TunisieValeurs
LA MAISON DE L'EPARGNANT

PORTEFEUILLE TYPE

ACTUALISÉ AU 30.04.2025

T2 2025

7 mai 2025

DÉPARTEMENT ÉTUDES ET RECHERCHES

ÉDITO

- *Défiant les incertitudes géopolitiques et géoéconomiques mondiales (poursuite des conflits armés en Ukraine et au Moyen-Orient et contexte de guerres commerciales) et alors que les marchés boursiers des pays développés sont en proie à des turbulences, la Bourse de Tunis a franchi depuis le 4 avril 2025 la barre symbolique des 11 000 points pour la première fois de son histoire. En terminant le mois d'avril à 11 274 points, l'indice TUNINDEX porte ainsi à 13,3 % sa progression depuis le 1er janvier, contre 4 % pour la même période l'année dernière ; peu d'analystes osaient prédire un cru boursier aussi impressionnant pour un début d'année !*
- *A peine sorti de sa torpeur de fin d'année 2024, notre marché des actions est emporté par un véritable vent d'euphorie, profitant d'une amélioration relative des indicateurs de l'économie tunisienne au titre de 2024, 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 premières salves des résultats 2024 sont venues, en effet, confirmer les récents sommets boursiers.*

I. Quelles leçons tirer du premier quadrimestre de 2025 ?

- *Les périodes fastes comme les crises sont des moments riches en enseignements. Nous dressons, dans cette tribune dédiée au portefeuille type du T2 2025, 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 de l'année écoulée ont été plutôt favorables à l'investissement en bourse. Accélération de la croissance économique (1,4 % en 2024 contre 0 % en 2023, reflux de l'inflation (7 % en moyenne en 2024 contre 9,3 % un an plus tôt) et réduction des déficits jumeaux (un solde courant de -1,7 % du PIB et un déficit budgétaire de -6 % du PIB avant dons et privatisations en 2024 contre un solde courant de -2,3 % du PIB et un déficit budgétaire de -7,6 % du PIB une année auparavant), sont autant de signaux positifs pour le moral des investisseurs.*
- *Le pays continue aussi à honorer ses échéances de dette extérieure et intérieure malgré des tensions sur les caisses de l'Etat et l'absence d'un accord avec le FMI ; un constat salué par les agences de notation souveraines (MOODY'S et FITCH RATINGS) qui ont entrepris de relever depuis 2024 d'un cran la note souveraine de la Tunisie. Et ces mêmes agences ont ancré des anticipations de baisse des taux qui se sont réalisées le 27 mars 2025 (baisse du taux directeur de la BCT de 50 pbs à 7,5 % à partir du 27 mars et réduction du taux minimum de rémunération de l'épargne de 7 % à 6,5 %). L'ensemble de ces évènements 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 potentiel allègement des conditions de financement en Tunisie. La détente monétaire aura pour conséquence d'améliorer l'appétence des investisseurs au risque sur notre marché des actions, de donner un coup de pouce à l'investissement, à l'emploi et à la croissance en Tunisie. La baisse des taux ne manquera pas aussi d'apporter un bol d'air à la rentabilité des entreprises tunisiennes cotées surtout les plus endettées d'entre elles, dégonflant ainsi leur valorisation. Bref, la récente baisse des taux ouvre la porte à des opportunités d'arbitrage boursier en faveur des valeurs endettées sur la Bourse de Tunis.*
- *Au vu du rallye des cours depuis le début de l'année, il nous semble que l'effet psychologique du relâchement récent et attendu depuis plusieurs semaines de la politique monétaire de la BCT est aujourd'hui bien reflété dans les cours. Reste l'effet fondamental : les prochaines publications des sociétés cotées relatives à 2025 sauront l'éclaircir.*

2) Un marché « Actions » résilient face aux remous des marchés financiers internationaux

- *Le 2 avril 2025, le Président Trump a dévoilé la mise en place de taxes douanières sur une vaste partie des pays du monde dont la Tunisie (28 %) et les alliés historiques des Etats-Unis : les pays de l'Union européenne (20 %). Cette offensive n'a rien de surprenant, puisqu'elle faisait partie des promesses de campagne de Trump en 2024 et s'inscrit dans la continuité des mesures prises lors de son premier mandat. Elle demeure, cependant, aussi violente qu'incertaine quant à ses objectifs, sa mise en œuvre et le soutien qu'elle suscite au sein du pays.*
- *Cette hausse soudaine des droits de douane, touchant autant les pays alliés que les adversaires des États-Unis a déclenché un krach boursier mondial, tout en provoquant une dépréciation du dollar américain, suggérant ainsi un avenir économique mondial très incertain.*
- *Même si une « pause » de 90 jours pour les taxes douanières a été annoncée le 9 avril 2025 par le Président républicain, le débat en Tunisie sur la manière dont le pays doit se préparer à cette nouvelle ère de guerre commerciale mondiale a déjà commencé. L'impact immédiat de l'annonce américaine sur le marché boursier a été minime voire inexistant. La dynamique positive de la Bourse de Tunis, amorcée en janvier, s'est poursuivie sur le mois d'avril.*
- *Les raisons pour lesquelles le marché boursier tunisien a réussi à maintenir cette dynamique sont multiples. Tout d'abord, la représentativité. Le marché des actions tunisien n'est pas représentatif de l'économie. Aucune grande entreprise publique, comme les compagnies de télécommunications, les sociétés de phosphate, de pétrole ou de gaz, n'est cotée en bourse. Aussi, aucun grand groupe hôtelier n'est coté, bien que le tourisme joue un rôle majeur dans l'économie. Deuxièmement, la liquidité du marché qui est particulièrement forte, et la récente 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 D. Trump nuiront à l'ensemble du secteur extérieur. L'Amérique reste un partenaire commercial marginal de la Tunisie. Les échanges commerciaux avec le pays de l'Oncle Sam sont faibles : près de 2 % (en moyenne des cinq dernières années) du total des échanges extérieurs de la Tunisie. Par ailleurs, l'essentiel des exportations directes tunisiennes vers les États-Unis est constitué d'huile d'olive, de dattes et d'engrais chimiques. Et la production annuelle d'huile d'olive tunisienne est principalement vendue sur le marché de gros à de grands acheteurs italiens et espagnols. Ainsi, les exportations sont majoritairement orientées vers les acteurs européens, et non américains. Une infime partie de la production d'huile d'olive est vendue sous des marques tunisiennes, et nous ne pensons pas que les taxes américaines sur l'huile d'olive tunisienne conditionnée dissuaderont les consommateurs de l'acheter, même à un prix plus élevé.*

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

- *Néanmoins, à plus long terme, les entreprises tunisiennes doivent se préparer aux grands changements à venir dans le commerce international, notamment celles opérant dans les secteurs du textile, des pièces automobiles, de l'électronique et de l'avionique. L'essentiel des exportations tunisiennes est constitué de produits manufacturés, principalement vendus en Europe. Les plus grands concurrents de la Tunisie sont les fabricants asiatiques. Si les exportations asiatiques vers le marché américain sont affectées - ce qui est très probable -, ces pays chercheront d'autres débouchés, et le marché européen sera leur principale cible. La concurrence avec les fabricants asiatiques n'est pas nouvelle. Le marché textile tunisien en a déjà souffert. Il y a survécu grâce à la proximité géographique du pays avec l'Europe et, surtout, grâce à un abandon de la production de masse au profit de produits nécessitant un savoir-faire technique plus élevé.*
- *L'autre option pour contrer la concurrence asiatique en Europe est de s'associer avec des entreprises asiatiques. A l'avant-garde des industriels tunisiens, **ONE TECH HOLDING**, le fabricant de pièces automobiles, a annoncé mi-avril 2025 la finalisation d'un partenariat stratégique avec un acteur chinois (UNION GAIN ELECTRONICS TECHNOLOGY). Nous nous attendons à voir davantage de mouvements similaires de la part des industriels tunisiens. Mais l'ampleur de ces initiatives ne pourra être estimée que lorsque la situation aux États-Unis se stabilisera et que nous aurons une vision plus claire sur les tarifs douaniers.*

3) Tout vient à point à qui sait attendre

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

4) Toujours se fier à l'analyse fondamentale

- *Sur notre marché, l'analyse fondamentale dont la préoccupation majeure consiste à déterminer la valeur intrinsèque d'une valeur de placement en tentant de prévoir la rentabilité future de l'entreprise, manque d'adeptes.*
- *L'analyse fondamentale est un outil idéal pour identifier les tendances à long terme pour un actif ou une classe d'actifs, ou des tendances sectorielles plus larges. L'identification des tendances peut renforcer la confiance de l'investisseurs dans le fait qu'un actif atteindra une certaine valeur à long terme.*
- *L'analyse fondamentale peut aussi parfois être utile à court terme, en particulier au moment de la publication des résultats comme c'est le cas aujourd'hui.*
- *Généralement, le volume de transactions augmente autour de la saison de publication des résultats, au cours de laquelle plusieurs sociétés d'un même secteur présentent leurs résultats financiers en même temps.*

5) 2025 : le vent continuera-t-il à souffler dans la bonne direction pour les banques ?

- *Les résultats de 2024 ont été globalement de bonne qualité pour le secteur bancaire coté, première force de notre bourse et son pacemaker, surtout du côté de la croissance bénéficiaire, de la solidité bilancielle et de la politique de dividende. Le bilan est toutefois, globalement, moins satisfaisant en ce qui concerne la qualité du portefeuille et la productivité.*
- *Mais un voile d'incertitude entoure le millésime 2025 qui s'annonce, à 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 no 41-2024 relative aux chèques sans provision. Et les agences de notation internationales qui couvrent les banques tunisiennes anticipent déjà une contraction de la masse bénéficiaire de 2025 du secteur, malgré une revalorisation de leur profil de risque, corrélativement au récent rehaussement de la note souveraine de la Tunisie.*
- *Donnant un avant-goût des résultats 2025, les indicateurs d'activité bancaires des prochains trimestres seront très suivis par les investisseurs. Ils reflèteront la capacité des banques à naviguer à travers les transformations réglementaires en cours et à surmonter les pressions conjoncturelles et concurrentielles.*
- *D'ailleurs, les chiffres du T1 2025 des banques cotées en disent long sur le ralentissement de la croissance du secteur bancaire :*

- Une hausse du PNB agrégé du secteur bancaire coté limitée à 2,1 % en glissement annuel contre des charges opératoires qui se sont élargies de 6,6 %, ce qui implique une dégradation mécanique de la productivité du secteur ;

- Une activité de collecte qui préserve sa dynamique positive (+9,3 % en glissement annuel au niveau de l'encours agrégé des dépôts du secteur bancaire coté), ce qui contraste avec la morosité de l'activité du crédit (progression timide de l'encours agrégé des crédits du secteur bancaire coté de +1,6 %, en glissement annuel).

- *Dans un environnement économique de plus en plus complexe et incertain, 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.*

6) Contre vents et marées, le secteur privé tunisien non financier se porte bien

- *Le secteur privé non financier coté avec ses deux branches : industrielle et de services continue à faire preuve de résilience, faisant progresser son activité et sa rentabilité. C'est ce qui ressort de l'analyse des comptes 2024 rendus publics à cette date.*
- *Témoignant d'une bonne capacité à manœuvrer à travers les changements, à s'adapter et à anticiper les méandres de la conjoncture, les managements des entreprises privées cotées continuent d'investir dans la croissance, d'embaucher, d'innover et de moderniser leur appareil productif. Pierre angulaire de la croissance tunisienne, le secteur privé attend impatiemment une amélioration du climat des affaires pour passer à la vitesse supérieure.*
- *Absorbant rapidement le durcissement de la fiscalité et profitant d'un contexte financier plus clément, les sociétés industrielles et de services de qualité sont bien parties pour terminer l'année boursière 2025 en beauté.*

7) Les annonces de dividendes et les attributions gratuites continuent à dicter le tempo à la Bourse de Tunis

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

ÉDITO

- *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 « Actions » dominé par les petits porteurs comme le nôtre, les perspectives de rémunération de capital revêtent un intérêt capital. Réinvestis en partie sur la Bourse, les dividendes distribués qui proviennent essentiellement du secteur financier suscitent, en effet, un effet d'entrainement sur l'ensemble du marché.*
- *Malgré l'encadrement de la politique des dividendes des banques et des établissements financiers par la BCT (circulaire BCT n°2025-02 du 29 janvier 2025) au titre de l'exercice 2024, la majeure partie de ces institutions ont révisé à la hausse leurs dividendes par action par rapport à 2023.*
- *Pour leur part, loin d'être un simple jeu de reclassement comptable ou une illusion monétaire, les opérations d'attribution gratuite représentent un catalyseur indéniable pour notre marché. Et la raison à cela est double :*
  - *L'augmentation de la liquidité des titres en question qui découlerait d'un nombre d'actions plus important à la suite des attributions gratuites rendrait lesdits titres financièrement plus accessibles d'un point de vue psychologique ;*
  - *L'augmentation du nombre d'actions en circulation pour une société qui opère une attribution gratuite s'accompagne généralement d'une meilleure rémunération future du capital sous l'hypothèse que la société concernée ne diminue pas en conséquence le montant du dividende par action futur. Ce qui est souvent le cas pour les sociétés cotées tunisiennes.*
- *Les tendances supra indiquées pour les attributions gratuites sont aussi valables pour les opérations de division d'actions (les splits).*
- *A noter que jusqu'à présent deux attributions gratuites et trois splits sont annoncés par des sociétés cotées. Elles se rapportent à **ATTIJARI BANK** (attribution d'actions gratuites), à la **STAR** (split de la valeur nominale et attribution d'actions gratuites), à **MPBS** (split) et à **DELICE HOLDING** (split).*

8) Une capitalisation boursière qui reprend nettement du poil de la bête et trois mouvements capitalistiques

- *Depuis le début de l'année en cours, la capitalisation boursière de la Place de Tunis a vigoureusement progressé de 13,6 %, atteignant un niveau record de 30,1 milliards de dinars, soit 18,1 % du PIB. Le parcours fructueux des grosses capitalisations de la Cote a compensé l'absence de nouvelles mises et d'augmentations de capital en numéraire sur le marché. Parallèlement, le premier quadrimestre de 2025 a connu un répit en termes de sorties la Bourse après deux années marquées par une vague d'OPR. Ce faisant, le nombre de sociétés cotées a été maintenu stable à 74 sociétés depuis le début de l'année en cours.*
- *Dans le même registre, les mouvements capitalistiques comme l'acquisition de **STA** par le Groupe KILANI (acquisition de 51,2 % du capital, dans une transaction boursière exécutée le 24 avril 2025, valorisant le concessionnaire officiel de la marque chinoise Chery à 48,8 MDt, qui sera suivie d'une OPA obligatoire) et les négociations, entourant la **SOTUVER** (à la suite de l'acceptation à la mi-mars 2025 d'une offre non engageante de la part d'un important producteur international d'emballage en verre pour l'acquisition d'un bloc d'actions représentant 41 % du capital de la société) et **SAH LILAS** (réception d'une offre non engageante de la part de **POULINA GROUP HOLDING** en vue d'acquérir un bloc d'actions, détenu par OLEA HOLDING, représentant 45,5 % du capital de JM HOLDING, principal actionnaire de la SAH) témoignent d'un marché en pleine effervescence.*
- *La capitalisation boursière de la Place de Tunis n'a, ainsi, progressé que de 5,7 milliards de dinars entre 2018 et 2025 soit +23,2 %, tandis que l'inflation sur cette période a dépassé en cumul les 50 %.*

9) L'investissement étranger toujours à la peine

- *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.*
- *Et l'année 2025 ne semble pas déroger à cette tendance. Jusqu'à fin avril 2025, les transactions boursières des étrangers ont dégagé un solde net négatif de -2,2 MDt.*
- *Cependant, grâce à quelques transactions d'achat, ciblant essentiellement des « Big Caps » comme la **SFBT**, le taux moyen pondéré de la participation étrangère dans la capitalisation boursière de la Place de Tunis s'est maintenu aux alentours de 19 ,5%.*
- *La conjoncture économique difficile et les pressions sur les finances publiques semblent déconcerter les investisseurs étrangers. À cela s'ajoutent les craintes d'un nouveau cycle de glissement du dinar et l'attractivité des marchés concurrents à la Bourse de Tunis comme le marché marocain et le marché égyptien.*

10) Le Flight-to -Safety prévaut

- *Au milieu de ces incertitudes, les investisseurs - boursicoteurs ou non - cherchent à être rassurés en plaçant leur épargne dans des valeurs « à faible profil de risque » suffisamment liquides pour minimiser les risques. Et les fleurons financiers et industriels cotés leur offrent un minimum de transparence, la diversification de l'épargne, la souplesse de l'investissement (pas de contrainte de ticket d'investissement minimum, liquidité presque immédiate, de faibles coûts de transactions et une fiscalité favorable) avec en prime une couverture contre le risque d'érosion du pouvoir d'achat, étant donné l'hypothèse de résistance des marges des entreprises sélectionnées à la hausse des prix.*
- *Le phénomène de « Flight-to-Quality », peut être synonyme d'optimisme pour les uns et de crainte pour les autres. Ce report vers des investissements moins risqués, a priori logique si on se met à la place des investisseurs, permet de renforcer l'attractivité des valeurs fondamentalement solides, le plus souvent des grandes capitalisations au détriment des PME fréquemment endettées et dont le positionnement concurrentiel n'est pas assez robuste pour résister aux pressions conjoncturelles et concurrentielles.*

11) Malgré les aléas de la conjoncture, la liquidité existe à la Bourse de Tunis

- *Le parcours spectaculaire du TUNINDEX s'est accompagné d'une amélioration globale du rythme des échanges sur notre marché des actions (un volume quotidien moyen échangé de 7,1 MDt sur les quatre premiers mois de 2025 contre un flux moyen de 4,4 MDt par séance une année plus tôt).*
- *Le retour de liquidité au marché des actions trouve, à notre sens, son origine dans :*

i. 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 ;

ii. La bonne collecte des OPCVM mixtes et des FCP ACTIONS et CEA qui génèrent une bonne partie des volumes en bourse ;

iii. La bonne collecte bancaire qui semble-t-il a été réallouée en partie vers la Bourse au vu de la faiblesse de la demande des crédits et de l'intérêt croissant de la clientèle bancaire pour le compte CEA. Ce produit d'épargne défiscalisé et rentable assure chaque année une rentrée d'argent frais et stable à la Bourse - ô combien nécessaire en cette période de ralentissement économique.

« 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 »

ÉDITO

II. A quoi s'attendre d'ici la fin de l'année ?

- *Profitant de vents favorables tant micros que macroéconomiques, la dynamique boursière de ce début d'année fait presque oublier les tensions économiques mondiales et traduit une confiance renouvelée dans la Bourse.*
- *Cependant, cette effervescence boursière ne place pas -t-elle la barre trop haut pour un début d'année ? Les facteurs susmentionnés à l'origine de ce coup d'accélérateur de notre marché des actions ne se sont pas -t-ils aujourd'hui totalement intégrés dans les cours ?*
- *Le maintien d'une tendance haussière sur toute l'année n'est pas certain, mais nous estimons que le premier semestre constitue, la période de l'année la plus déterminante car elle est la plus riche en informations financières et durant laquelle il faut acheter au son du canon.*
- *Sur la deuxième moitié de l'année, le comportement du TUNINDEX pourrait être « tiraillé » entre l'attractivité des valorisations et le manque de visibilité économique. Par ailleurs, durant le deuxième semestre 2025, avec la publication des indicateurs d'activité et des comptes au 30-06-2025, les investisseurs sont appelés à « peser » l'impact de la nouvelle loi sur les chèques sans provision tous secteurs cotés confondus. Les répercussions de cette loi représentent à notre avis une source d'incertitudes qu'il ne faut pas sous-estimer. Ce « brouillage fondamental » pourrait susciter des mouvements erratiques des cours sur le court terme avant de s'estomper, le temps qu'il soit « digéré » par le marché. Et les managements des sociétés cotées ont leur rôle à jouer pour « quantifier » l'impact de la loi sur les chèques sans provision durant les AGO de 2025 et calmer les appréhensions des investisseurs.*
- *C'est ici que le fameux adage « Time in the market beats timing the market » trouve tout son sens. Les investisseurs de long terme avec une approche équilibrée et disciplinée peuvent non seulement effacer leurs pertes éventuelles des cycles baissiers momentanés, mais aussi profiter de l'accélération éventuelle du marché. Garder la tête froide même dans une conjoncture économique difficile est la meilleure attitude à adopter sur le long terme pour un investisseur.*
- *Partant de ce constat, l'horizon de placement est un facteur primordial dans notre stratégie d'investissement. Pour surmonter la volatilité « injustifiée » sur certaines valeurs et profiter d'un bon retour sur investissement, nous recommandons un horizon de placement relativement long, d'au moins 18 mois.*
- *Fin avril 2025, le marché des actions continue d'afficher des niveaux de valorisation attrayants, de l'ordre de 10,1 x les bénéfices attendus en 2025 et un P/B de 1,3 x estimé pour 2024. D'un point de vue purement fondamental, ces ratios nous amènent à conclure qu'une poursuite du redressement au niveau des cours est très probable sur le long terme. Le rendement en dividende moyen du marché des actions estimé pour 2024 reste aussi intéressant (6,1 %).*
- *Ainsi, le marché tunisien reste selon nous à des niveaux acheteurs, surtout si l'on s'intéresse à des titres de qualité. Des valeurs traitant à des niveaux de valorisation, déconnectés de la qualité de leurs fondamentaux et de leurs potentiels de rebond à moyen et à long terme.*

III. Quelle stratégie d'investissement adopter sur le T2 2025 ?

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

*(i) les « Cash-Cows » qui continuent d'investir dans la croissance malgré la crise 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 **DELICE HOLDING**) en raison de leur décorrélation relative avec les fluctuations du marché et de leur rémunération attractive en dividende ;*

*(ii) **les valeurs exportatrices** 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'exiguité du marché local. Les Equity Stories de fleurons nationaux comme **SAH LILAS** (entrée éventuelle de **POULINA GROUP HOLDING** dans le tour de table, montée en puissance du projet Cosmétiques, allègement de la « facture » des charges financières et baisse des prix des matières premières), **SOTUVER** (processus très avancé dans l'ouverture du capital à un partenaire stratégique qui déboucherait éventuellement sur une OPA), **TPR** (entrée en exploitation future des filiales TPR COLOR et TPR ANODAL et montée en puissance des exportations), **CARTHAGE CEMENT** (désendettement progressif du bilan, allègement du poids des charges financières à la suite du récent desserrement monétaire et relance très attendue, mais sans visibilité quant à l'échéance, de l'appel d'offres pour la cession de la participation de l'Etat dans le capital) et **EURO-CYCLES** (normalisation des conditions de marché en Europe, désendettement graduel du bilan et finalisation de l'usine dédiée au vélo électrique et des investissements d'intégration en amont) 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). Ces sociétés devraient aussi profiter de l'embellie que connaîtra la conjoncture économique en Europe dans la période à venir grâce à l'assouplissement de la politique monétaire dans les pays de la zone euro et l'adoption d'une politique de relance budgétaire notamment en matière de défense et d'infrastructures.*

*(iii) **les valeurs financières solides**– poids lourds du marché des actions – sont aussi à recommander ne serait-ce que dans une optique de réplication de l'indice. Cependant, le rallye boursier des dernières années, une conjoncture économique peu florissante, une fiscalité plus pesante, la baisse des taux et une réglementation prudentielle plus assertive (convergence vers Bâle III, migration aux normes IFRS et nouvelle loi sur les chèques sans provision) appellent à plus de sélectivité. C'est en ce sens que nous limitons notre choix à la **BIAT, ATTIJARI BANK, AMEN BANK** 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 la **BIAT, ATTIJARI BANK, AMEN BANK** et la **STAR** figurent aujourd'hui parmi les valeurs financières incontournables de la Bourse de Tunis à l'aune du « Flight-To-Quality ».*

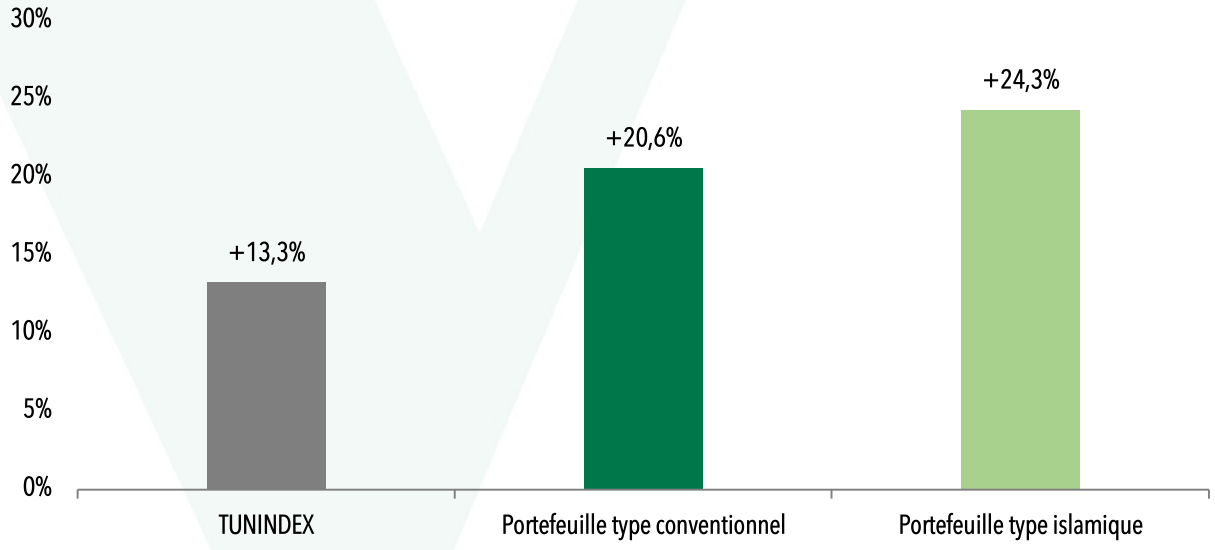
- *Il est important de noter que les groupes **DELICE HOLDING, SAH LILAS** et **SOTUVER** seront relativement épargnés du relèvement du taux d'impôt sur les sociétés opéré par les autorités à partir de l'exercice 2024 du fait de la présence de la majorité de leurs opérations dans des zones de développement régional (imposition au taux d'IS de 10 % au lieu de 20 %). Un élément non sans importance qui favorisera davantage l'arbitrage boursier en faveur de ces valeurs dans un environnement caractérisé par la montée générale de la pression fiscale.*
- *La présence d'une stratégie ESG est aussi un critère déterminant dans notre stratégie d'investissement. Les « Blue Chips » sélectionnées veillent toujours à mettre la responsabilité sociétale et environnementale au cœur de leurs priorités.*
- ***Les comptes de 2024 publiés jusqu'à présent nous confortent dans notre stratégie sélective et rigoureuse (10 sociétés sur 11 incluses dans le portefeuille type ont bien performé en bourse, et une performance cumulée de +20,6 % pour notre portefeuille-type conventionnel et de +24,3 % pour notre portefeuille type islamique à fin avril 2025, et ce, tenant compte de MPBS, retirée de notre portefeuille type fin janvier 2025, qui a succombé aux prises de bénéfices en inscrivant une baisse de -7,2 %) et dans notre orientation vers la sous-pondération du secteur bancaire dans le portefeuille type.***

ÉDITO

- *Les prochaines introductions en bourse (dont une déjà officialisée se rapportant à **BNA ASSURANCES** et une qui concernera vraisemblablement un club de football), seront pour nous une autre occasion pour « tester » l'appétit des investisseurs pour le papier frais, après plusieurs années de vaches maigres en termes de nouvelles cotations d'entreprises et une vague de sorties de la Bourse. En cas de réussite, les IPO annoncées ne tarderont pas à faire des émules, inspirant d'autres entreprises à suivre le même chemin, et de générer un « effet boule de neige » positif sur l'ensemble du marché financier tunisien. Offre de papier sur le marché, visibilité commerciale, pérennité et potentiel de développement des entreprises, rentabilité pour les investisseurs, liquidité du marché et attractivité de la Tunisie aux yeux des étrangers…. Bref, d'une introduction en bourse, tout le monde sort gagnant.*
- *Malgré les aléas de la conjoncture et la concurrence des placements monétaires et obligataires, les prochains rendez-vous avec les investisseurs (communiqués des sociétés cotées, Assemblées Générales, communications financières, publications macroéconomiques et décisions de la BCT) en 2025 sauront apporter leur lot d'opportunités et de défis pour les actifs risqués. Nous suivrons de près les publications des sociétés cotées et actualiserons au fil de l'eau nos recommandations tenant compte des « mouvances » de la conjoncture. La chasse aux actions de valeur qualitative est ouverte. Restons alors sur le qui-vive !*

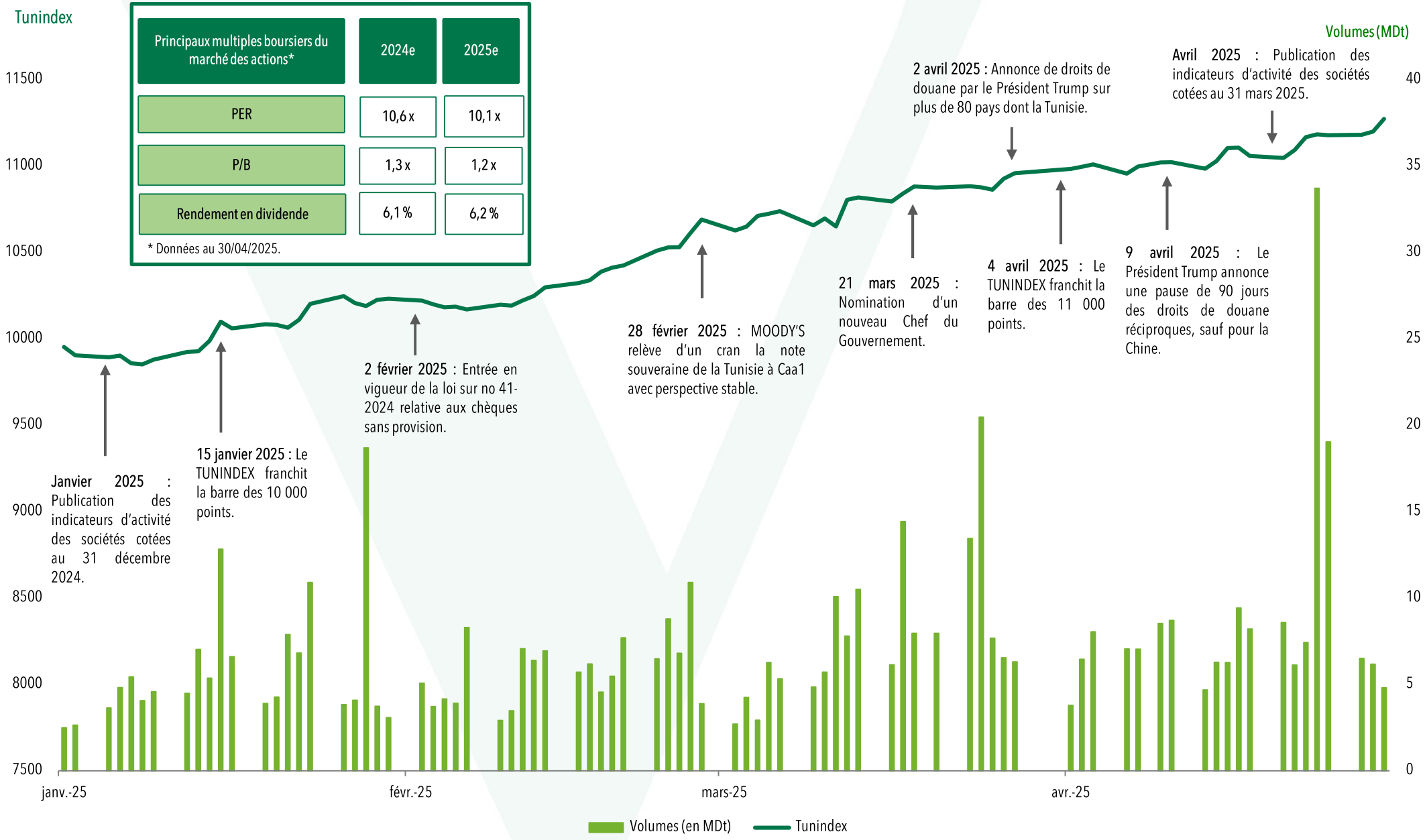
« Nous estimons que le premier semestre constitue, la période de l'année la plus déterminante car elle est la plus riche en informations financières et durant laquelle il faut acheter au son du canon »

Performances des portefeuille types de TUNISIE VALURS vs. TUNINDEX (jusqu'au 30 avril 2025)



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

* Données au 30/04/2025.



Sources : BVMT et TUNISIE VALEURS.

Chiffres clés du marché financier tunisien (en MDt)		2020	2021	2022	2023	2024	Avril 2025
Marché des actions	Performance du TUNINDEX	-3,3%	2,3%	15,1%	7,9%	13,7%	13,3%
	Capitalisation boursière (en milliards de dinars)	23,1	23,3	24	24,5	26,5	30,1
	Capitalisation boursière en % PIB	20,8%	17,9%	16,7%	16,0%	15,9%	18,1%
	Nombre de sociétés cotées	80	80	82	78	74	74
	Volumes de transaction (en MDt)	1 423	1 614	1 624	1 700	1 630	578
	Volumes moyens par séance (en MDt)	5,7	6,5	6,3	6,7	6,5	7,1
	Flux net des investissements des étrangers (en MDt)	-85,9	-277,4	-49	63,4	-95,7	-2,2
	Participation étrangère	25,3%	23,1%	20,9%	21,2%	19,6%	19,4 %
Marché des OPCVM	Nombre d'OPCVM en activité	119	115	118	121	127	127
	Actifs gérés des OPCVM (en MDt)	4 683	4 813	5 197	5 787	7 005	8 304
Marché obligataire	Emissions de l'Etat sur le marché de la dette intérieure (en MDt)	10 289	12 578	19 769	23 118	20 459	3 689 *
	Emissions des entreprises privées sur le marché obligataire (en MDt)	914	670	901	773	464	140 *

* Chiffres arrêtés à fin mars 2025.

Sources : CMF et BVMT.

SFBT EN BREF

- Histoire : Fondé il y a un siècle, le groupe SFBT se classe parmi les premiers groupes privés en Tunisie. Le groupe est majoritairement détenu par le géant français de l'agroalimentaire CASTEL et est le leader incontestable 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, des boissons gazeuses et de l'eau.
- Stratégie : La nomination d'un nouveau Directeur Général (M. Elyes FAKHFAKH) devrait donner un nouveau départ à la stratégie du groupe. Dans les prochaines années, la SFBT poursuivra ses efforts d'adaptation pour maintenir sa dynamique de croissance et sa rentabilité. Le renforcement du réseau de distribution, l'optimisation des coûts et la modernisation des processus internes resteront des axes stratégiques. Par ailleurs, les initiatives lancées en 2024, notamment en matière de transformation RH, de productivité (projet de tri génération qui permettra au groupe d'atteindre 100 % d'autonomie en matière de CO_2 alimentaire) et d'amélioration logistique, devraient porter leurs fruits en 2025, renforçant ainsi la compétitivité de l'entreprise. En parallèle, la société entamera une étude de diversification et de croissance externe pour explorer de nouvelles opportunités notamment dans le secteur des boissons et des produits de convivialité. Outre la résistance de l'activité d'exploitation, les réalisations futures du groupe devraient bénéficier de sa manne du cash qui génère régulièrement des produits de placement conséquents, bonifiant la rentabilité nette.
- Évaluation : Depuis le début de l'année en cours, l'action SFBT s'est bien défendue en bourse (+2,9 %), malgré des indicateurs d'activité du T1 2025 en demi-teinte pour la société mère (une baisse du chiffre d'affaires total de -8,9 % à 119,7 MDt). La baisse circonstancielle de l'activité sur le T1 2025 trouve son origine dans l'avancée de 10 jours du mois du Ramadan au mois de mars au lieu du mois d'avril l'année précédente. Cette baisse de régime pourrait également, s'expliquer par l'entrée en vigueur de la loi relative aux chèques sans provision qui a momentanément perturbé l'activité. Avec une capitalisation boursière de 3,2 milliards de dinars, la SFBT traite actuellement à 11,3 x ses bénéfices et à 6,1 x son EBITDA estimés pour 2025. La valeur offre, également, un bon rendement en dividende (6,7 % pour 2024). Nous recommandons le titre à l'Achat eu égard aux fondamentaux solides du groupe et de ses niveaux de valorisation intéressants.

Chiffres consolidés en MDt	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e
Chiffre d'affaires	1 202,9	1 198,6	1 197,1	1 329,9	1 369,3	1 396,2	1 424,1
Progression	-	-0,4%	-0,1%	11,1%	3,0%	2,0%	2,0%
Marge brute	556,2	610,8	626,7	642,1	659,1	710,1	724,9
Progression	-	9,8%	2,6%	2,5%	2,6%	7,7%	2,1%
Taux de marge brute	46,2%	51,0%	52,3%	48,3%	48,1%	50,9%	50,9%
EBITDA	343,9	396,2	395,1	406,5	418,8	425,9	430,9
Progression	-	15,2%	-0,3%	2,9%	3,0%	1,7%	1,2%
Marge d'EBITDA	28,6%	33,1%	33,0%	30,6%	30,6%	30,5%	30,3%
Résultat net part du groupe	210,9	210,6	251,0	257,0	281,7	283,0	283,1
Progression	-	-0,1%	19,2%	2,4%	9,6%	0,5%	0,1%
Marge nette	17,5%	17,6%	21,0%	19,3%	20,6%	20,3%	19,9%

ÉVALUATION ET PERFORMANCE DE L'ACTION — ACHETER (+)

Actionnariat (au 24.04.2024)	
Groupe CASTEL	63,0 %
Groupe POULINA	10,1 %
STAR	5,0 %
Autres actionnaires	21,8 %

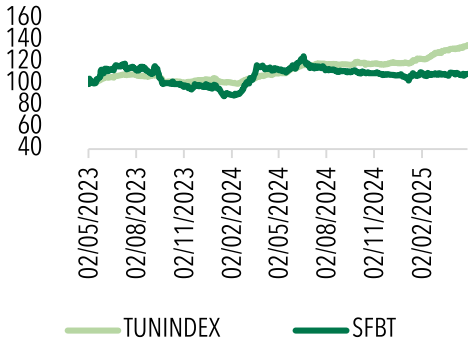
Indicateurs Clés 2025e (MDt)*	
Enterprise Value	2640
Capitalisation boursière	3201
P/E	11,3 x
VE/EBITDA	6,1 x
Dividend yield	6,7 %
Dividende par action 2024	0,800 Dt

Données en date du 30 avril 2025.

Comparables internationaux	Moyenne
VE/EBITDA 2025e	7,4 x
VE/Revenus 2025e	1,5 x
P/E 2025e	14,9 x

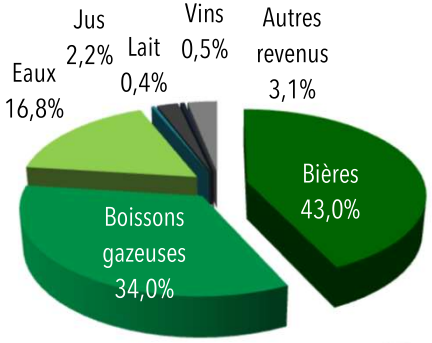
Source: S&P CAPITAL IQ.

Cours : 11,940 Dt — Haut/Bas: ,14,950 Dt/ 11,100 Dt



Source : cours ajustés base 100 sur 2 ans.

Structure des revenus du groupe par pôle d'activité (2024)



Valeur islamique

DÉLICE HOLDING EN BREF

- Histoire : 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, 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.
- Stratégie : Sur les dernières années, le groupe a maintenu un rythme soutenu d'investissement dans une conjoncture difficile (des investissements de près de 260 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 devraient 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. Le groupe continue à recouvrir la subvention de l'Etat sur le lait demi-écrémé malgré les difficultés des finances publiques. L'endettement poursuit aussi sa trajectoire baissière, comme le montrent les indicateurs d'activité au 31 décembre 2024 (une dette financière globale en régression de -64 % à 51 MDt). La croissance des prochaines années devrait être alimentée par les investissements de capacité dans les segments les plus rentables (pôle 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 (les CAPEX se sont élevés à 66 MDt en 2024 enregistrant une hausse annuelle de 37 % en 2024).
- Évaluation : Le titre a affiché un retournement de tendance favorable en 2024 (+42,7 %), saluant les performances opérationnelles étincelantes du groupe et le relèvement des dividendes. Le titre poursuit son élan boursier, cumulant une performance robuste de 44,8 % depuis le début de 2025. Le management du groupe a promis un dividende par action d'au moins 1,000 dinar à partir de 2024. DÉLICE HOLDING traite actuellement à des multiples de 11,8 x ses bénéfices et 7,3 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.

Chiffres consolidés (en MDt)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e
Revenus	965,4	1 060,3	1 164,9	1 266,9	1 388,8	1 442,7	1 529,2
Progression	-	9,8%	9,9%	8,8%	9,6%	3,9%	6,0%
Marge brute	251,2	294,2	326,6	338,2	381,0	396,6	420,6
Progression	-	17,1%	11,0%	3,6%	12,6%	4,1%	6,1%
Taux de marge brute	26,0%	27,7%	28,0%	26,7%	27,4%	27,5%	27,5%
EBITDA	106,7	134,9	141,3	154,3	178,6	174,7	185,4
Progression	-	26,4%	4,7%	9,2%	15,7%	-2,2%	6,1%
Marge d'EBITDA	11,1%	12,7%	12,1%	12,2%	12,9%	12,1%	12,1%
Résultat net part du groupe	46,5	57,8	70,4	78,5	97,8	101,0	108,3
Progression	-	24,3%	21,7%	11,6%	24,5%	3,3%	7,2%
Marge nette	4,8%	5,5%	6,0%	6,2%	7,0%	7,0%	7,1%

ÉVALUATION ET PERFORMANCE DE L'ACTION — ACHETER (+)

Actionnariat (au 13.06.2024)	
MEDDEB CONSULTING SARL	85,0 %
Autres actionnaires	15,0 %

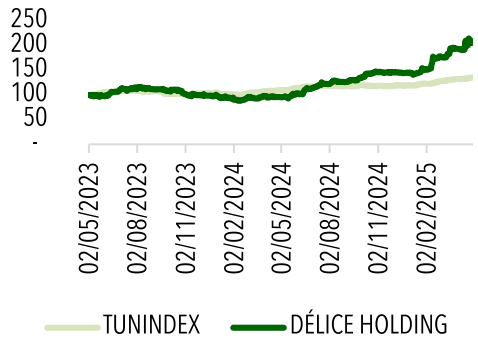
Indicateurs Clés 2025e (MDt)*	
Enterprise Value	1301
Capitalisation boursière	1279
P/E	11,8 x
VE/EBITDA	7,3 x
Dividend yield	4,3 %
Dividende par action 2024e	1,000 Dt

Données en date du 30 avril 2025.

Comparables internationaux	Moyenne
VE/EBITDA 2025e	8,3 x
VE/Revenus 2025e	1,4 x
P/E 2025e	14,2 x

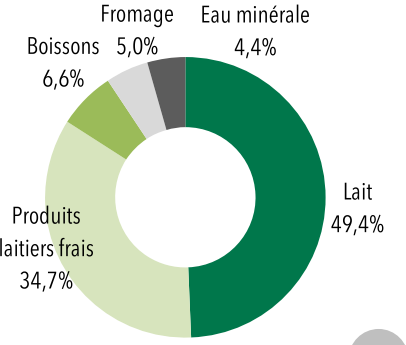
Source: S&P CAPITAL IQ.

Cours : 23,300 Dt Haut/Bas: 24,000 Dt/ 10,290 Dt



Source : cours ajustés base 100 sur 2 ans.

Structure des revenus du groupe par pôle d'activité (2022)



Lilas MARQUE DE SAH

Valeur islamique

SAH LILAS EN BREF

- **Histoire** : 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 sur onze sites de production et actif dans quatre lignes de métiers : la production de produits d'hygiène et papier, la production d'ouate de cellulose, la production de détergents et tout récemment la production de produits cosmétiques.
- **Stratégie** : Le groupe SAH entame l'année 2025 avec des perspectives positives et prévoit une belle croissance en termes de revenus et de marges, accentuée par : 1) la reprise des lettres de crédit sur la Libye et la réouverture des frontières tuniso-libyennes, 2) le développement de sa gamme de produits cosmétiques en 2025, en mettant l'accent sur les exportations vers de nouveaux marchés, 3) ses projets d'expansion régionale à travers la prospection de nouveaux marchés à l'export notamment la Mauritanie et la consolidation de sa présence sur les marchés actuels, 4) et l'amélioration de sa rentabilité, notamment grâce à la baisse progressive des prix des matières premières en ligne avec les niveaux de marge confortables atteints en 2024.
- **Évaluation** : Le titre continue à susciter les faveurs des investisseurs pour la deuxième année de suite (une performance de +18,4 % depuis le début de l'année en cours). Le marché continue à applaudir les réalisations financières solides du groupe. Aujourd'hui, SAH LILAS traite à 14,1 x ses bénéfices et à 7,8 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. L'éventuelle entrée du groupe POULINA dans le capital de JM HOLDING, annoncée récemment, constitue un catalyseur indéniable pour le titre en bourse.

Chiffres consolidés (en MDt)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e
Revenus	560,1	624,6	670,5	868,8	895,3	980,3	1078,3
Progression	-	11,5%	7,4%	29,6%	3,0%	9,5%	10,0%
Marge brute	208,2	261,4	272,7	331,8	344,9	413,6	454,2
Progression	-	25,5%	4,4%	21,7%	3,9%	19,9%	9,8%
Taux de marge brute	37,2%	41,8%	40,7%	38,2%	38,5%	42,2%	42,1%
EBITDA	81,3	110,3	102,4	134,9	141,6	180,2	190,0
Progression	-	35,7%	-7,2%	31,8%	4,9%	27,3%	5,4%
Marge d'EBITDA	14,5%	17,7%	15,3%	15,5%	15,8%	18,4%	17,6%
Résultat net part du groupe	23,0	30,6	16,2	35,3	35,7	67,3	72,3
Progression	-	33,4%	-47,0%	117,8%	0,9%	88,8%	7,4%
Marge nette	4,1%	4,9%	2,4%	4,1%	4,0%	6,9%	6,7%

ÉVALUATION ET PERFORMANCE DE L'ACTION — ACHETER (+)

Actionnariat (au 28.11.2023)	
JM HOLDING *	65,7%
EKUITY CAPITAL	7,3%
Autres actionnaires	27,0%

* Holding regroupant les participations des fondateurs de SAH LILAS.

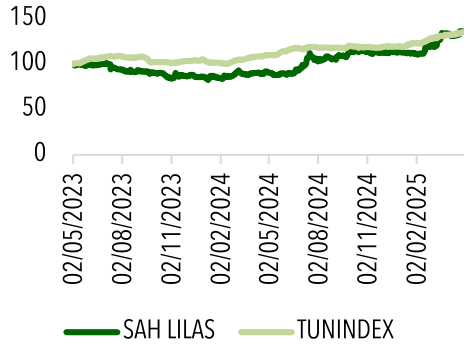
Indicateurs Clés 2025e (MDt)*	
Enterprise Value	1490
Capitalisation boursière	1017
P/E	14,1 x
VE/EBITDA	7,8 x
Dividend yield	3,7 %
Dividende par action 2024e	0,400 Dt

* Données en date du 30 avril 2025.

Comparables internationaux	Moyenne
VE/EBITDA 2025e	11,4 x
VE/Revenus 2025e	2,5 x
P/E 2025e	17,4 x

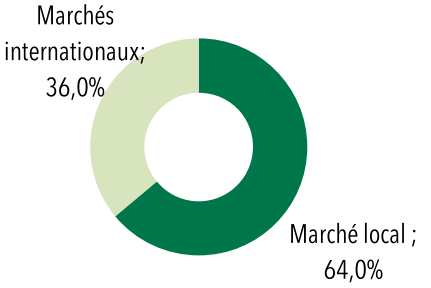
Source: S&P CAPITAL IQ.

Cours : 12,100 Dt Haut/Bas: 12,170 Dt/ 7,700 Dt



Source : cours ajustés base 100 sur 2 ans.

Répartition géographique des revenus consolidés (2024)



Valeur islamique

SOTUVER EN BREF

- Histoire : Depuis sa création en 1963, par l'État tunisien, la SOTUVER est un producteur d'articles en verre creux, opérant en Tunisie. Après sa privatisation en 1996, le verrier est rapidement devenu un acteur régional de référence grâce à une offre diversifiée de plus de 200 références et à une expertise reconnue. Le verrier dispose d'une importante capacité de production de 600 tonnes par jour, grâce à l'entrée en exploitation, depuis janvier 2023, de la nouvelle entité exportatrice SOTUVER GLASS INDUSTRIES d'une capacité de 300 tonnes par jour.
- Stratégie : La nouvelle entité exportatrice SGI a été créée dans le but de mieux répondre à la demande mondiale grandissante en verre creux. Les efforts de diversification des marchés à l'export (Afrique, Europe et Moyen-Orient) permettront au verrier d'écouler toute sa production et de réduire son exposition au marché algérien. Dans le cadre du projet d'ouverture du capital de la SOTUVER, les actionnaires de référence de la société ont accepté une offre non engageante de la part d'un important producteur international d'emballage en verre pour l'acquisition d'un bloc d'actions, représentant 41 % du capital social de la SOTUVER. A titre indicatif et sur la base des comptes provisoires de 2024, le prix de l'action coupon attaché 2024 sur lequel se ferait l'opération serait, sous réserves des ajustements résultants des audits d'acquisition de 13,480 Dt par action. La concrétisation de cette opération est conditionnée par la réalisation des audits d'acquisition et par la signature des documents contractuels usuels, ainsi que par l'obtention des autorisations administratives requises. Le calendrier envisagé est de finaliser, dans la mesure du possible, l'opération avant la fin du troisième trimestre 2025. Cette opération s'inscrit dans le cadre d'un partenariat stratégique qui a pour objectif d'accélérer et de renforcer le développement de la SOTUVER.
- Évaluation : Le cours de l'action a connu une progression de 10,9 % à depuis le début de l'année en cours pour s'établir à 13,990 Dt. Le titre SOTUVER traite à un P/E 2025e de 11,1 x et un VE/EBITDA 2025e de 6,9 x ; un niveau de valorisation équivalent à celui de ses comparables boursiers internationaux.

Chiffres consolidés (En Mdt)	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e
Revenus	**97,3**	**91,1**	**104,9**	**156,2**	**262,4**	**238,7**	**274,6**
Progression	-	-6,4%	15,2%	48,9%	68,0%	-9,0%	15,0%
Marge brute	41,4	45,4	54,1	73,8	157,5	138,5	159,2
Progression	-	9,6%	19,2%	36,4%	113,3%	-12,1%	15,0%
Taux de marge brute	42,5%	49,8%	51,6%	47,3%	60,0%	58,0%	58,0%
EBITDA	**26,3**	**27,7**	**36,6**	**49,9**	**114,8**	**96,6**	**111,9**
Marge d'EBITDA	27,1%	30,4%	34,9%	32,0%	43,8%	40,5%	40,8%
Progression	-	5,2%	32,2%	36,3%	129,9%	-15,8%	15,8%
Résultat net part du groupe	**11,6**	**10,7**	**20,0**	**29,9**	**46,6**	**38,9**	**51,5**
Progression	-	-8,5%	87,6%	49,6%	56,0%	-16,6%	32,4%
Marge nette	12,0%	11,7%	19,1%	19,1%	17,8%	16,3%	18,8%

ÉVALUATION ET PERFORMANCE DE L'ACTION — ACHETER (+)

Actionnariat (au 20.06.2024)	
COMPAGNIE FINANCIÈRE D'INVESTISSEMENT *	65,3 %
LLOYD TUNISIEN	8,3 %
SOCIETE INDINVEST SICAF	6,4 %
Autres actionnaires	20,1%

* Holding du groupe BAYAHI.

Indicateurs Clés 2025e (MDt)*	
Enterprise Value	742
Capitalisation boursière	549
P/E	11,1 x
VE/EBITDA	6,9 x
Dividend yield	3,9 %
Dividende par action 2024e	0,550 Dt

* Données en date du 30 avril 2025.

Comparables internationaux	Moyenne
VE/EBITDA 2025e	6,4 x
EV/Revenus 2025e	1,3 x
P/E 2025e	11,9 x

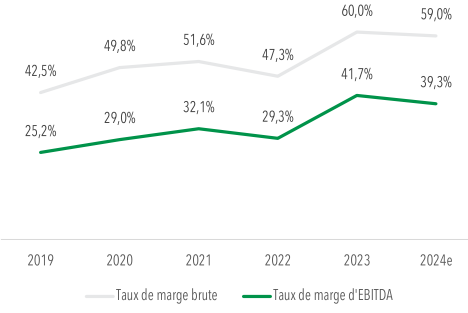
Source: S&P CAPITAL IQ.

Cours : 13,990 Dt Haut/Bas: 14,500 Dt/ 10,170 Dt



Source : cours ajustés base 100 sur 2 ans.

Evolution du taux de marge brute et de la marge d'EBITDA du groupe SOTUVER



Valeur islamique

TPR EN BREF

- Histoire : Créée en 1977, TUNISIE PROFILÉS ALUMINIUM est actuellement le leader tunisien dans la production de profilés d'aluminium. La société dispose de deux sites de production (à Mégrine et à Saint Gobain), d'une capacité de production totale de 20000 tonnes/an. D'une simple société industrielle, TPR est devenue en quelques années un groupe de profilés intégré en amont et en aval. Malgré la prolifération de la contrefaçon et de l'importation illégale dans le pays, TPR continue à occuper une position de leader en Tunisie avec une part de marché de 60 %, fruit d'une qualité de produits inégalée et reconnue par les professionnels.
- Stratégie : Le groupe TPR voit l'avenir avec beaucoup d'optimisme au vu du potentiel de croissance de ses activités sur le marché algérien. De même, l'entrée en exploitation des deux nouvelles entités TPR COLOR et TPR ANODAL à partir du deuxième semestre 2026, augurerait de nouvelles perspectives de croissance pour le groupe et permettraient à l'extrudeur d'avoir une capacité de production équivalente à celle de la société mère TPR en termes de traitement de surface, pour un investissement de l'ordre de 40 MDt. Certaines activités de TPR seront redéployées vers ce nouveau site sis à Béja (une zone de développement régional).
- Évaluation : Le cours de l'action TPR a affiché une embellie de +49,5 % depuis le début de 2025 à 9,460 Dt. TPR traite à un P/E 2025e de 7,9 x et un VE/EBITDA 2025e de 5,5 x, un niveau de valorisation attractif, largement en dessous de celui de ses comparables boursiers internationaux.

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e
Revenus	201,4	180,5	214,9	284,8	288,0	340,4	381,2
Variation	-	-10,4%	19,1%	32,5%	1,1%	18,2%	12,0%
Marge brute	76,5	66,8	73,7	89,8	103,9	133,8	149,0
Variation	-	-12,7%	10,4%	21,8%	15,7%	28,7%	11,4%
Taux de marge brute	38,0%	37,0%	34,3%	31,5%	36,1%	39,3%	39,1%
EBITDA	42,1	31,1	32,1	49,5	61,5	78,3	86,9
Variation	-	-26,1%	3,4%	54,1%	24,1%	27,4%	11,0%
Taux de marge d'EBITDA	20,9%	17,2%	15,0%	17,4%	21,4%	23,0%	22,8%
Résultat net part du groupe	21,7	21,2	19,1	29,0	41,3	48,3	60,8
Variation	-	-2,1%	-10,2%	52,0%	42,7%	16,8%	25,9%
Taux de marge nette	10,8%	11,8%	8,9%	10,2%	14,4%	14,2%	15,9%

ÉVALUATION ET PERFORMANCE DE L'ACTION — ACHETER (+)

Actionnariat (au 28.05.2024)	
COMPAGNIE FINANCIÈRE D'INVESTISSEMENT*	37,3 %
Famille BAYAHI	35,5 %
LLOYD TUNISIEN	8,7 %
Autres actionnaires	18,5 %

* Holding du groupe BAYAHI.

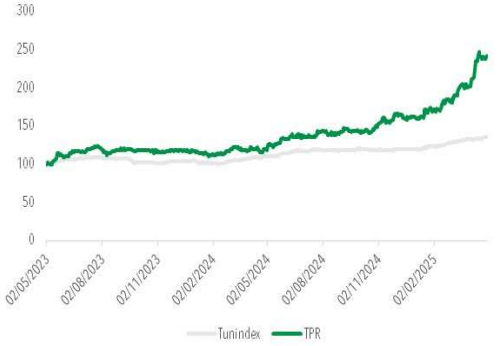
Indicateurs Clés 2025e (MDt)*	
Enterprise Value	450
Capitalisation boursière	473
P/E	7,9 x
VE/EBITDA	5,5 x
Dividend yield	4,8 %
Dividende par action 2024e	0,450 Dt

Données en date du 30 avril 2025.

Comparables internationaux	Moyenne
VE/EBITDA 2025e	6,9 x
EV/Revenus 2025e	1,0 x
P/E 2025e	12,2 x

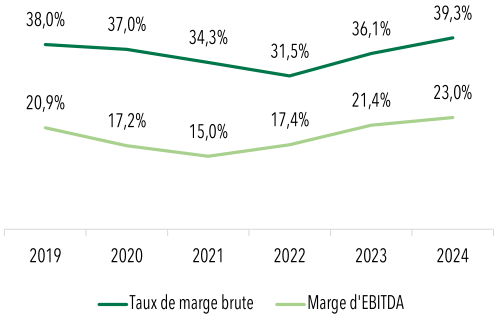
Source: S&P CAPITAL IQ.

Cours : 9,460 Dt — Haut/Bas: 9,700 Dt/ 4,500 Dt



Source : cours ajustés base 100 sur 2 ans.

Evolution du taux de marge brute et de la marge d'EBITDA du groupe TPR



CARTHAGE CEMENT EN BREF

- Histoire : Fondée en 2008 à la suite de la scission de la société « LES GRANDES CARRIÈRES DU NORD », CARTHAGE CEMENT dispose des outils de production les plus performants et à la pointe de la technologie, lui permettant de répondre aux besoins du marché des matériaux de construction avec une capacité de production installée de : Granulats 12800 tonnes / jour, Ciment 6800 tonnes / jour et Bétons prêts à l'emploi 2600 m^3 / jour. La carrière de Jbel Ressas (218ha) contient des réserves de matières premières très importantes (500 millions de tonnes estimés à environ 100 ans de production). La qualité de la matière première est exceptionnelle permettant la production de graviers, de bétons et de ciments de qualité supérieure et à moindre coût. Les produits de CARTHAGE CEMENT sont conformes aux normes européennes. La carrière de Jbel Ressas est la propriété de CARTHAGE CEMENT. Elle jouit d'un emplacement géographique stratégique. Dotée de la plus importante capacité de production du marché (2 millions de tonnes de ciment), CARTHAGE CEMENT est de facto le leader tunisien du secteur du ciment avec une part de marché totale (locale + export) de 26 % à fin 2023.
- Stratégie : Dans le but de ne pas déstabiliser le marché local et ne pas brader les prix, la stratégie de CARTHAGE CEMENT sur les prochaines années consiste à maintenir son positionnement sur le marché local. Les problèmes sécuritaires et d'accès au marché libyen ainsi que la surcapacité existante actuellement sur le marché algérien constituent un frein à l'export pour ces régions limitrophes. L'Europe et le marché américain constituent par conséquent des débouchés de vente à l'étranger pour les cimenteries tunisiennes.
- Évaluation : Le cours de l'action CARTHAGE CEMENT a reculé de -5,9 % depuis le début de 2025 à 2,060 Dt . La valeur traite à un P/E 2025e de 8,8 x et un VE/EBITDA 2025e de 6,4 x ; un niveau de valorisation attractif, en dessous de celui de ses comparables boursiers internationaux.

Chiffres en MDt	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	TCAM 2019-2024	2024 Budget	Taux de réalisation 2024 vs. Budget	2025e	2026e
Chiffre d'affaires	249,6	253,0	326,0	367,0	431,6	421,6	11,1%	527,8	79,9%	451,1	482,7
Progression	-	*1,4%*	*28,9%*	*12,6%*	*17,6%*	*-2,3%*				*7%*	*7%*
Marge brute	114,8	154,5	183,1	192,2	230,3	234,4	15,4%	235,1	99,7%	250,0	266,8
Progression	-	*34,7%*	*18,5%*	*4,9%*	*19,8%*	*1,8%*				*7%*	*7%*
Taux de marge brute	46,0%	61,1%	56,2%	52,4%	53,4%	55,6%		45%		55%	55%
EBITDA	68,9	100,7	118,5	129,6	156,3	164,8	19,0%	162,6	101,4%	175,6	187,2
Progression	-	*46,1%*	*17,7%*	*9,3%*	*20,6%*	*5,4%*				*7%*	*7%*
Marge d'EBITDA	27,6%	39,8%	36,4%	35,3%	36,2%	39,1%		31%		39%	39%
Intérêts	72,7	57,0	43,9	45,9	45,6	41,5	-10,6%			39,2	36,9
Progression	-	*-21,6%*	*-23,0%*	*4,5%*	*-0,6%*	*-9,0%*				*-6%*	*-6%*
Résultat net	-51,3	19,4	31,5	35,7	55,2	70,3	-206,5%	65,0	108,0%	80,7	91,8
Taux de marge nette	*-21%*	*8%*	*10%*	*10%*	*13%*	*17%*		*12%*		*18%*	*19%*

ÉVALUATION ET PERFORMANCE DE L'ACTION — ACHETER (+)

Actionnariat (au 26.06.2023)	
Société BINA CORPORATE	34,4 %
AL KARAMA HOLDING	14,8%
BANQUE DE TUNISIE	5,8%
Autres actionnaires	45,0%

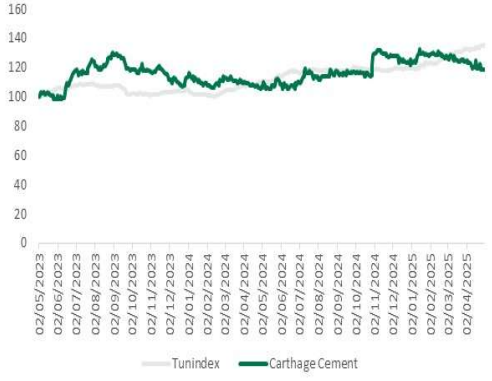
Indicateurs Clés 2025e (MDt)*	
Enterprise Value	1133
Capitalisation boursière	708
P/E	8,8 x
VE/EBITDA	6,4 x
Dividend yield	0 %
Dividende par action 2024e	0,000 Dt

Données en date du 30 avril 2025.

Comparables internationaux	Moyenne
VE/EBITDA 2025e	7,2 x
EV/Revenus 2025e	2,8 x
P/E 2025e	13,2 x

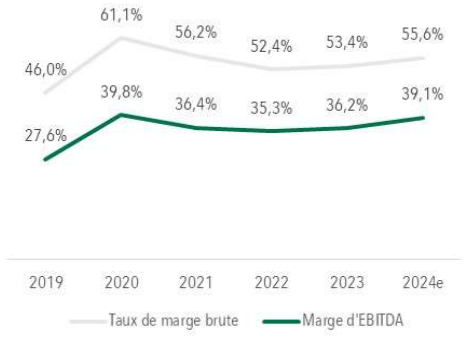
Source: S&P CAPITAL IQ.

Cours : 2,060 Dt Haut/Bas: 2,310 Dt / 1,720 Dt



Source : cours ajustés base 100 sur 2 ans.

Evolution du taux de marge brute et du taux de marge d'EBITDA



EURO-CYCLES EN BREF

- Histoire : Créée en 1993, EURO-CYCLES est devenu en quelques années un opérateur industriel intégré produisant des vélos mécaniques, des vélos cargo et des vélos à assistance électrique. Grâce à l'internalisation de la production des selles, des jantes et des cadres, le groupe jouit d'un taux d'intégration de 60 %. EURO-CYCLES a réussi à se tailler une place sur un marché dominé par les producteurs asiatiques, grâce au respect des normes de qualité les plus exigeantes (certification aux normes européennes) et à une bonne discipline logistique. Avec une part de marché de 9 %, à fin 2023, EURO-CYCLES est le 5e exportateur mondial de vélos vers le marché européen.
- Stratégie : La société a tout pour retrouver sa vitesse de croisière, selon ses dirigeants, à commencer par des relations privilégiées avec ses partenaires, une proximité du marché européen, un outil de production à la pointe de la technologie et qui évolue vers plus d'intégration, et des projets de développement à plus forte valeur ajoutée comme le vélo connecté et le vélo cargo. Si les ventes de vélos neufs ont connu un coup d'arrêt en 2023, jamais les européens n'ont autant plébiscité le vélo comme mode de transport. A court terme, les acteurs économiques du secteur font face à des difficultés, en raison de facteurs conjoncturels. Mais le moyen terme offre des perspectives positives, comme le démontrent les chiffres de la fréquentation des pistes cyclables partout en Europe. Grâce aux politiques environnementales mises en place par les gouvernements dans les pays développés pour encourager l'utilisation du vélo, le vélo comme mode de déplacement restera un véritable « *game changer* » dans la révolution des mobilités que vivent la plupart des villes dans le monde. En 2024, la société a franchi un cap supplémentaire dans ses efforts d'investissement. Ils ont porté, essentiellement, sur la finalisation des travaux de construction d'un nouveau bâtiment, portant sur une nouvelle usine de 8800 m², et ce, dans le cadre d'intégration verticale (intégration de la production de cintres, potences, tiges de selles et rayons) et stockage nécessaire pour développer les vélos électriques (stockage des composants et mise en place d'une nouvelle ligne pour la production des vélos électriques).
- Évaluation : Le titre a débuté l'année du bon pied, s'offrant une avancée de 16,8 %, et ce, après avoir aligné trois années de flop boursier. Présentement, EURO-CYCLES se négocie à 11,2 x ses bénéfices et à 8,6 x son EBITDA estimés pour 2025 ; un niveau de valorisation attrayant par rapport à la moyenne internationale. La perspective de reprise de la demande en Europe et de la normalisation de la rentabilité et du BFR, et du désendettement progressif du bilan chez EURO-CYCLES dans les prochaines années appuient notre opinion à l'Achat sur la valeur.

Chiffres consolidés en MDt	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e
Chiffre d'affaires	87,6	119,8	147,3	161,4	109,2	119,6	132,8
Progression	-	36,8%	22,9%	9,6%	-32,3%	9,5%	11,0%
Marge brute	23,7	35,9	52,6	54,7	35,4	39,3	43,3
Progression	-	51,7%	46,5%	3,9%	-35,3%	11,0%	10,4%
Taux de marge brute	27,0%	30,0%	35,7%	33,9%	32,4%	32,8%	32,6%
EBITDA	12,9	21,0	35,2	32,2	19,0	22,0	24,5
Progression	-	63,1%	67,7%	-8,7%	-41,0%	15,8%	11,4%
Marge d'EBITDA	14,7%	17,5%	23,9%	19,9%	17,4%	18,4%	18,4%
Résultat net part du groupe	8,7	16,6	26,6	16,6	5,0	9,4	12,1
Progression	-	90,1%	60,3%	-37,5%	-70,2%	88,9%	28,8%
Marge nette	10,0%	13,9%	18,1%	10,3%	4,5%	7,8%	9,1%

ÉVALUATION ET PERFORMANCE DE L'ACTION — ACHETER (+)

Actionnariat (au 20.06.2024)	
M. Habib ESSAYEH	33,4 %
M. Mohamed REKIK	10,6 %
M. Mourad GHAZI	7,9 %
M. Michèle BERAUDO	7,0 %
Société MG INVEST	5,5 %
Autres actionnaires	35,7 %

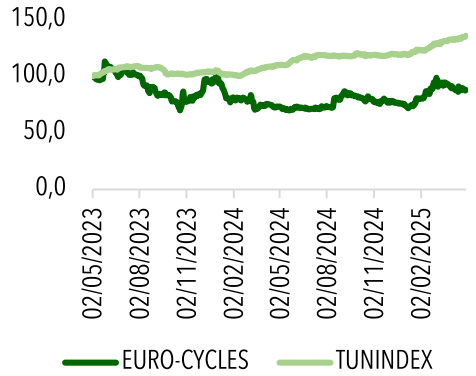
Indicateurs Clés 2025e (MDt)*	
Enterprise Value	210
Capitalisation boursière	135
P/E	11,2 x
VE/EBITDA	8,6 x
Dividend yield	4,4 %
Dividende par action 2024e	0,600 Dt

* Données en date du 30 avril 2025.

Comparables internationaux	Moyenne
VE/EBITDA 2025e	9,2 x
EV/Revenus 2025e	1,5 x
P/E 2025e	15,8 x

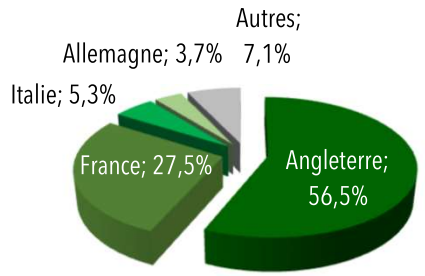
Source: S&P CAPITAL IQ.

Cours : 13,780 Dt Haut/Bas: 19,240 Dt/ 11,200 Dt



Source : cours ajustés base 100 sur 2 ans.

Répartition des ventes de la société mère par pays (2023)



LA BIAT EN BREF

- Histoire : Fondée en 1976, la BIAT est détenue par plusieurs groupes privés tunisiens. Depuis les années 90, la BIAT a entamé une ascension fulgurante dans le paysage bancaire tunisien, devenant la première banque du pays ; un leadership que la banque a pu développer grâce à une politique pionnière dans l'extension du réseau et à une offre de produits évolutive. La BIAT est : le premier collecteur de l'épargne du pays, le deuxième pourvoyeur de crédits du secteur bancaire, le premier PNB de la place et la première capitalisation du secteur bancaire coté.
- Stratégie : 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.
- Évaluation : Sur sa lancée, le titre BIAT a inscrit depuis le début de l'année en cours une performance de 9,8 % en bourse. Première force du secteur bancaire coté avec une capitalisation boursière qui dépasse désormais les 4 milliards de dinars, la BIAT se négocie présentement à des multiples de 11 x les bénéfices et de 1,7 x les fonds propres estimés de 2025. Cette valorisation nous semble intéressante. Elle intègre les surcoûts réglementaires et conjoncturels et sous-estime les atouts de la banque en termes de position de leadership sur le marché, de marge de manœuvre sur le coût des ressources, et la solidité des fonds propres. Par ailleurs, le titre offre un rendement en dividende intéressant et récurrent (dividend yield 2024 de 5,8 %). La loi sur les chèques sans provision, 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 -Safety » qui profiterait aux banques les plus solides sur le plan fondamental comme la BIAT.

Chiffes en MDt	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e
Créances sur la clientèle	10 389,1	11 341,0	12 138,0	12 279,2	12 442,4	12 806,9	13 383,2
Progression	-	9,2%	7,0%	1,2%	1,3%	2,9%	4,5%
Dépôts clientèle	12 996,8	14 786,8	16 220,1	17 166,8	18 802,5	20 814,1	22 687,3
Progression	-	13,8%	9,7%	5,8%	9,5%	10,7%	9,0%
PNB	956,9	940,8	1 015,5	1 267,1	1 396,9	1 479,7	1 531,5
Progression	-	-1,7%	7,9%	24,8%	10,2%	5,9%	3,5%
Dotations aux provisions sur les créances	105,0	133,8	190,8	283,0	235,8	129,3	140,0
Coefficient d'exploitation	*41,7%*	*43,4%*	*44,3%*	*39,2%*	*40,4%*	*44,9%*	*46,5%*
Résultat net	333,0	281,8	266,8	299,7	331,4	357,8	358,6
Progression		-15,4%	-5,3%	12,3%	10,6%	7,9%	0,2%
Résultat net part du groupe	344,8	277,5	283,4	312,4	358,6	379,4	380,9
Progression	-	-19,5%	2,1%	10,2%	14,8%	5,8%	0,4%

ÉVALUATION ET PERFORMANCE DE L'ACTION — ACHETER (+)

Actionnariat (au 26.04.2024)	
Groupe MABROUK	38,7 %
Groupe MILAD	15,0 %
Groupe TAMARZISTE	9,3 %
Groupe HORCHANI	7,8 %
Autres actionnaires	29,2 %

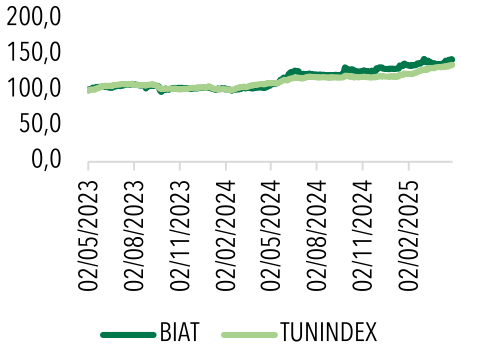
Indicateurs Clés 2025e (MDt)*	
Capitalisation boursière	4202
Book Value	2450
P/E	11,0 x
P/B	1,7 x
Dividend yield	5,8 %
Dividende par action 2024	6,000 Dt

* Données en date du 30 avril 2025.

Comparables tunisiens	Moyenne
P/E 2025e	8,8 x
P/B 2025e	0,8 x
Dividend yield 2025e	6,6 %

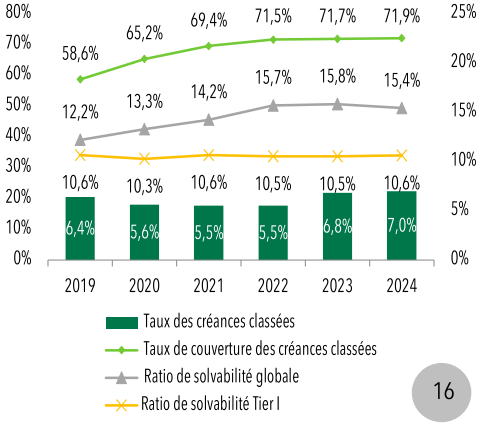
Source: TUNISIE VALEURS.

Cours : 103,000 Dt — Haut/Bas: 108,910 Dt / 86,000 Dt



Source : cours ajustés base 100 sur 2 ans.

Evolution des principaux ratios prudentiels



ATTIJARI BANK EN BREF

- **Histoire** : Créée en 1968 à l'initiative des pouvoirs publics puis rachetée, en 2005, par le groupe marocain ATTIJARIWAFA BANK, ATTIJARI BANK est devenue un acteur incontournable dans le paysage bancaire tunisien. Le changement de contrôle d'ATTIJARI a constitué un tournant majeur dans la vie du groupe. En effet, parallèlement aux efforts de recapitalisation post-privatisation, l'actionnaire de référence a lancé un vaste programme de restructuration couvrant : l'assainissement du bilan, la réorganisation et la relance commerciale.
- **Stratégie** : Les prochaines années représentent un défi majeur pour la banque qui vise à maintenir son élan de développement rentable malgré un climat des affaires incertain, marqué par des aléas économiques, sociaux et politiques imprévisibles. Cependant, grâce à son assise financière solide et à sa bonne discipline prudentielle, ATTIJARI BANK est bien armée pour naviguer à un bon rythme de croisière. D'ailleurs, dans une optique d'amélioration de la productivité, la banque a commencé, depuis 2019, le déploiement d'une nouvelle stratégie de rationalisation du réseau d'agences en optimisant sa présence dans le pays.
- **Évaluation** : Depuis le début de l'année en cours, le titre poursuit son élan haussier (une envolée spectaculaire de 50 %). Malgré le rallye boursier affiché sur les dernières années, l'action traite à une valorisation intéressante qui sous-estime les qualités fondamentales d'ATTIJARI (une bonne qualité du portefeuille et un ratio de transformation Crédits/Dépôts parmi les plus faibles du secteur) et son profil de croissance organique supérieur à ses pairs cotés. Par ailleurs, avec une structure des dépôts dominée par les dépôts à vue, ATTIJARI est bien disposée à résister aux impacts de la récente baisse des taux sur sa marge d'intérêts. Prisée par les investisseurs étrangers pour la qualité de son management, sa liquidité boursière élevée et sa réactivité commerciale, ATTIJARI BANK est un bon véhicule pour s'exposer au secteur bancaire tunisien. ATTIJARI BANK offre, également, un rendement en dividende attractif (de 8,2 % en 2025, selon nos estimations).

Chiffres en MDt	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e
Créances sur la clientèle	5 707,8	5 979,5	6 312,4	6 648,1	7 017,4	7 320,7	7 759,9
Progression	-	4,8%	5,6%	5,3%	5,6%	4,3%	6,0%
Dépôts clientèle	7 144,1	7 972,4	8 541,5	9 338,8	10 046,9	10 635,6	11 380,0
Progression	-	11,6%	7,1%	9,3%	7,6%	5,9%	7,0%
PNB	484,2	487,2	522,5	575,3	645,5	707,9	700,8
Progression	-	0,6%	7,3%	10,1%	12,2%	9,7%	-1,0%
Dotations aux provisions sur les créances	18,7	31,1	22,6	30,5	35,5	42,6	40,0
Coefficient d'exploitation	*45,5%*	*47,1%*	*53,1%*	*49,0%*	*48,1%*	*47,9%*	*52,4%*
Résultat net	174,2	131,7	160,0	186,1	212,0	232,4	199,5
Progression	-	-24,4%	21,5%	16,3%	14,0%	9,6%	-14,1%
Résultat net part du groupe	176,9	140,1	166,3	196,3	225,9	239,7	207,1
Progression	-	-20,8%	18,8%	18,0%	15,1%	6,1%	-13,6%

ÉVALUATION ET PERFORMANCE DE L'ACTION — ACHETER (+)

Actionnariat (au 31.12.2024)	
ANDALU CARTHAGE HOLDING	57,2 %
Groupe MZABI	10,0%
Groupe DRISS	9,5 %
Groupe POULINA	3,1 %
Personnel de la banque	3,0 %
Autres actionnaires	17,2 %

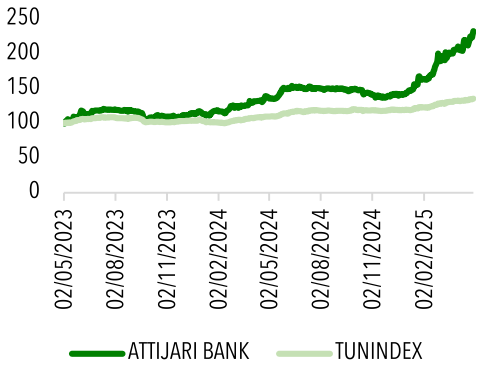
Indicateurs Clés 2025e (MDt)*	
Capitalisation boursière	3050
Book Value	1180
P/E	14,7 x
P/B	2,6 x
Dividend yield	8,2 %
Dividende par action 2024	5,000 Dt

* Données en date du 30 avril 2025.

Comparables tunisiens	Moyenne
P/E 2025e	8,8 x
P/B 2025e	0,8 x
Dividend yield 2025e	6,6 %

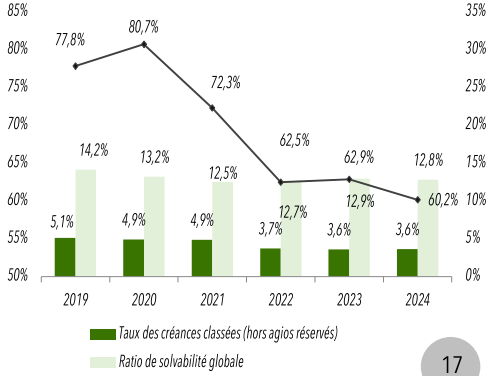
Source: TUNISIE VALEURS.

Cours : 61,000 Dt Haut/Bas: 75,500 Dt/ 39,180 Dt



Source : cours ajustés base 100 sur 2 ans.

Evolution des principaux ratios prudentiels



AMEN BANK EN BREF

- **Histoire** : Fondée en 1880, AMEN BANK fait partie des plus anciennes banques en Tunisie. La banque est aujourd'hui contrôlée par la famille BEN YEDDER, une famille présente dans plusieurs secteurs d'activité (finance, agroalimentaire, immobilier, tourisme, santé, équipements mécaniques…). AMEN BANK est à la tête d'un groupe d'une vingtaine de sociétés dont les plus importantes sont : TUNISIE LEASING & FACTORING , MAGHREB LEASING ALGÉRIE et LES ASSURANCES HAYETT.
- **Stratégie** : 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.
- **Évaluation** : Le titre AMEN BANK a entamé depuis l'année 2021 un mouvement de rebond boursier. Depuis le début de l'année en cours, la banque affiche une progression de 13 %. Globalement, le bilan des derniers exercices nous conforte dans la capacité de la banque à résister à la conjoncture morose. Le niveau de solvabilité appréciable dont jouit AMEN BANK sera l'atout majeur de la banque. Il lui permettrait d'absorber le « choc fondamental » de la loi relative aux chèques sans provision et de répartir rapidement à la quête de la croissance dès les premiers signes de reprise économique. AMEN BANK devrait être valorisée comme la moyenne du secteur bancaire en Tunisie. Elle présente actuellement une valorisation intéressante dans l'absolu. Les multiples actuels de la banque ne reflètent pas l'amélioration sensible de son profil de risque sur les dernières années et le rapprochement de ses fondamentaux des meilleurs élèves du secteur bancaire tunisien. L'alignement des multiples de valorisation d'AMEN BANK à ceux des majors du secteur bancaire privé laisse entrevoir un important potentiel de réévaluation du titre par le marché. Par ailleurs, la gestion rigoureuse de la banque (maîtrise des charges) et sa solidité bilancielle (maîtrise des risques) suggèrent à notre avis, une poursuite de la rémunération généreuse des actionnaires dans les prochaines années.

Chiffres en MDt	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e
Créances sur la clientèle	5727,9	6 003,1	6 245,7	6 889,8	7 166,5	7 299,5	7 628,0
Progression	-	4,8%	4,0%	10,3%	4,0%	1,9%	4,5%
Dépôts clientèle	5559,635	5 861,0	6 343,8	6 990,8	7 625,6	8 016,0	8 496,9
Progression	-	5,4%	8,2%	10,2%	9,1%	5,1%	6,0%
PNB	404,702	400,5	454,2	494,9	540,0	566,5	586,3
Progression	-	-1,0%	13,4%	8,9%	9,1%	4,9%	3,5%
Dotations aux provisions sur les créances	86,064	99,7	104,2	118,6	93,1	81,0	85,0
Coefficient d'exploitation	*39,3%*	*41,5%*	*40,7%*	*39,9%*	*39,8%*	*40,0%*	*41,5%*
Résultat net	145,165	99,7	129,7	154,9	194,9	230,0	222,6
Progression	-	-31,3%	30,1%	19,5%	25,8%	18,0%	-3,2%
Résultat net part du groupe	146,556	98,4	136,1	152,6	216,5	243,5	237,1
Progression	-	-32,8%	38,3%	12,1%	41,9%	12,5%	-2,6%

ÉVALUATION ET PERFORMANCE DE L'ACTION — ACHETER (+)

Actionnariat (au 25.04.2024)	
GROUPE PGI	49,0 %
SOCIÉTÉ ENNAKL AUTOMOBILES	7,9 %
SOCIÉTÉ AGRICOLE EL HADAYEK	5,6 %
SOCIÉTÉ HORCHANI FINANCE	5,0 %
Autres actionnaires	32,5 %

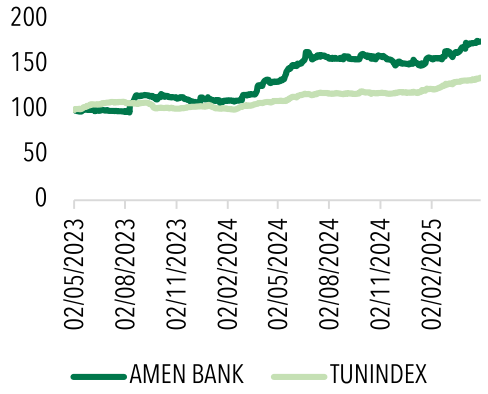
Indicateurs Clés 2025e (MDt)*	
Capitalisation boursière	1456
Book Value	1843
P/E	6,1 x
P/B	0,8 x
Dividend yield	7,9 %
Dividende par action 2024	3,300 Dt

* Données en date du 30 avril 2025.

Comparables tunisiens	Moyenne
P/E 2025e	8,8 x
P/B 2025e	0,8 x
Dividend yield 2025e	6,6 %

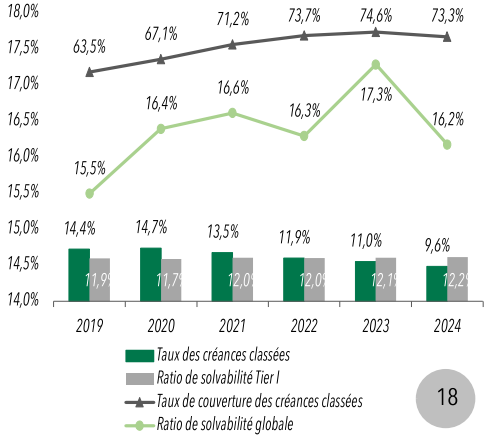
Source: TUNISIE VALEURS.

Cours : 41,690 Dt Haut/Bas: 45,000 Dt/ 31,400 Dt



Source : cours ajustés base 100 sur 2 ans.

Evolution des principaux ratios prudentiels



STAR EN BREF

- Histoire : Disposant du premier réseau d'agences en Tunisie, la STAR est l'incontestable leader du secteur de l'assurance en Tunisie avec une part de marché de 11,3 % à fin 2024. La STAR jouit d'un portefeuille net de placement conséquent d'une valeur de 1111 MDt à fin 2024, qui recèle des plus-values latentes d'une valeur de 191 MDt à fin 2024. L'assureur affiche un ratio de solvabilité nettement supérieur au minimum réglementaire (4,2 x la marge de solvabilité réglementaire requise en 2024).
- Stratégie : L'amélioration de l'offre, la maîtrise des charges d'exploitation (charges personnels et frais généraux), l'assainissement du portefeuille et notamment de la branche auto et des niches non onéreuses couplés aux bons fondamentaux de la société permettraient à l'assureur de poursuivre pleinement ses ambitions de croissance pérenne. Le management de la compagnie se voit déjà prêt pour l'implémentation des normes IFRS prévue pour 2025 et pour le dispositif de solvabilité basée sur les risques en cours d'étude au niveau du CONSEIL GÉNÉRAL DES ASSURANCES et de la FÉDÉRATION TUNISIENNE DES SOCIÉTÉS D'ASSURANCES.
- Évaluation : Le cours de l'action STAR s'est hissé de 13,5 % depuis le début de 2025 pour s'établir à 202,000 Dt. L'assureur traite désormais à un P/E 2025e de 14,7 x et un P/B 2025e de 1,1 x; un niveau de valorisation plus cher que celui de ses comparables boursiers locaux. L'embellie boursière qu'a connu le titre depuis le début de l'année s'explique par les bonnes performances financières de la société, la distribution d'un dividende attrayant au titre de 2024 ainsi que l'augmentation de capital par incorporation de réserves et l'opération de split, portant la valeur nominale de 10 Dt à 5 Dt. Il convient de préciser qu'au vu des bons fondamentaux de la compagnie et du potentiel de croissance que devrait générer le passage aux normes internationales en 2025, qui revalorisera aussi bien l'actif que le passif de la compagnie, nous réitérons notre opinion à l'Achat sur la valeur. Le positionnement sur l'action est parfaitement approprié pour un profil d'investisseur « Buy and Hold », à la recherche de valeurs de fond de portefeuille aux fondamentaux solides et dont l'horizon de placement est à moyen et long terme.

Chiffres (en MDt)	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025e
Primes émises	**340,2**	**326,0**	**329,2**	**344,7**	**349,2**	**382,2**	**416,3**
Progression	-	-4,2%	1,0%	4,7%	1,3%	9,5%	8,9%
Sinistres réglés	**289,2**	**274,7**	**287,6**	**304,8**	**303,6**	**311,2**	**334,1**
Progression	-	-5,0%	4,7%	10,0%	-0,4%	2,5%	7,3%
Taux d'indemnisations	85,0%	84,3%	87,4%	88,4%	87,0%	81,4%	80,2%
Résultat technique non-Vie	**-6,4**	**-8,4**	**-7,4**	**-11,1**	**-14,2**	**2,4**	**5,4**
Progression	-	132,0%	87,8%	149,6%	128,6%	-17,0%	225,2%
Résultat technique Vie	**13,3**	**14,3**	**4,0**	**14,0**	**20,2**	**14,4**	**16,9**
Progression	-	7,6%	-72,0%	249,9%	44,4%	-28,5%	16,7%
Revenus des placements	77,5	65,9	77,6	98,9	103,8	105,9	108,0
Progression	15,9%	-14,9%	17,8%	27,4%	5,0%	2,0%	2,0%
Résultat net part du groupe	**22,1**	**16,4**	**21,1**	**29,3**	**23,3**	**27,5**	**31,8**
Progression	-	-25,7%	28,4%	39,4%	-20,7%	18,1%	15,7%
Marge nette	**6,5%**	**5,0%**	**6,4%**	**8,5%**	**6,7%**	**7,2%**	**7,6%**

ÉVALUATION ET PERFORMANCE DE L'ACTION — ACHETER (+)

Actionnariat (au 31.12.2024)	
Etat Tunisien	38,6%
GROUPAMA	35,0%
Autres actionnaires	26,4%

Indicateurs Clés 2025e (MDt)*	
Capitalisation boursière	466
P/E	14,7 x
P/B	1,1 x
Dividend yield	4,2%
Dividende par action 2024	8,397 Dt

* Données en date du 30 avril 2025.

Comparables locaux	Moyenne
P/E 2025e	10,5 x
P/B 2025e	1,7 x
Dividend yield 2025e	4,9 %

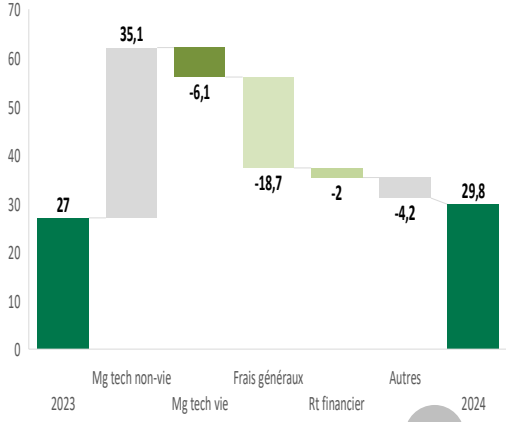
Source: TUNISIE VALEURS.

Cours : 202,000 Dt — Haut/Bas : 211,580 Dt/ 143,600 Dt



Source : cours ajustés base 100 sur 2 ans.

Décomposition de la croissance du résultat net individuel de la STAR en 2024



PORTEFEUILLE TYPE CONVENTIONNEL

Lignes	Capitalisation boursière (MDt)	PER 2025e	Dividend yield 2024e	Performance 2025	Pondérations cibles*
SFBT	3201	11,3 x	6,7 %	+2,9 %	5 %
DÉLICE HOLDING	1279	11,8 x	4,3 %	+44,8 %	10 %
SAH LILAS	1017	14,1 x	3,3 %	+18,4 %	15 %
SOTUVER	549	11,1 x	3,9 %	+10,9 %	10 %
TPR	473	7,9 x	4,8 %	+49,5 %	15 %
CARTHAGE CEMENT	708	8,8 x	0 %	-5,9 %	5 %
EURO-CYCLES	135	11,2 x	4,4 %	+16,8 %	5 %
BIAT	4202	11,0 x	5,8 %	+9,8 %	10 %
ATTIJARI BANK	3050	14,7 x	8,2 %	+50,0 %	10 %
AMEN BANK	1456	6,1 x	7,9 %	+13,0 %	10 %
STAR	466	14,7 x	4,2 %	+13,5 %	5 %
Portefeuille type conventionnel	16536	11,1 x	5,0 %	+24,4 %	100 %
TUNINDEX	30063	10,1 x	6,2 %	+13,3 %	-

* Les allocations cibles sont données à titre indicatif.

PORTEFEUILLE TYPE ISLAMIQUE

Lignes	Capitalisation boursière (MDt)	PER 2025e	Dividend yield 2024e	Performance 2025	Pondérations cibles*
DÉLICE HOLDING	1279	11,8 x	4,3 %	+44,8 %	20 %
SAH LILAS	1017	14,1 x	3,3 %	+18,4 %	20 %
SOTUVER	549	11,1 x	3,9 %	+10,9 %	30 %
TPR	473	7,9 x	4,8 %	+49,5 %	30 %
Portefeuille type islamique	3318	10,9 x	4,1 %	+30,8 %	100 %
TUNINDEX	30063	10,1 x	6,2 %	+13,3 %	-

❖ Sous la supervision du Comité de Contrôle Charaïque, TUNISIE VALEURS a pris en compte, dans son approche de filtrage, les derniers développements de la finance islamique dans le monde.

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

Les changements introduits dans le portefeuille type actualisé de TUNISIE VALEURS du T2 2025 par rapport à celui du T1 2025

❖ Par rapport au portefeuille type du T1 2025, nous n'avons apporté aucun changement à notre sélection de valeurs. Cependant, nous avons introduit quelques changements dans les allocations cibles aussi bien en ce qui concerne le portefeuille type conventionnel que le portefeuille type islamique.

❖ Nous continuons à recommander la sous-pondération du secteur bancaire (**une allocation cible de 30 % contre un poids de 50 % du secteur bancaire dans le TUNINDEX**) en raison des pressions conjoncturelles, d'une réglementation prudentielle plus astreignante et d'une hausse inédite de la pression fiscale sur les banques. **Nous limitons notre exposition aux valeurs bancaires aux meilleurs fondamentaux (rentabilité, solvabilité, qualité du portefeuille) en l'occurrence la BIAT, ATTIJARI BANK et AMEN BANK.**

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.