,8
MATIÈRES PREMIÈRES	-	0,664	614	681	1,6	1,3	7,9	6,5
PÉTROLE ET GAZ	-	0,020	93	37	2,2	2,1	3,5	3,3
BÂTIMENT ET MATÉRIAUX DE CONSTRUCTION	730,51	1,814	1 014	2 088	2,6	2,5	12,0	12,2
BIENS ET SERVICES INDUSTRIELS	-	1,263	1 283	1 626	1,2	1,1	7,9	7,0
TECHNOLOGIE	-	0,137	78	62	0,8	0,7	4,5	4,9
TÉLÉCOMMUNICATIONS	-	0,112	89	82	0,5	1,3	3,8	21,1
BANQUES	8 985,99	7,646	14 372	-	-	-	-	-
ASSURANCE	17 963,26	0,810	1 811	-	-	-	-	-
SERVICES FINANCIERS	17 462,73	25,519	1 396	-	-	-	-	-

MARCHÉ PRINCIPAL

n.s. : non significatif

ROE	PER			P/B	Rendement en dividende			Performance		
	2025e	2024 (x)	2025e (x)		2026e (x)	2025e (x)	2024	2025e	2026e	1 semaine
18 %	14,0	13,2	12,4	2,3	4,6 %	4,7 %	4,9 %	0,3 %	34,3 %	51,8 %
17 %	16,7	15,7	14,9	2,6	0,0 %	0,0 %	0,0 %	2,3 %	26,0 %	54,0 %
19 %	14,9	12,2	11,0	2,6	0,0 %	0,0 %	0,0 %	-	-	-
22 %	13,4	9,6	8,4	2,1	0,0 %	0,0 %	0,0 %	-	-	-
22 %	12,8	9,2	9,2	2,0	5,3 %	5,4 %	5,0 %	0,3 %	53,0 %	59,4 %
n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	0,0	0,0 %	0,0 %	0,0 %	-	-	-
17 %	9,0	9,1	8,5	1,6	6,0 %	4,5 %	5,0 %	-	-	-
22 %	13,7	8,8	7,4	1,9	0,0 %	0,0 %	0,0 %	-	-	-
16 %	10,4	9,7	9,3	1,6	4,5 %	4,5 %	4,5 %	-	-	-
12 %	10,4	13,5	11,2	1,5	0,0 %	0,0 %	0,0 %	-3,4 %	-9,9 %	3,2 %
15 %	17,3	12,8	10,4	1,7	0,0 %	0,0 %	0,0 %	-	-	-
24 %	8,1	9,8	9,1	2,3	0,0 %	0,0 %	0,0 %	-	-	-
2 %	19,3	n.s.	50,4	1,6	0,0 %	0,0 %	0,0 %	-	-	-
11 %	9,3	9,0	8,9	1,0	6,6 %	4,6 %	4,6 %	1,6 %	29,7 %	47,3 %
11 %	11,5	11,2	10,2	1,3	3,9 %	3,9 %	4,2 %	-1,6 %	18,1 %	26,1 %
15 %	9,2	8,6	8,6	1,3	6,0 %	7,1 %	7,1 %	0,0 %	39,6 %	90,1 %

2024 (x)	PER		P/B	Rendement en dividende		
	2025e (x)	2026e (x)		2025e (x)	2024	2025e
11,0	10,4	9,9	1,3	6,4 %	4,8 %	4,8 %

LEXIQUE ET LISTE DES ABRÉVIATIONS USUELLES

AGE	Assemblée Générale Extraordinaire des actionnaires
AGO	Assemblée Générale Ordinaire des actionnaires
ANR	Actif net réévalué
APE	Appel Public à l'Épargne
BCT	Banque centrale de Tunisie
Bottom line	Bénéfices nets
BPA	Bénéfice par action
BVMT	Bourse des Valeurs Mobilières de Tunis
CA	Chiffre d'affaires
Cap	Capitalisation boursière (ou <i>Market Cap</i> en anglais - MCAP) : c'est la valeur boursière d'une entreprise à un moment précis qui est égale au nombre d'actions admises d'une entreprise multiplié par le cours de bourse.
CF	Cash-Flow = Résultat net + dotations aux amortissements et aux provisions.
CFO	Cash-Flow d'exploitation = Résultat net + dotations nettes aux amortissements et aux provisions - plus-values de cession d'actifs + moins-values de cession d'actifs - variation du besoin en fonds de roulement.
CMF	Conseil du Marché Financier
Dette nette	Solde des dettes financières et des disponibilités.
Dividend Yield	Rapport du dividende ajusté au cours de l'action exprimé en pourcentage.
DPA	Dividende par action.
EBE	Excédent brut d'exploitation. C'est le résultat d'exploitation avant amortissements et provisions.
EBIT	Résultat avant intérêts et impôts.
EBITDA	Résultat avant intérêts, impôts sur les bénéfices et charges de dépréciation.
Flottant	Pourcentage de la capitalisation détenu par le public.
FMI	Fonds Monétaire International
FTUSA	Fédération Tunisienne des Sociétés d'Assurances
GA	Glissement annuel
Gearing	Dette nette rapportée aux fonds propres, et exprimée en pourcentage. Ce ratio n'est calculé que lorsque les fonds propres sont positifs. Un gearing négatif indique une trésorerie nette positive.
Goodwill	Encore appelé écart d'acquisition ou survaleur. Un écart d'acquisition naît de la différence entre le prix d'acquisition et la juste valeur de la société acquise. L'écart peut être positif (<i>goodwill</i>) ou négatif (<i>badwill</i>).
GT	Glissement trimestriel
IDE	Investissements Directs Étrangers
IPO	<i>Initial Public Offering</i> (Introduction en Bourse).
INS	Institut National de la Statistique
LF	Loi de Finances
LFR	Loi de Finances Rectificative
NPL	<i>Non Performing Loans</i> ou créances classées, appellations qui désignent les créances douteuses des banques ou des sociétés de leasing.

OMC	Organisation Mondiale du Commerce
OPA	Offre Publique d'Achat. Il s'agit d'une opération d'acquisition de parts d'une société cotée en bourse où l'acquéreur fait connaître publiquement ses intentions d'achat.
Opinion	Nos opinions sont résumées par une recommandation. La principale composante reflète l'appréciation que nous portons sur les qualités fondamentales des sociétés et en deuxième lieu leurs ratios de valorisation. Cette note doit donc être comprise comme un jugement à moyen terme. Elle peut être : (+) Acheter ; (Cs+) Conserver avec perspective positive ; (Cs) Conserver ; (-) Alléger et enfin Neutre.
OPR	Offre Publique de Retrait.
P/ANR	Capitalisation boursière/ Actif Net Réévalué.
P/B	Price to Book = Capitalisation boursière / Fonds propres.
PER ou P/E	Ratio avec au numérateur la capitalisation boursière du marché (ou du secteur) (hors sociétés déficitaires) et au dénominateur la somme des bénéfices de l'année de référence.
Payout	Montant distribué sous forme de dividendes sur le résultat net, exprimé en pourcentage.
PdM	Part de Marché
Profit Warning	Terme anglo-saxon se référant à une communication d'une société cotée pour alerter ses actionnaires sur le fait que les résultats seront en deçà des prévisions.
RNPG	Résultat net part du groupe. Désigne la part du résultat net qui revient effectivement à la société mère, c'est-à-dire déduction faite de la part revenant aux actionnaires minoritaires des filiales.
ROCE	Return On Capital Employed ou encore Retour sur capitaux mis en œuvre pour l'exploitation = Résultat d'exploitation net d'impôt / (Immobilisations nettes + BFR).
ROE	Return On Equity = Résultat net divisé par les fonds propres de l'exercice.
Stock Picking	Technique de sélection de valeurs pour se constituer un portefeuille.
VE	Valeur d'entreprise = Capitalisation boursière + dette nette.
TCAM	Taux de Croissance Annuel Moyen
Top line	Chiffre d'affaires net

Département Études & Recherches



Hamza Ben Taarit

Directeur du Département Études & Recherches
hamza.bentaarit@tunisievaleurs.com

Diplômé de l'Université Paris Dauphine (France), de l'Université Paris-Panthéon-Assas (France) et de l'IHEC Carthage, Hamza Ben Taarit exerce, depuis onze ans, le métier d'analyste financier au sein de TUNISIE VALEURS. Son périmètre de couverture intègre le secteur bancaire et les grandes capitalisations dans le secteur agroalimentaire et l'industrie.

Désirant s'orienter vers le domaine de la finance islamique, Hamza Ben Taarit a obtenu avec succès le Certificat de Spécialiste en Audit Charaïque du CIBAFI et il assure, parallèlement à sa mission d'analyste financier, le contrôle de conformité charaïque du fonds commun de placement islamique FCP VALEURS AL KAOUTHER.

Depuis février 2022, Hamza Ben Taarit occupe la fonction de directeur du Département Études & Recherches au sein de TUNISIE VALEURS.



Imen Yahia

Analyste Financier Senior
imen.yahia@tunisievaleurs.com

Titulaire d'un mastère professionnel en ingénierie financière, Imen Yahia exerce depuis quinze ans la fonction d'analyste financier. Durant son expérience professionnelle, elle a acquis de solides compétences en ce qui concerne les marchés financiers et l'évaluation des entreprises. Elle a assuré la couverture de sociétés cotées sur différents marchés boursiers de la région MENA et en Europe.

Imen Yahia s'est spécialisée dans plusieurs secteurs d'activité à savoir : les services financiers (bancaire, assurance, leasing et holdings financiers), les mines et les métaux, les transports, l'industrie, les matériaux de construction et l'industrie pharmaceutique.



Amal Nemer

Analyste Financier Junior
amal.nemer@tunisievaleurs.com

Titulaire d'un mastère professionnel en ingénierie financière, Amal Nemer a rejoint TUNISIE VALEURS en septembre 2024, en qualité d'analyste financier junior, et ce, après avoir effectué un stage au sein de la société dans le cadre de son projet de fin d'études. Amal a acquis, depuis, de solides compétences dans l'analyse financière et dans le suivi de l'actualité internationale, notamment en ce qui concerne l'intelligence artificielle.

Le périmètre de couverture d'Amal Nemer inclut, notamment le secteur du leasing et les *Small & Mid Caps* de la Bourse de Tunis.



Conception

BeCom [contact@becom.com.tn]

Impression

Simfact [www.simfact.tn]