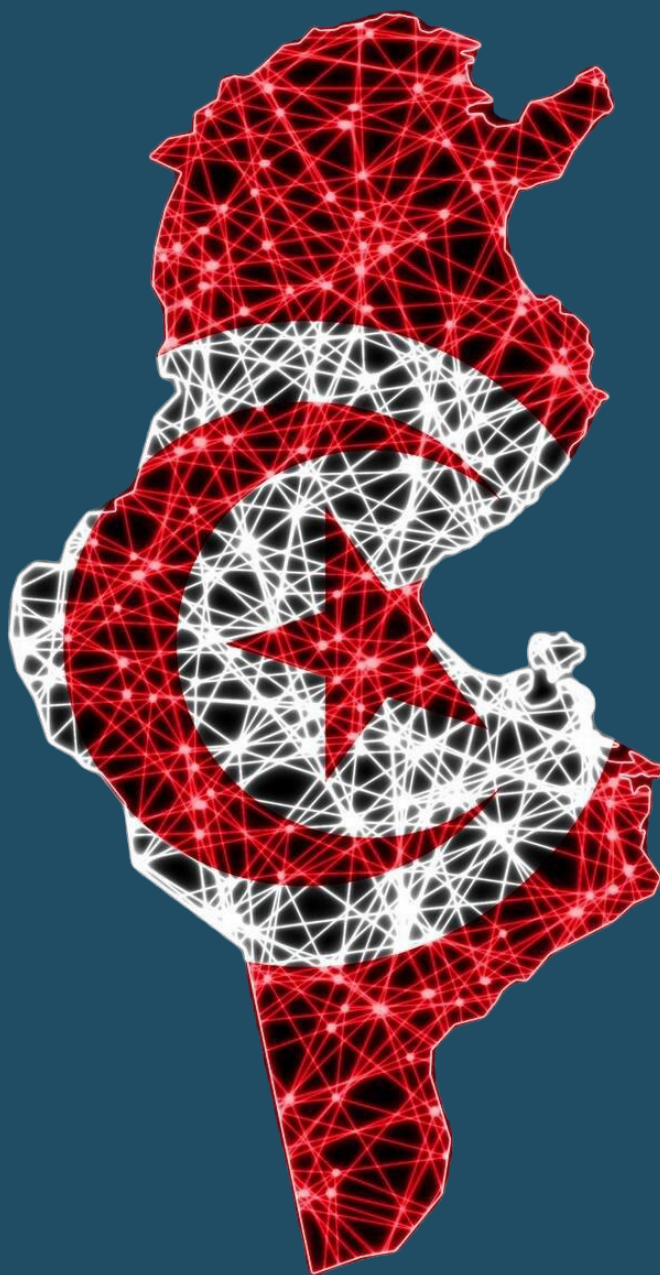


2025, Une année charnière pour la Tunisie

*Rétrospectives 2024 et
perspectives 2025*

JANVIER 2025



L'EDITO

Des signes de résilience malgré le ralentissement de l'économie tunisienne

Dans un contexte mondial marqué par des incertitudes liées aux aléas climatiques et aux turbulences géopolitiques et économiques majeures, la Tunisie est néanmoins parvenue en 2024 à maintenir le cap mais en deçà des prévisions. Bien que des développements positifs aient été enregistrés, tels que l'amélioration de l'activité touristique, la reprise de l'activité agricole après quatre années de faible pluviométrie, **la croissance du PIB** tunisien pour l'année 2024 a été révisée à la baisse, pour se limiter à **1.6%** contre une prévision initiale de 2.1%. Ce ralentissement prévu s'explique par une multitude de facteurs, en particulier la poursuite de la contraction de la production extractive, outre la diminution de la demande émanant de la Zone Euro touchant les industries manufacturières exportatrices notamment le secteur du textile et de l'habillement et les industries mécaniques et électriques. En revanche, la croissance devrait bénéficier de la bonne performance de certains secteurs à l'instar de l'activité dans le secteur agricole conjugué à une poursuite de la progression des services marchands.

L'inflation continue sa descente mais reste tout de même assez élevée - notamment pour les produits alimentaires. L'indice des prix à la consommation a commencé à diminuer depuis le pic de février 2023 (10,4 %) pour atteindre 6.2% à fin décembre 2024. Sur l'année 2024, le taux d'inflation s'établit à 7% contre 9,3 % en 2023. Comme susmentionné, l'inflation demeure élevée, en particulier dans le secteur alimentaire (9.4%), car la sécheresse et la compression des importations ont réduit l'offre sur les marchés alimentaires intérieurs. Même si le niveau de l'inflation (7%) est descendu au-dessous du taux directeur, maintenu à 8% tout au long de l'année, la Banque Centrale de Tunisie estime que « la trajectoire future de l'inflation reste entourée de plusieurs risques haussiers et serait tributaire de l'évolution des prix internationaux des produits de base et des matières premières et de la capacité à gérer les déséquilibres des finances publiques ».

Dans ce contexte de faible croissance conjuguée à une inflation encore élevée et du ralentissement de l'investissement, **le taux de chômage** se maintient au taux de 16%, au troisième trimestre de 2024, notamment dans le rang des diplômés de l'enseignement supérieur (25%).

Après la nette amélioration en 2023, **le déficit commercial** s'est creusé de 10.9% en 2024 pénalisé par la stagnation des exportations alors que les importations ont augmenté de 2.3%. À la suite de cette évolution, le déficit commercial s'établit à un niveau de 18 927,6 MDT contre 17 069 MDT durant l'année 2023. Le taux de couverture a perdu 1,8 point par rapport à l'année 2023 pour s'établir à (76,6%). L'évolution de **la balance commerciale**, au cours des neuf premiers mois de 2024, a porté la marque de la poursuite du redressement de la balance alimentaire suite notamment à l'accroissement de la valeur des exportations d'huile d'olive.

L'amélioration des recettes touristiques (+8.6%) et des revenus du travail (+6.2%) ont permis d'atténuer la pression sur le **compte courant** liée au creusement du déficit de la balance commerciale. L'amélioration du déficit courant et l'atténuation des pressions sur le taux de change du Dinar vis-à-vis des principales devises ont favorisé la reconstitution des réserves de change, en dépit des dépenses importantes au titre du service de la dette extérieure en 2024. Les avoirs nets en devises ont totalisé 27.4 milliards de dinars (ou 122 jours d'importations) à fin décembre 2024 contre 26,6 milliards (ou 121 jours) à fin décembre 2023.

En revanche, **le déficit énergétique** s'est élargi de 1 204 MDT pour atteindre 10 869 MDT en lien avec la baisse des ressources et la légère augmentation des prix internationaux des produits énergétiques.

Une loi de finances 2025 sous le signe de la rigueur budgétaire et la mobilisation des recettes fiscales

Le budget de l'État tunisien pour l'année 2025 est estimé à 78,2 milliards de dinars, soit une augmentation de 2,5 milliards par rapport aux résultats actualisés de 2024.

Principales prévisions et hypothèses pour 2025 :

- **Croissance du PIB** : stabilisation à 3,2 % en termes nominaux.
- **Prix du baril de pétrole brut (Brent)** : estimé à environ 74 dollars.
- **Taux de change du dinar** : prévu stable par rapport aux principales devises étrangères.
- **Importations de marchandises** : anticipation d'une croissance de 4,2 %.
- **Prix des produits alimentaires de base** : attendus stables sur les marchés internationaux.

Selon les prévisions, ce budget devrait être financé à hauteur de 64% par les ressources propres de l'Etat et 36% par les ressources d'emprunts et autres, quasiment dans les mêmes proportions qu'en 2024. Pour 2025, les ressources propres sont estimées à 50 milliards de dinars, contre 49,2 milliards de dinars, prévus pour 2024, soit une évolution de près de 1,8%. Les recettes fiscales restent la principale source de financement du budget pour s'élever à 45,2 milliards de dinars (+2.7%) suivies par les emprunts intérieurs qui devraient totaliser 21,9 milliards de dinars. Il est bien évident dans le budget de l'Etat la limitation du recours à l'endettement extérieur qui devrait se situer à 6.1 milliards de dinars vs 2.9 milliards à fin novembre 2024 et 16.4 milliards prévus dans le budget de 2024.

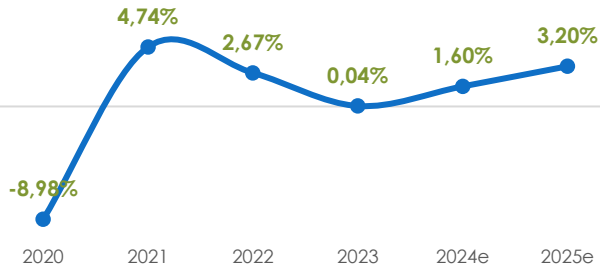
En parallèle, les dépenses courantes seront de l'ordre de 59,8 milliards de dinars, en 2025, avec une hausse de près de 23 millions de dinars par rapport à 2024. La majeure partie de ces dépenses serait allouée aux salaires (24.3 milliards de dinars, soit une évolution de 2.8%) qui absorberaient 40.8% des dépenses courantes et plus de 31% du budget total. Par ailleurs, le montant des interventions s'élèverait à 20,5 milliards de dinars alors que les investissements resteraient limités à 5,4 milliards de dinars.

Budget de l'Etat Tunisien pour 2025

En MDT	2023	LF2024	Nov-24	LF2025
Recettes fiscales	38 047	44 050	37 708.4	45 249
Recettes non fiscales	4 484	4 760	2 333.8	4 429
Dons	700	350	625	350
Recettes propres	43 232	49 160	40 667.2	50 028
Emprunts intérieurs	13 245	11 743	19 597.9	21 872
Emprunts extérieurs	5 825	16 445	2 876	6 131
Autres ressources de Trésorerie	6 990	520	-2 934.5	200
Emprunts +Autres Ressources de trésorerie	26 060	28 708	19 539.4	28 203
Total ressources	69 291	77 868	60 206.6	78 231
Dépenses courantes	53 858	59 805	42 983.4	59 828
Remb principal interne	8 398	8 119	7 376.9	9 734
Remb principal externe	6 522	9 744	8 880.9	8 469
Prêts et avances nettes du trésor	513.1	200	965.4	200
Total Emplois	69 291	77 868	60 206.6	78 231
Déficit budgétaire	-10 627	-10 645	-2 316.3	-9 800
Déficit budgétaire hors dons et confiscations	-11 327	-10 995	-2 941.3	-10 150
Déficit Budgétaire % PIB	-7.40%	-6.60%		-5.50%

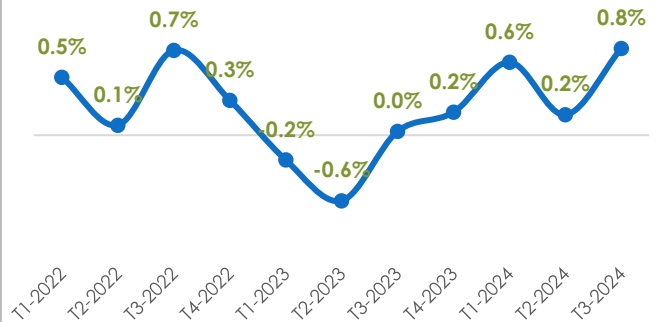
Overview de l'économie nationale

Évolution et projection de la croissance du PIB



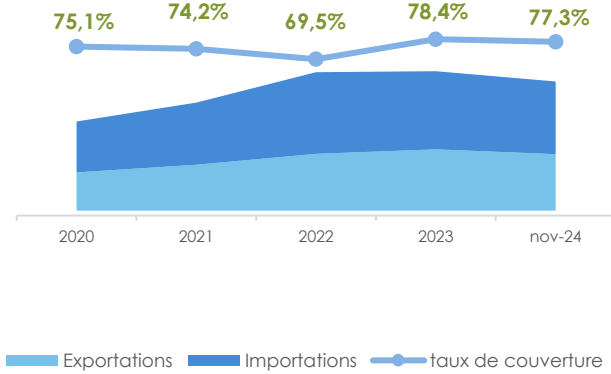
Sources: INS + Gouvernement tunisien

Évolution du PIB en séquentiel en 2024



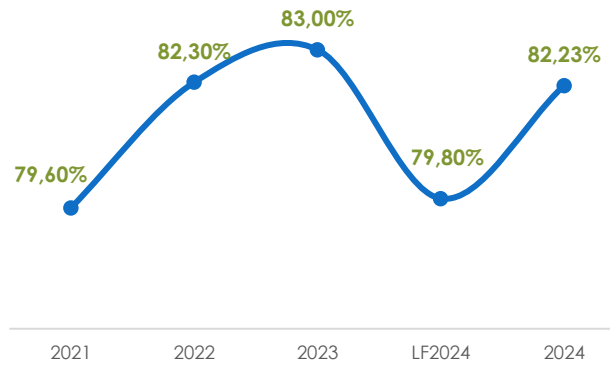
Sources: INS

Évolution de la balance commerciale



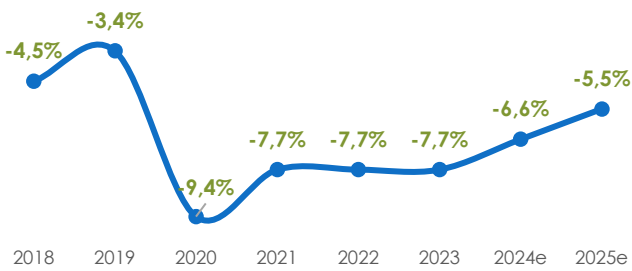
Sources: INS

Hausse du ratio dette/PIB



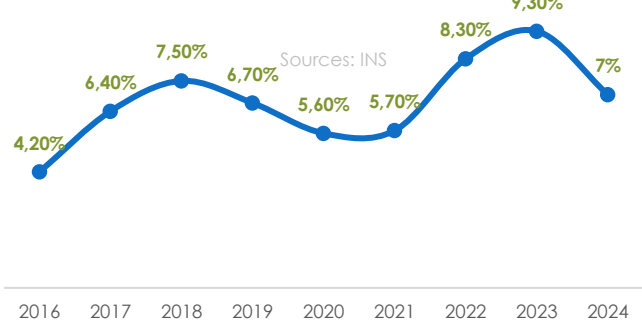
Sources: INS

Atténuation du déficit budgétaire en 2025



Sources: INS

Décélération de l'inflation



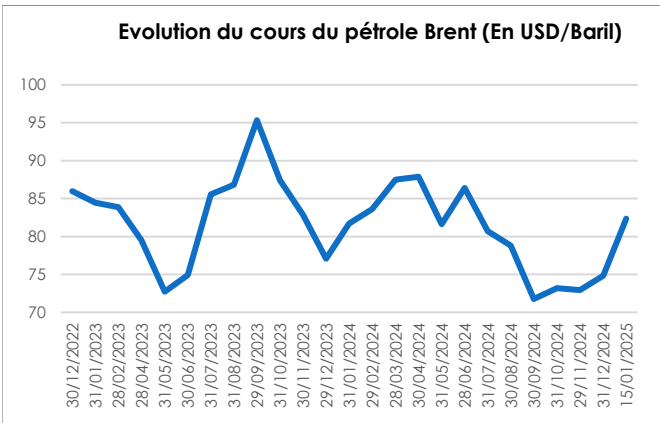
Évolution du TMM en 2024



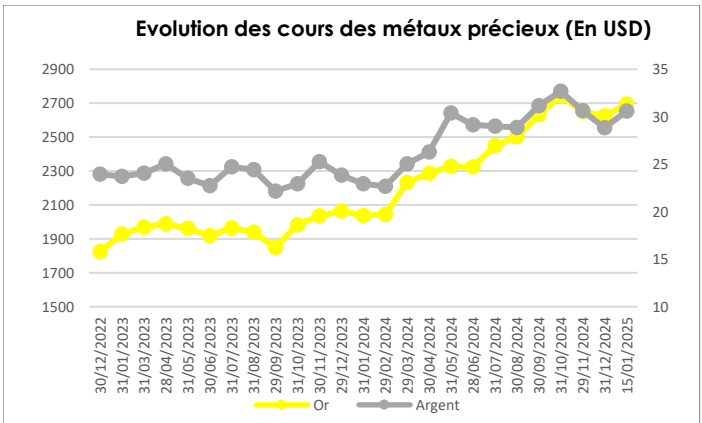
Amélioration des réserves de change

Agrégats	En millions de DT	Var
Réserves de change	27 072	+2.4%
En jours d'importation	121j	+2j
Recettes du tourisme	7 495	+8.3%
Recette des transferts des TRE	8 128	+6.2%
Service de la dette Extérieure	14 299	+4.3%

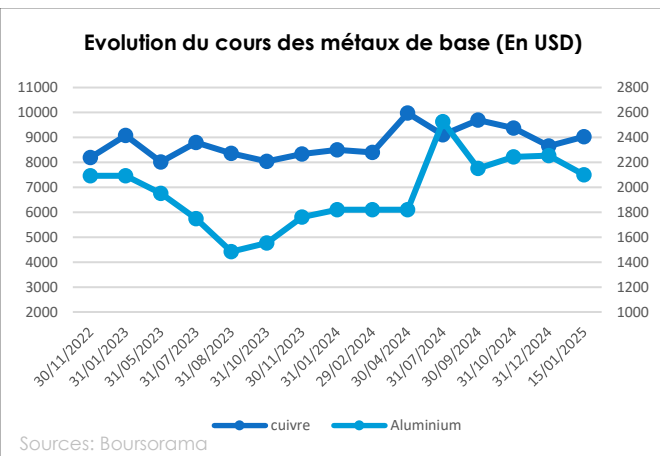
Change et matières premières



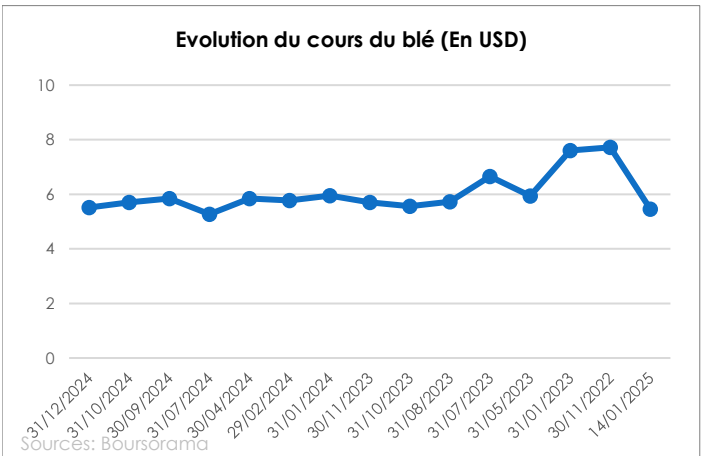
Sources: Boursorama



Sources: Boursorama



Sources: Boursorama



Sources: Boursorama

Evolution du prix des commodities en 2024

	Cours au 31/12/2024	Var annuelle
Pétrole Brent (USD/baril)	74,83	+1.85%
Or (USD)	2 625,27	+27.12%
Argent (USD)	28,84	+20.92%
Cuivre (USD)	8 652,5	+1.45%
Acier (USD)	709	-37.53%
Blé (USD)	5,52	-12.66%

Sources: Boursorama

Evolution des paires de devises en 2024

	Cours au 31/12/2024	Var annuelle
EUR/USD	1,04	-5.45%
EUR/GBP	0,83	-4.60%
EUR/YEN	162,89	+4.65%
USD/TND	3,1845	+3.88%
EUR/TND	3,3209	-2.06%
YEN/TND	20,3626	-6.01%

Overview de l'économie internationale

L'**économie mondiale** continue d'évoluer dans un environnement marqué par une croissance modérée. Selon les dernières estimations du Fonds Monétaire International (FMI), la croissance mondiale devrait s'établir à 3,3% en 2025 et en 2026, un niveau inférieur à la moyenne historique de 3,7% observée entre 2000 et 2019. Cette stagnation résulte principalement du maintien de conditions monétaires restrictives et de la persistance de certaines incertitudes économiques. Toutefois, cette évolution masque des disparités importantes selon les régions et les secteurs.

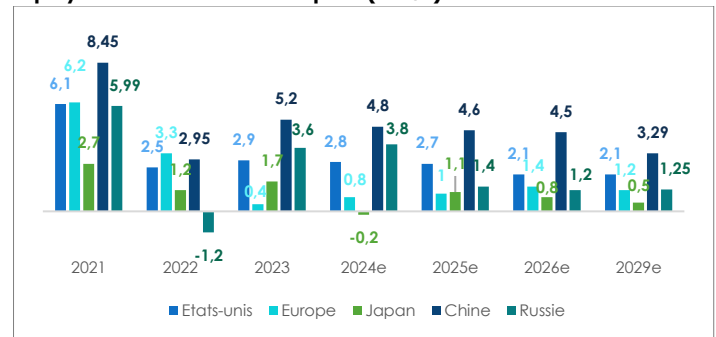
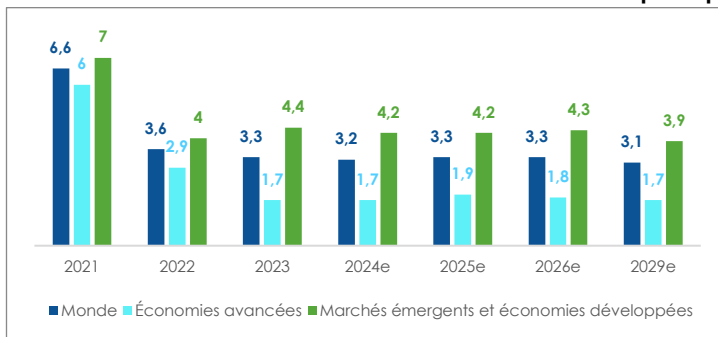
Aux **États-Unis**, la croissance devrait atteindre 2,7 % en 2025, soit une révision à la hausse par rapport aux prévisions précédentes, en raison d'une demande intérieure soutenue et d'une résilience accrue du marché du travail. À l'inverse, dans la **zone euro**, la croissance devrait rester modeste, atteignant seulement 1,0 % en 2025, en raison des tensions géopolitiques, d'une faible demande extérieure et d'un environnement incertain pour les entreprises.

Dans les **économies émergentes et en développement**, les perspectives sont également contrastées. La Chine devrait enregistrer une croissance de 4,6 % en 2025, soutenue par des mesures budgétaires, bien que la situation du marché immobilier demeure un facteur de risque majeur. En Inde, la croissance devrait se maintenir à 6,5 %, grâce à une dynamique économique solide et à des investissements soutenus. La croissance en Afrique subsaharienne devrait s'accélérer légèrement, tandis que les économies du Moyen-Orient et d'Asie centrale connaissent une révision à la baisse de leurs prévisions.

L'**inflation mondiale** poursuit son ralentissement, avec des prévisions indiquant une baisse progressive de 4,2 % en 2025 à 3,5 % en 2026. Cependant, cette tendance masque des écarts significatifs entre les régions. Les **économies avancées** parviennent à contenir plus efficacement l'inflation, avec un objectif proche de 2,1 % en 2025, tandis que les **pays émergents et en développement** font face à une inflation plus élevée, estimée à 5,6 % en 2025. L'inflation des biens essentiels est en recul, mais celle des services demeure persistante, notamment aux États-Unis et en Europe.

Les **perspectives économiques** restent soumises à plusieurs risques majeurs. L'incertitude entourant les politiques économiques, notamment en matière commerciale et budgétaire, a augmenté ces derniers mois, ce qui pourrait peser sur l'investissement et ralentir la croissance. La montée du protectionnisme et les tensions géopolitiques, en particulier au Moyen-Orient, risquent de perturber les chaînes d'approvisionnement et d'exacerber la volatilité des prix des matières premières. Par ailleurs, le ralentissement du marché immobilier en Chine représente une menace pour la confiance des investisseurs et pourrait avoir des répercussions sur l'ensemble des marchés émergents. Dans ce contexte incertain, plusieurs actions sont nécessaires pour assurer une croissance durable et équilibrée. Il est essentiel de rééquilibrer les politiques monétaires et budgétaires afin de garantir la stabilité financière tout en maintenant des marges de manœuvre suffisantes pour faire face aux éventuels chocs économiques. La mise en œuvre de réformes structurelles est indispensable pour renforcer la productivité et stimuler l'investissement. De plus, la coopération internationale demeure cruciale pour éviter une fragmentation des échanges commerciaux et garantir un cadre économique plus stable.

Evolution du PIB 2021-2029E des principaux pays et zones économiques (en %)

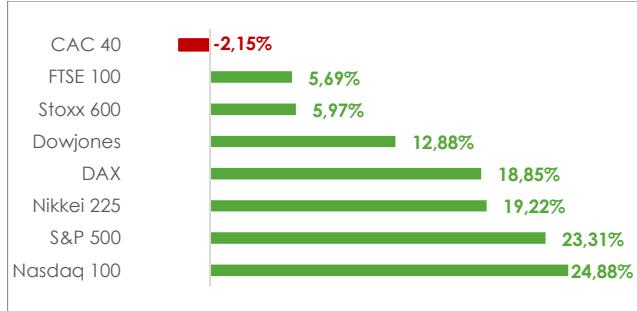


Principaux taux directeurs et inflation

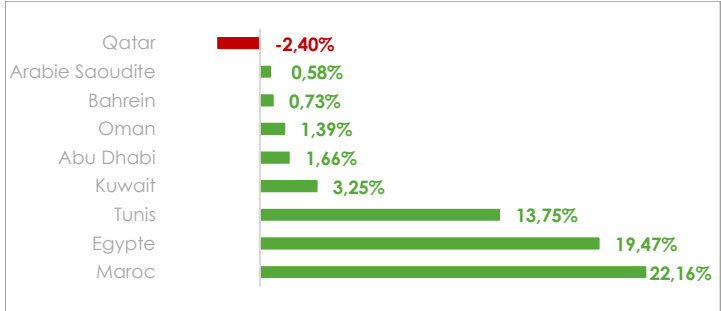
Pays	Taux Directeur	Taux d'inflation
Turquie	45,00%	44,38%
Egypte	27,25%	24,10%
Russie	21,00%	9,50%
Ukraine	14,50%	12,00%
Brésil	12,25%	4,83%
Afrique du Sud	7,75%	3,00%
Tunisie	8,00%	6,20%
Jordanie	6,75%	1,80%
Arabie Saoudite	5,00%	1,90%
Etats Unis	4,50%	2,90%
Zone Euro	3,15%	2,40%
Chine	3,10%	0,10%
Maroc	2,50%	0,70%
Japon	0,50%	3,60%

Les marchés Boursiers

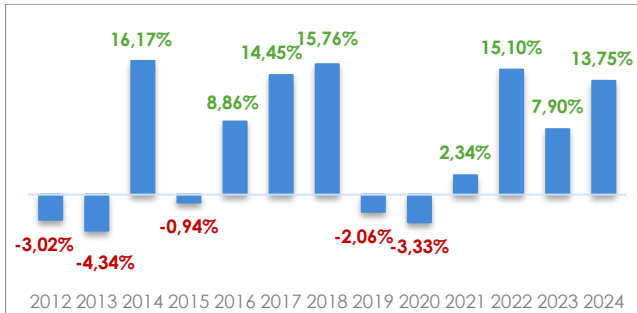
Performance des principaux indices mondiaux (2024)



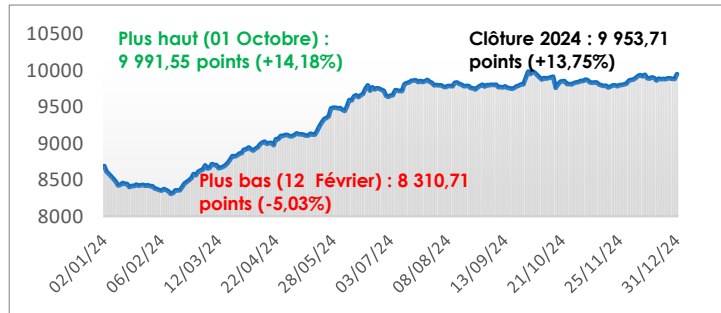
Performance des principaux indices arabes (2024)



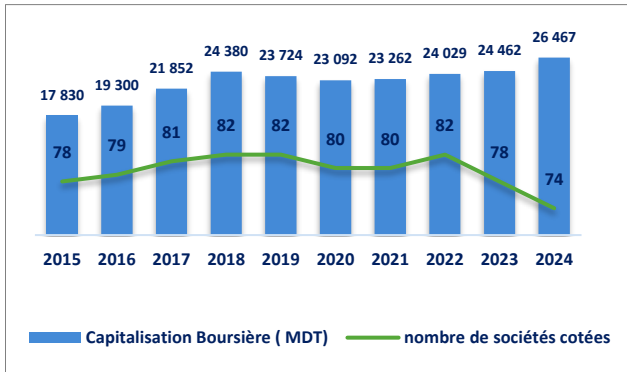
Performance annuelle de la bourse de Tunis



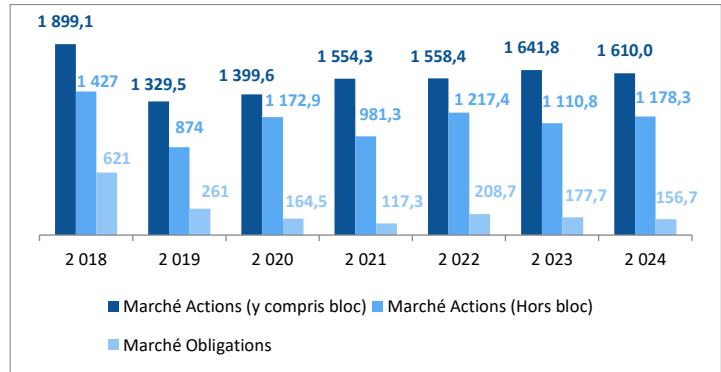
Evolution du Tunindex en 2024



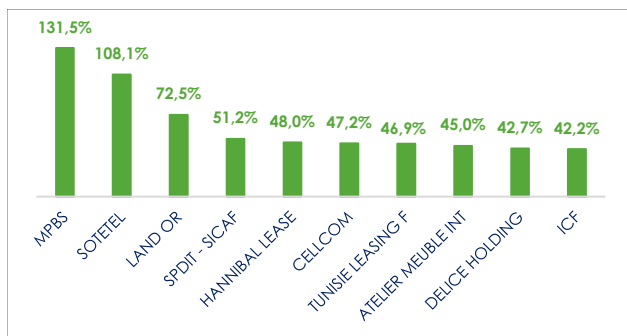
Evolution de la capitalisation boursière (En MDT)



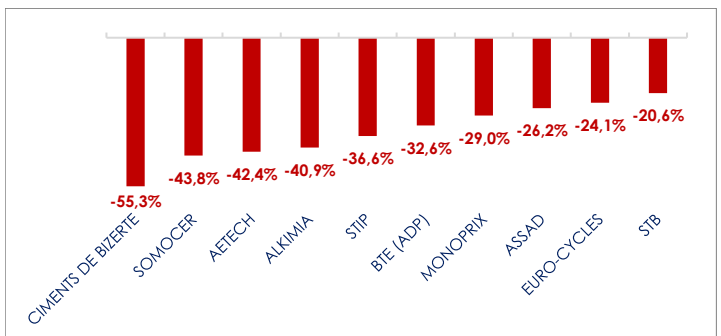
Evolution des volumes de transactions (En MDT)



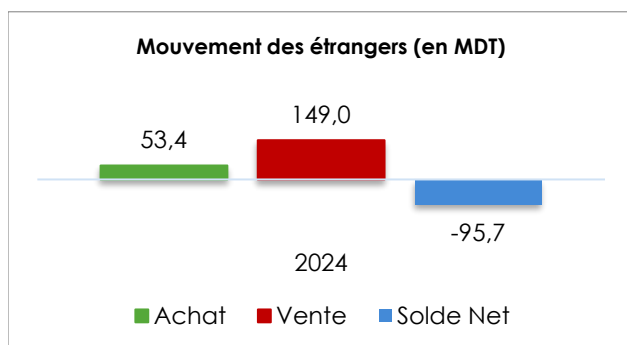
Palmarès des hausses en 2024



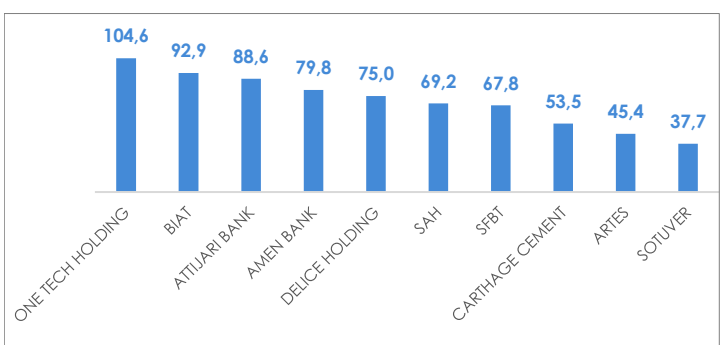
Palmarès des baisses en 2024



Mouvement des investisseurs étrangers (En MDT)

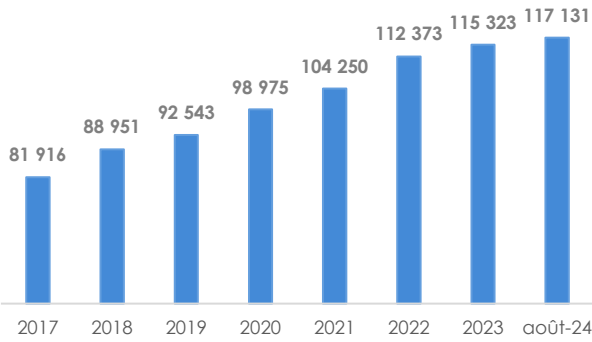


Palmarès des valeurs les plus échangées en 2024 (En MDT hors blocs)



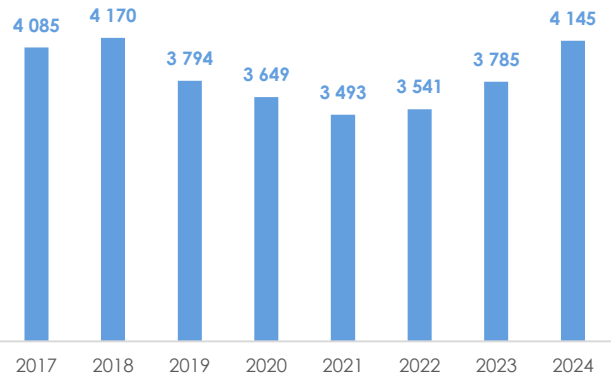
Overview des secteurs

Evolution des crédits à l'économie à fin Août 2024 (En MDT)



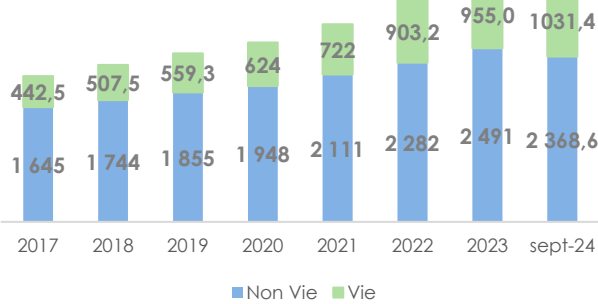
Sources: BCT

Evolution des encours de leasing en 2024 (En MDT)



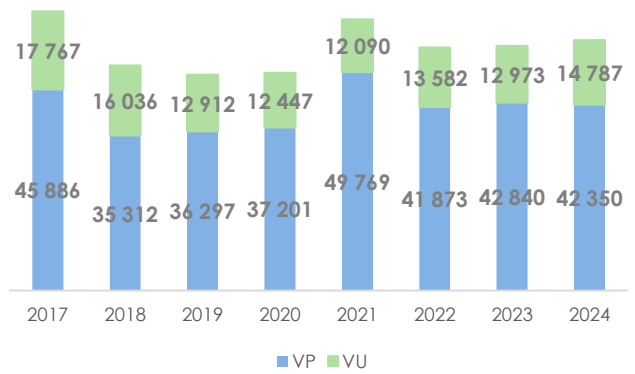
Sources: Sociétés de leasing

Evolution du chiffre d'affaires du secteur des assurances (En MDT)



Sources: CGA

Evolution du nombre de véhicules vendus



Sources: ATTT

Quelles perspectives pour 2025 à la bourse de Tunis ?

Que retenir de 2024 ?

En 2024, la bourse de Tunis a enchaîné sa **quatrième année consécutive de hausse** réalisant un rendement appréciable de 13,75%. L'indice phare de la Bourse de Tunis, le Tunindex, a débuté l'année 2024 sur une note négative, atteignant son point le plus bas à 8 310,71 points le 12 février, soit une baisse de 5,03%. Cependant, une reprise significative s'est amorcée, permettant à l'indice de combler ses pertes initiales et de s'inscrire dans une trajectoire haussière marquée. Cette dynamique a culminé le 1er octobre avec un sommet historique de 9 991,55 points, traduisant un rebond de 20,22% par rapport à son niveau plus bas de l'année, pour afficher un rendement depuis le début de l'année de 14,18%. En fin d'année, l'indice a traversé des périodes de correction modérées avant de clôturer à 9 953,71 points, soit une hausse annuelle de 13,75%.

Cette performance est principalement attribuable aux effets favorables sur les cours des actions des sociétés cotées performantes, qui ont publié de solides résultats pour l'exercice 2023 ou annoncé des niveaux attractifs de dividendes. Le résultat net global des sociétés cotées en 2023 a progressé de 11,5%, atteignant 2,6 milliards de dinars, soutenu par les bénéfices en hausse de 8,5% des banques et de 32% dans le secteur agroalimentaire. Par ailleurs, les publications trimestrielles de 2024 ont également renforcé cette dynamique positive. Sur les neuf premiers mois de 2024, les indicateurs d'activité des sociétés cotées montrent une évolution des revenus globaux de 3,6%, totalisant 17 milliards de dinars contre 16 milliards de dinars sur la même période en 2023. La balance des variations des cours en 2024 a été globalement favorable, marquée par 52 hausses contre 22 baisses.

L'année 2024 a été également marquée par une solide progression de 8,2% de la capitalisation boursière tunisienne, atteignant 26 467 MDT à fin décembre 2024 contre 24 462 MDT en 2023. Cette croissance, représentant un gain de 2 005 MDT par rapport à l'année précédente, s'explique principalement par la bonne tenue des fortes capitalisations. Il importe de signaler que la bourse de Tunis n'a enregistré aucune nouvelle introduction en bourse en 2024 et a connu la radiation de quatre petites capitalisations : SERVICOM le 30 avril, ELECTROSTAR et MIP le 10 septembre, et GIF le 11 novembre. Suite à ces radiations, le nombre de sociétés cotées s'établit désormais à 74. En outre, deux opérations d'augmentation de capital ont réalisées par BTE et Alkimia permettant des levées de fonds respectivement de 18 MDT et 6 MDT.

Enfin, notre marché boursier a été très peu attractif pour les investisseurs étrangers. Notre pays est sorti de leur radar d'investissement ces dernières années au vu de la conjoncture économique difficile ajoutée à ceci les baisses successives de la note souveraine de la Tunisie.

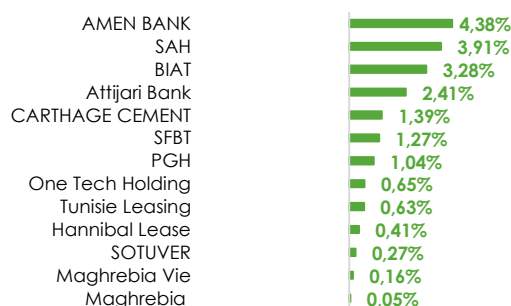
Réalisations du portefeuille de conviction en 2024

En 2024, notre portefeuille proposé a surperformé l'indice du marché avec une performance de 19,81% vs 13,75% pour le Tunindex. Les 13 valeurs composant notre portefeuille ont fini dans le vert dont 8 en évolution à deux chiffres. En termes de valorisation, le portefeuille MAC traite à 10,7x (vs. 10,2x pour le Tunindex) ses bénéfices prévisionnels en 2024E et affiche un D/Y de 5,9% équivalent à celui du marché.

Pondération 2024	Valeur	Cours au 31/12/2024	Capitalisation (MDT)	P/E 2024	P/BV 2024	Div Yield	Performance 2024
10%	AMEN BANK	36.90	1 288.5	5.9	0.8	8.7%	38.22%
10%	One Tech Holding	9.30	747.7	17.4	1.8	2.7%	7.6%
10%	SAH	10.22	858.6	17.9	2.5	3.4%	32.9%
10%	Carthage Cement	2.19	752.5	11.6	2.3	0.0%	11.2%
8%	TUNISIE LEASING	17.99	194.3	6.5	0.7	6.1%	49.1%
8%	Hannibal Lease	7.40	81.4	5.6	0.8	5.4%	51.0%
8%	Maghreb Vie	6.15	153.8	8.6	1.1	5.2%	7.8%
7%	Maghreb	51.48	231.7	6.5	0.9	6.0%	4.8%
7%	PGH	8.68	1 562.4	12.0	1.4	4.1%	18.3%
7%	SFBT	11.60	3 110.3	10.2	2.3	6.4%	6.8%
5%	BIAT	93.83	3 828.3	10.4	1.7	6.4%	24.5%
5%	Attijari Bank	51.50	2 163.0	9.4	1.9	8.7%	22.2%
5%	SOTUVER	12.61	495.0	10.3	3.2	4.4%	9.9%
Portefeuille			15 467	10.7	1.8	5.9%	
Tunindex			26 467	10.2	1.7	5.5%	

Principaux contributeurs à la performance du portefeuille à fin 2024

Le titre Amen Bank a été le principal contributeur à la performance du portefeuille soit 4,38% suivi par SAH et BIAT avec respectivement 4,38% et 3,91%. Ensuite on trouve Attijari Bank et Carthage Cement qui ont contribué respectivement à hauteur de 2,41% et 1,39%. Déjà la contribution des cinq valeurs susmentionnées dans la performance du portefeuille s'élève à 15,37%.



Quelles perspectives pour 2025 à la Bourse de Tunis ?

La Bourse de Tunis a entamé l'année 2025 sous pression. Plusieurs défis sont à relever pour l'économie tunisienne notamment en termes de l'accélération du rythme de la croissance, de pression sur l'inflation qui laisse les niveaux des taux d'intérêt à un niveau élevé et du manque d'investissement. La révision du barème de l'IS et l'augmentation du SMIG sont de nature également à créer une pression sur la capacité bénéficiaire des sociétés alimentant les inquiétudes de la part des investisseurs. En effet, dans un contexte de politique monétaire restrictive et sous l'effet du maintien du taux directeur de la BCT à 8%, le spread entre le D/Y 2024^F (5.5%) vs. BTA 5 ans (9.8%) reste assez conséquent et l'arbitrage reste en faveur de l'obligataire.

Sur le plan international, le processus de désinflation reste fragile et le rythme de la croissance ralenti. Une augmentation imprévue des prix des matières premières, alimentée par des tensions géopolitiques, pourrait contraindre les banques centrales à maintenir des politiques monétaires restrictives. Cela compliquerait la gestion budgétaire et pourrait menacer la stabilité financière. De plus, l'UE affiche un ralentissement manifeste et un affaiblissement de la demande intérieure ce qui reste aussi une menace pour notre économie nationale en limitant les exportations de nos entreprises.

Indépendamment du bilan économique, le marché actions s'est inscrit en hausse durant les quatre dernières années et a toujours offert des opportunités de placement intéressantes. Malgré ce trend haussier, le Marché actions présente encore un niveau de valorisation attractif (P/E estimé à 10.2x en 2024) compte tenu de la robustesse attendue de la capacité bénéficiaire 2024. Cela étant, l'orientation vers l'obligataire notamment de la part des investisseurs institutionnels pénalise la profondeur du marché actions et réduit l'appétit des investisseurs pour le risque.

Pour 2025, chaque secteur aura ses propres défis. Alors que les financières seront confrontées à la hausse du taux d'imposition, leurs défis seraient différents selon la catégorie : les **banques** font face à un ralentissement de la demande des crédits et dégagent ainsi une liquidité importante qui servirait pour les placements ce qui est de nature à limiter leur exposition au risque d'une part et d'assurer une stabilité des revenus d'autre part. **Les leaseurs** quant à eux voient leur activité croître, grâce au manque d'appétit des banques pour le financement des PME, ce qui nécessite des ressources additionnelles et un accroissement du risque également. La pression sur la liquidité pourrait être répercutée sur leur politique de distribution de dividendes. Pour le secteur des **assurances**, sa croissance reste soutenue d'année en année, et devrait continuer à profiter des taux de placements généreux.

Pour les **sociétés non financières**, la plupart ont réussi à améliorer leurs marges suite à la baisse des coûts des matières premières en 2024. Néanmoins, le coût de la dette pèse toujours sur les résultats dans un contexte de hausse des taux d'intérêt. Cette situation est de nature à freiner les projets d'investissements créateurs de valeur.

Pour les **entités exportatrices**, la consolidation et la diversification des marchés à l'étranger figurera en tête des priorités d'autant plus que la zone euro connaît un fléchissement de la croissance en 2024 et la croissance en 2025 reste limitée à 1% dans la zone Euro.

C'est ainsi qu'après une analyse rigoureuse de l'environnement économique global et du potentiel de croissance des différents secteurs, nous avons effectué une sélection basée sur les caractéristiques fondamentales et quantitatives de chaque valeur afin de sélectionner les top performers des différents secteurs d'activité. Ainsi notre stratégie d'investissement pour 2025 reste sous le signe de la diversification sectorielle et du « Stock-picking » dans ce contexte fluctuant pour permettre de maximiser le potentiel de rendement global du portefeuille tout en maîtrisant son exposition au risque.

Face à l'ensemble de ces observations, et comme en 2024, nous croyons toujours que l'environnement boursier en 2025 demeure favorable pour les titres de qualité offrant un couple Croissance/Rendement attractif. Pour le choix de notre sélection de valeurs, nous mettons l'accent sur des critères tangibles tels que : (1) la croissance des bénéficiaires, (2) la distribution régulière des dividendes et (3) la qualité du Bilan.

Ce portefeuille devrait être rééquilibré trimestriellement en fonction des réalisations.

PORTEFEUILLE DE CONVICTION EN 2025

Pondération 2024	Pondération 2025	Valeur	Cours au 24/01/2025	Capitalisation (MDT)	P/E 2024	P/BV 2024	Div Yield	Performance 2024	YTD
10%	10%	AMEN BANK	37,19	1 298,67	5,96	0,77	8.70%	38.22%	0.79%
10%	10%	One Tech Holding	9,15	735,66	17,14	1,80	2.70%	7.60%	-1.61%
10%	8%	SAH	10,05	844,36	17,63	2,50	3.50%	32.87%	-1.66%
10%	10%	CARTHAGE CEMENT	2,25	773,16	11,90	2,39	0.00%	11.17%	2.74%
8%	5%	TUNISIE LEASING	18,00	194,40	6,48	0,69	6.10%	49.11%	0.06%
8%	5%	Hannibal Lease	7,28	80,08	5,52	0,79	5.50%	51.02%	-1.62%
8%	8%	Maghrebria Vie	6,10	152,50	8,50	1,12	5.30%	7.78%	-0.81%
7%	8%	PGH	8,60	1 548,03	11,93	1,38	4.20%	18.27%	-0.92%
7%	5%	SFBT	11,74	3 147,79	10,29	2,31	6.30%	6.79%	1.21%
5%	5%	BIAT	98,90	4 035,12	10,93	1,74	6.10%	24.48%	5.40%
5%	8%	SOTUVER	12,80	502,46	10,47	3,21	4.30%	9.92%	1.51%
	8%	TPR	6,70	335,00	7,45	1,63	6.00%	36.81%	5.85%
	5%	TUNIS RE	7,70	154,00	7,16	0,60	5.80%	21.86%	-6.10%
	5%	Délice Holding	17,25	947,15	8,90	2,00	5.80%	43.67%	7.21%

Valeur	Drivers	Warning
<p>Amen Bank <i>Un profil de croissance intéressant</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Un fort positionnement sur le marché : 3ème banque privée en termes de crédits, de dépôts et de PNB. ▪ Une structure financière solide avec un ratio de solvabilité confortable de 17% ▪ Une des meilleures structures du PNB. ▪ Un contrôle rigoureux de ses coûts lui permettant d'afficher un coefficient d'exploitation parmi les meilleurs (39,9% en 2024). ▪ Implémentation réussie du plan stratégique de transformation dénommé « NEXT » adopté en 2019. Ce plan, vise entre autres, à rééquilibrer l'activité commerciale entre le Corporate et le Retail et diversifier les sources de revenus, tout en suivant des pratiques de gestion saine et prudente et ce, par le renforcement du système de maîtrise des risques. Ce plan a permis à la banque d'afficher un profil de croissance attractif à moyen et long-terme. ▪ Des résultats en croissance continue. • Nettement améliorée de la liquidité du titre sur le marché • Amélioration de la politique de rémunération des actionnaires ▪ La banque affiche encore un niveau de multiple capitaux propres de 0,8x très attractif comparé aux autres banques privées dont le niveau est proche ou dépasse le niveau de 1x. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Un coût des ressources à maîtriser davantage. ▪ Un contrôle plus rigide de l'institution de tutelle sur les commissions et le respect des ratios prudentiels et de solvabilité. ▪ Un ralentissement de la distribution de crédits, en raison de la hausse des taux et de la faible croissance économique. • Accroissement du taux de l'IS.
<p>BIAT <i>Le Leader indétronable</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Leader incontesté du secteur bancaire. ▪ une solidité financière conjuguée à une maîtrise parfaite du cout des ressources permettant d'afficher une capacité bénéficiaire renforcée et récurrente. ▪ une stratégie de diversification métiers pour plus de création de valeur ▪ Plus forte capitalisation bancaire, la BIAT se traite à 1.7x ses capitaux propres 2024e, un niveau supérieur à la moyenne sectorielle justifié par ses fondamentaux. • Une politique de dividende récurrente ▪ Dans une stratégie de stock picking, le titre constitue un choix d'investissement opportun : une valeur à faible profil de risque, une liquidité améliorée et aux perspectives de croissance encore prometteuses dans un contexte de hausse des taux d'intérêts. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Un contrôle plus rigide de l'institution de tutelle sur les commissions et le respect des ratios prudentiels et de solvabilité. ▪ Un ralentissement de la distribution de crédits, en raison de la hausse des taux et de la faible croissance économique. • Accroissement du taux de l'IS
<p>One Tech Holding <i>Fort retour à la normale</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Positionnement sur des secteurs innovants et à forte valeur ajoutée ▪ Un groupe diversifié et orienté export ▪ Nettement améliorée des marges en 2024 à la suite d'un effort de rationalisation du mix-produits impactant positivement les bénéfices ▪ Un plan de transformation opérationnelle du pôle mécatronique, est en cours qui permettra de tirer profit des diverses synergies et leviers d'améliorations sur l'ensemble des entités de ce pôle, l'objectif final étant de développer des modules complets à plus haute valeur ajoutée tout en diversifiant l'activité. ▪ Amélioration de la liquidité du titre sur le marché. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ De nouvelles perturbations du marché de l'automobile. ▪ Affaiblissement de la demande en Europe. ▪ Exposition au risque de change.
<p>SAH <i>Le leader tunisien à dimension régionale</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Un business model basé sur l'intégration et la diversification des marchés (local et export) et des segments d'activité (Hygiène, détergent et cosmétiques). ▪ Leader incontesté du marché local. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Baisse du pouvoir d'achat et pression sur les marges. ▪ Exposition au risque de change. ▪ Exposition au risque de taux.

	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Réduction de la facture énergétique grâce au transfert d'énergie entre les sociétés du groupe SAH. ▪ Fin du cycle des investissements lourds et nette amélioration de la rentabilité à partir de 2024 ▪ Titre liquide malgré un niveau de valorisation relativement élevé par rapport au marché soit un P/E de 17x mais expliquée par les perspectives prometteuses du groupe 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Sensibilité à la volatilité des cours des matières premières
<p>SFBT <i>Un mastodonte de l'économie nationale</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Valeur « Blue chip » du marché et deuxième forte capitalisation de la bourse de Tunis. ▪ Forte résilience malgré les nombreuses secousses (Pénuries de matières premières, perturbation d'approvisionnement). ▪ Une position de leader confortable sur ses principaux segments d'activité (boissons gazeuses, bière, et eau minérale) avec une variété de produits bénéficiant d'une excellente réputation et d'un vaste réseau de vente au détail. ▪ Des fondamentaux solides et une capacité de génération de cash permettant une politique généreuse et récurrente de distribution de dividendes. ▪ Soutien du groupe Castel, actionnaire de référence. ▪ Forte liquidité du titre, fort rendement dividende et valorisation attractive 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Baisse du pouvoir d'achat des ménages. ▪ Pénuries de matières premières, perturbation d'approvisionnement. ▪ Exposition au risque de change
<p>PGH <i>Un conglomérat créateur de valeur</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Un des principaux producteurs d'aliments pour animaux et de produits agroalimentaires en Tunisie, mais aussi avicole. ▪ Fort positionnement sur le secteur des matériaux de construction notamment en céramique et en briques. ▪ Orientation vers les secteurs à plus forte valeur ajoutée (le photovoltaïque, datacenters, etc..) ▪ Amélioration des revenus et des marges opérationnelles ▪ Un portefeuille de participations financières assez diversifié lui permettant de stabiliser son bottom-line en cas de fluctuations de son core business. • Amélioration de la liquidité du titre et redressement progressif du cours. 	<ul style="list-style-type: none"> • Sensibilité à la volatilité des cours des matières premières • Baisse du pouvoir d'achat des ménages • Sensibilité aux menaces sur les filières nutrition animale et avicole
<p>Délice Holding <i>Le premier groupe laitier tunisien</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Leader du marché laitier et produits frais et challenger sur les boissons et fromage. ▪ Forte innovation produits renforçant la valeur ajoutée et une qualité reconnue par les consommateurs. ▪ Partenariats stratégiques apportant de forts atouts au groupe Délice ▪ Structure financière saine avec un niveau d'endettement maîtrisé soit un gearing de 23% et un ratio Dette nette/ EBE de 0.6x. ▪ Une dynamique positive et des performances opérationnelle en nette progression ▪ Amélioration de la liquidité du titre et des niveaux de valorisation fort intéressants pour une valeur défensive. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Sensibilité à la conjoncture de la filière laitière : pénuries de lait, réduction du cheptel, perturbations des approvisionnements en sucre. ▪ Sensibilité à la volatilité des cours des matières premières ▪ Baisse du pouvoir d'achat des consommateurs ▪ Faible part des exportations pouvant exposer le groupe au risque de change
<p>SOTUVER <i>Une nouvelle dimension pour le groupe</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Entrée en production de la nouvelle filiale SOTUVER Glass Industrie qui permettra de doubler la capacité de production. Cette montée en capacité permettra de satisfaire les besoins grandissants des différents clients surtout historiques. ▪ Un groupe au statut de majoritairement exportateur avec 75% du chiffre d'affaires destinés à l'export. ▪ Nette amélioration des performances opérationnelles ▪ Les bénéfices du groupe devront se consolider davantage à partir de 2025, année durant laquelle la filiale SGI appartiendra à 100% à la SOTUVER vs 82% actuellement. ▪ La résilience financière et opérationnelle du groupe SOTUVER a été assurée grâce à une stratégie de développement articulée autour de quatre axes majeurs à savoir l'intégration en amont, la maîtrise des charges directes, les économies d'échelle et l'optimisation industrielle et commerciale. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Sensibilité à la volatilité des cours des matières premières ▪ Hausse des coûts de transport. ▪ Hausse des prix de l'énergie.

	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Eventuelle ouverture du capital de SOTUVER à un investisseur stratégique à hauteur de 20 à 30% pour soutenir son internationalisation croissante. ▪ Titre liquide apprécié pour son rendement dividende et un niveau de valorisation attractif. 	
Carthage Cement <i>Un leader qui se redresse</i>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Position de leader du secteur cimentier en Tunisie avec une PDM de 29% en 2024. ▪ Un marquage CE permettant la pénétration du marché européen ▪ Eventuelle certification américaine pour la pénétration du marché ▪ Amélioration de la situation de l'endettement ▪ Nette amélioration de la rentabilité : Hausse de 47,8% du résultat net semestriel 2024 à 35,5 MDT ▪ Renforcement de la structure financière et distribution du premier dividende à partir de 2026 relatif à l'exercice 2025 ▪ Transformation énergétique en cours pour réduire sa facture énergétique et pour se conformer aux nouvelles normes environnementales sur le continent européen. ▪ Un titre fort liquide et des niveaux de valorisation désormais en ligne avec le marché. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Baisse de la demande interne en lien avec le secteur du BTP. ▪ Sensibilité à la volatilité des cours de l'énergie ▪ Des perspectives à l'export limitées comparée à la capacité de production.
TPR <i>Un leader local aux ambitions internationales Drivers</i>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Leader sur le marché, et groupe intégré en amont et en aval dans l'industrie des profilés aluminium. ▪ Consolidation de son positionnement à l'export et notamment sur le marché européen. ▪ Une structure financière saine avec un faible niveau d'endettement, une rentabilité élevée et une politique de distribution de dividende récurrente et relativement stable. ▪ Forte résilience du groupe malgré un contexte peu favorable 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ralentissement du secteur BTP en Tunisie et de la demande extérieure. ▪ Hausse du coût des matières premières. ▪ Concurrence déloyale des produits importés.
Hannibal Lease <i>Une croissance saine</i>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Un rôle important dans le financement de l'économie : Troisième PDM en termes d'encours avec plus de 600 MDT à fin 2024 correspondant à une part de marché de 14,7% ▪ Fort positionnement sur le marché bien qu'elle ne soit pas affiliée à une banque (6 sociétés sur 8 sont affiliées à des banques) ▪ Portefeuille clients assaini : Un taux de créances classées maîtrisé, soit 8,3% à fin 2024, et ce malgré la situation fragile des PME, core business de l'activité ▪ Taux de croissance remarquable du résultat net sur les trois dernières années ▪ Un rendement dividende attrayant ▪ Entrée dans le capital du fonds SANAD, appartenant à une institution financière allemande de grande renommée 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Augmentation du coût du risque. ▪ Hausse du coût des ressources et rétrécissement des marges. ▪ Disponibilité du matériel roulant représentant entre 75% à 80% de la production du secteur de leasing. ▪ Dévaluation du dinar engendrant une cherté des véhicules et un ralentissement de l'activité. ▪ Titre peu liquide.
Tunisie Leasing et Factoring <i>Bilan positif sur tous les plans</i>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Leader du marché en termes de mises en force et d'encours. ▪ Forte présence sur le marché algérien avec une part de marché de 17%. ▪ Société fondamentalement solide avec des niveaux de risque fortement maîtrisés et un retour en dividendes stable et récurrent. <ul style="list-style-type: none"> ▪ Eventuelle cession de certaines participations de la société Alios Finance. Une plus-value devrait être constatée pour TLF qui détient directement et indirectement plus de 26% du capital de la société Alios Finance. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Hausse du coût des ressources et rétrécissement des marges. ▪ Disponibilité du matériel roulant représentant entre 75% à 80% de la production du secteur. ▪ Dévaluation du dinar engendrant une cherté des véhicules et un ralentissement de l'activité.
Assurances Maghreb Vie <i>Un challenger à forte croissance</i>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Appartenance au groupe Maghreb Vie qui fait partie aussi du groupe de référence UFI GROUP. ▪ Leader en Assurances de personnes avec une part de marché de 14,5%. ▪ Une rentabilité élevée et une génération récurrente de bénéfices ▪ Une marge de solvabilité de 429% nettement supérieure à la norme exigée laissant apparaître un excédent de fonds propres pouvant soutenir la croissance future de l'activité et/ou augmenter l'appétence de la société au risque d'investissement. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Détérioration du pouvoir d'achat ▪ Titre peu liquide

<p>TUNIS RE <i>Un Leader national de réassurance</i></p>	<ul style="list-style-type: none">▪ Un réassureur solide et résilient jouant un rôle stratégique pour l'accompagnement durable du secteur des assurances et du tissu économique tunisien.▪ Leader national en réassurance.▪ Gestionnaire des Fonds de l'Etat et des Pools des grands risques nationaux.▪ Un chiffre d'affaires à l'export important avec une forte présence dans les zones de son appartenance géographique Afrique & MENA.▪ Une politique de souscription prudente dans le cadre d'une gestion des risques ajustée à son capital.▪ Optimisation des indicateurs de performances.	<ul style="list-style-type: none">▪ Une forte sinistralité▪ Survenue de catastrophes naturelles
---	--	--

Informations importantes

Les droits attachés à ce document sont réservés exclusivement à MAC SA. De ce fait, ce document ne peut en aucun cas être copié, photocopié, dupliqué en partie ou en totalité, sans l'accord exprès écrit de MAC SA. Ce document ne peut être distribué que par MAC SA. Ce Document est confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable de MAC SA. Si vous recevez ce document par erreur, merci de le détruire et de le signaler immédiatement l'expéditeur.

Ce document est communiqué à chaque destinataire à titre d'information uniquement et ne constitue pas une recommandation personnalisée d'investissement. Il est destiné à être diffusé indifféremment à chaque destinataire et les produits ou services visés ne prennent en compte aucun objectif d'investissement, situation financière ou besoin spécifique d'un destinataire en particulier.

Ce document ne constitue pas une offre, ni une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription.

Ce document est fondé sur des informations publiques soigneusement sélectionnées. Cependant, MAC SA ne fait aucune déclaration ou garantie ni ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit (expresse ou implicite) au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. De Plus les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés par MAC SA à tout moment sans préavis.

Les informations sur les prix ou marges sont indicatives et sont susceptibles d'évolution à tout moment et sans préavis, notamment en fonction des conditions de marché. Les performances passées et les simulations de performances passées ne sont pas un indicateur fiable et ne préjugent donc pas des performances futures. Les informations contenues dans ce document peuvent inclure des résultats d'analyses issues d'un modèle quantitatif qui représentent des événements futurs potentiels, qui pourront ou non se réaliser, et elles ne constituent pas une analyse complète de tous les faits substantiels qui déterminent un produit. MAC SA se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment sans préavis.

Plus généralement, MAC SA, ses filiales, ses actionnaires de référence ainsi que ses directeurs, administrateurs, associés, agents représentants ou salariés rejettent toute responsabilité à l'égard des lecteurs de ce document concernant les caractéristiques de ces informations. Les opinions, avis, ou prévisions figurant dans ce document reflètent, sauf indication contraire, celles de son ou ses auteur(s) et ne reflètent pas les opinions de toute autre personne ou de MAC SA.

Les informations figurant dans ce document n'ont pas vocation à faire l'objet d'une mise à jour après la date apposée en première page. Par ailleurs, la remise de ce document n'entraîne en aucune manière une obligation implicite de quiconque de mise à jour des informations qui y figurent.

MAC SA ne saurait être tenu pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans la présentation. En tout état de cause, il vous appartient de recueillir les avis internes et externes que vous estimez nécessaires ou souhaitables, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tous autres spécialistes, pour vérifier notamment l'adéquation de la transaction qui vous est présentée avec vos objectifs et vos contraintes et pour procéder à une évaluation indépendante de la transaction afin d'en apprécier les mérites et les facteurs de risques.

