AFC

المستشارون الماليون العرب

ARAB FINANCIAL CONSULTANTS

GROUPE ATB

Revue AFC 2026

Janvier 2026

Table des matières

Editorial 3

Bilan économique 4

Bilan du marché obligataire 6

Bilan du marché boursier en 2025 7

Portefeuille de l'AFC et stratégie boursière pour 2026 8

Valeurs du portefeuille AFC 2026

- BIAT 10
- BT 10
- ATL 11
- CIL 11
- MAGHREBIA Vie 12
- SFBT 12
- SAH 13
- SOTUVER 13
- TPR 14
- UNIMED 14

Recommandations des valeurs 15

Syllabus 16

EDITORIAL

L'année 2025 marque un tournant encourageant pour l'économie tunisienne. Après plusieurs années difficiles, des signes tangibles de redressement se dessinent : l'inflation recule progressivement, la croissance reprend timidement son souffle, et les comptes publics affichent une trajectoire d'amélioration. Au-delà des chiffres, c'est un regain de dynamisme qui se fait sentir dans certains secteurs porteurs tels que le numérique, les énergies renouvelables et le tourisme. Si des obstacles structurels demeurent, notamment en matière d'emploi et d'investissement, la Tunisie dispose d'atouts précieux : une population jeune et éduquée, une position géographique stratégique, et une capacité de résilience maintes fois démontrée. Toutefois, les défis structurels restent imposants : le chômage demeure élevé, l'investissement peine à redémarrer, et les réformes nécessaires avancent lentement. La Tunisie se trouve ainsi à un point d'équilibre fragile, où la stabilisation acquise ne garantit pas encore une véritable transformation. L'année 2025 apparaît moins comme une année de rupture que comme une étape nécessaire.

Sur le plan macroéconomique, les signaux de redressement sont indéniables. La croissance devrait se situer autour de 2,4 à 2,6%, en nette amélioration par rapport à 2024. L'inflation a reculé sous la barre des 5%, permettant un premier assouplissement monétaire, tandis que les réserves en devises se sont renforcées et que le dinar a montré des signes de stabilisation. Les investissements étrangers ont progressé de manière significative, et certains secteurs clés — agriculture, tourisme, phosphates — ont joué un rôle d'amortisseur conjoncturel dans un environnement international incertain.

Mais cette amélioration reste, pour l'essentiel, conjoncturelle. Elle repose davantage sur des facteurs exogènes favorables (conditions climatiques, reprise partielle de la demande européenne, amélioration sécuritaire) que sur une transformation profonde de l'appareil productif. La croissance demeure insuffisante pour absorber le chômage structurel, créer des emplois durables et enclencher une véritable dynamique d'accumulation du capital.

L'économie tunisienne est enfermée dans une logique de gestion de crise permanente. L'investissement reste atone, les crédits à l'économie progressent faiblement, et l'obsolescence du capital productif devient un risque majeur pour la compétitivité future. Les industriels continuent d'exploiter des équipements vieillissants, faute de visibilité, de confiance et d'un climat d'affaires sécurisant. Le « Missing Middle » — l'absence de PME solides capables de structurer des chaînes de valeur — demeure l'un des handicaps majeurs de l'économie nationale.

Au cœur de cette impasse se trouve le rôle de l'État. En 2025, celui-ci a continué à absorber une part disproportionnée des ressources financières, accaparant près du tiers des crédits bancaires et finançant une paix sociale coûteuse à travers des entreprises publiques structurellement déficitaires. Ce modèle, fondé sur la rente sociale et l'endettement interne, assèche le financement du secteur productif sans créer de valeur équivalente. Il alimente une économie à deux vitesses : un secteur privé qui génère l'essentiel de l'investissement et des recettes fiscales, mais dont la base productive se rétrécit, et un secteur public budgétairement insoutenable, qui agit comme un frein à la croissance.

La loi de finances 2026 s'inscrit dans cette continuité. Si elle respecte les équilibres institutionnels et intègre certaines mesures sociales nécessaires, elle ne porte pas de vision réformatrice capable d'impulser une rupture. L'essentiel des ressources demeure absorbé par les dépenses courantes, le service de la dette et les subventions, laissant peu de marges pour l'investissement public productif. Le recours accru à l'endettement interne et aux financements de la Banque centrale pose, en outre, de sérieuses questions de soutenabilité à moyen terme.

Le lancement du Plan de développement 2026-2030 avec l'objectif affiché d'une croissance robuste et la volonté proclamée de justice sociale et de réduction des disparités régionales ouvrent une fenêtre d'opportunité. Mais cette ambition ne pourra se concrétiser sans un changement de paradigme. La stabilisation macroéconomique, aussi nécessaire soit-elle, ne suffit plus. Le temps est venu de passer d'une logique défensive à une logique de transformation.

Cela suppose un nouveau pacte productif. Un pacte qui place l'entreprise au cœur de la stratégie de croissance. Un pacte fondé sur la réforme de la gouvernance des entreprises publiques, la libération du financement bancaire au profit de l'investissement privé, la montée en gamme industrielle, l'innovation technologique et la valorisation des compétences tunisiennes. Sans réformes structurelles courageuses, la reprise observée en 2025 risque de n'être qu'un palier avant une stagnation prolongée.

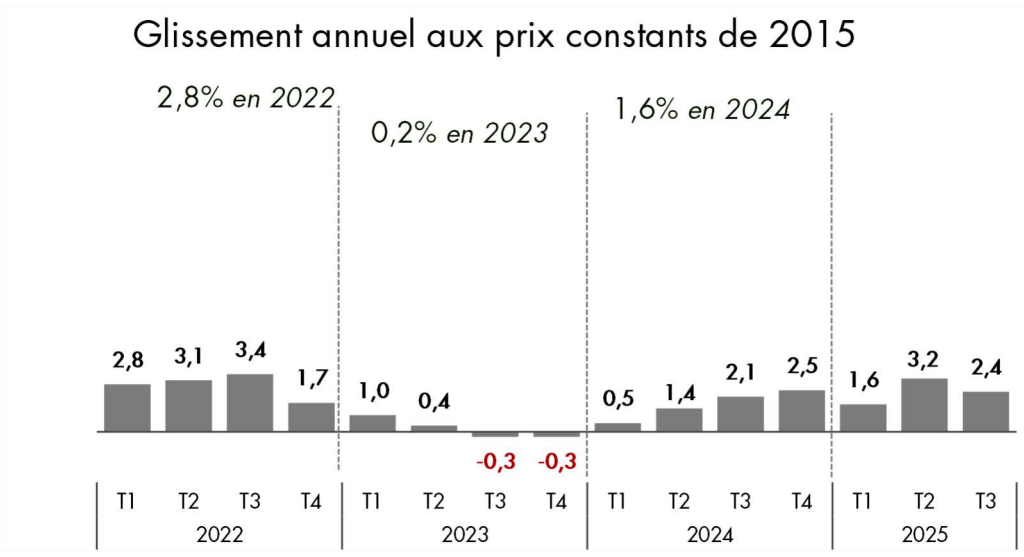
L'année 2026 sera donc moins celle des promesses que celle des choix. Le véritable enjeu n'est pas de préserver l'existant, mais d'oser construire une économie différente, capable de transformer la stabilisation fragile d'aujourd'hui en croissance durable demain.

Bilan économique

Croissance : Variation du PIB en glissement annuel

Au troisième trimestre 2025, l'économie tunisienne a affiché une croissance de 2,4 % en glissement annuel par rapport à la même période de 2024. Cette évolution résulte principalement de la progression de plusieurs secteurs, notamment l'extraction des produits miniers (+31,7 %), l'agriculture, la sylviculture et la pêche (+11,5 %), l'hébergement et la restauration (+7,1 %) ainsi que la production et la distribution d'électricité et de gaz (+5,8 %).

En revanche, cette dynamique a été partiellement freinée par le recul de certains secteurs, en particulier l'extraction du pétrole et du gaz naturel (-13,1 %), les activités financières et d'assurance (-11 %), l'industrie du textile, de l'habillement et du cuir (-3,8 %), ainsi que le raffinage du pétrole (-2,3 %).



Commerce extérieur

En 2025, le déficit commercial de la Tunisie s'est nettement creusé, augmentant de 2 873 millions de dinars (MD) pour s'établir à 21 800 MD. Cette détérioration s'explique par une progression des exportations limitée à 2,6 % par rapport à 2024 (après une quasi-stagnation entre 2023 et 2024), alors que les importations ont enregistré une hausse plus soutenue de 5,5 %, contre 2,3 % l'année précédente. Cette évolution a entraîné un recul du taux de couverture des importations par les exportations de 2,1 points de pourcentage, pour atteindre 74,5 %.

Hors énergie, le déficit commercial s'est également aggravé en 2025, s'élargissant de 2 598 MD pour atteindre 10 656 MD, contre 8 058 MD en 2024.

L'analyse par régime met en évidence une dégradation marquée du solde commercial sous le régime général, dont le déficit s'est accru de 4 094 MD pour atteindre 41 318 MD. Cette évolution est principalement imputable à l'augmentation des importations (+4,8 %) conjuguée à une baisse des exportations (-7,3 %).

À l'inverse, le régime offshore a dégagé une croissance d'excédent commercial de 1 222 MD, portant son solde positif à 19 518 MD. Cette performance s'explique par une hausse des importations (+7,1 %) légèrement supérieure à celle des exportations (+6,9 %), contribuant néanmoins à l'amélioration de la balance commerciale de ce régime.

Ainsi, malgré la détérioration globale de la situation commerciale de la Tunisie en 2025, le régime offshore a affiché une performance relativement plus favorable que le régime général.

En MD	Total 2023	Total 2024	Total 2025	*Var 25/24*
Régime offshore				
Import	25 739	24 847	26 621	*7,1%*
Export	43 706	43 143	46 139	*6,9%*
Solde Régime offshore	17 967	18 296	19 518	
Taux de couverture R.Off	*169,8%*	*173,6%*	*173,3%*	
Régime général				
Import	53 407	56 158	58 874	*4,8%*
Export	18 372	18 934	17 556	*-7,3%*
Solde Régime général	-35 036	-37 224	-41 318	
Taux de couverture R.G	*34,4%*	*33,7%*	*29,8%*	
Solde global	-17 069	-18 928	-21 800	
Taux de couverture en %	*78,4%*	*76,6%*	*74,5%*	

Inflation, Taux Directeur de la BCT (TD) et TMM

L'année 2025 s'est achevée sur un taux d'inflation de 4,9 %, en nette diminution par rapport aux 6,2 % enregistrés en décembre 2024 et aux 8,1 % observés en décembre 2023. Cette désinflation s'explique principalement par le ralentissement de la progression des prix des produits alimentaires et des boissons non alcoolisées (6,1 % contre 7,2 %), des services de santé (3,7 % contre 8,4 %), des restaurants et hôtels (6 % contre 11,7 %), ainsi que des logements, de l'eau, du gaz, de l'électricité et des autres combustibles (3,5 % contre 4,1 %).

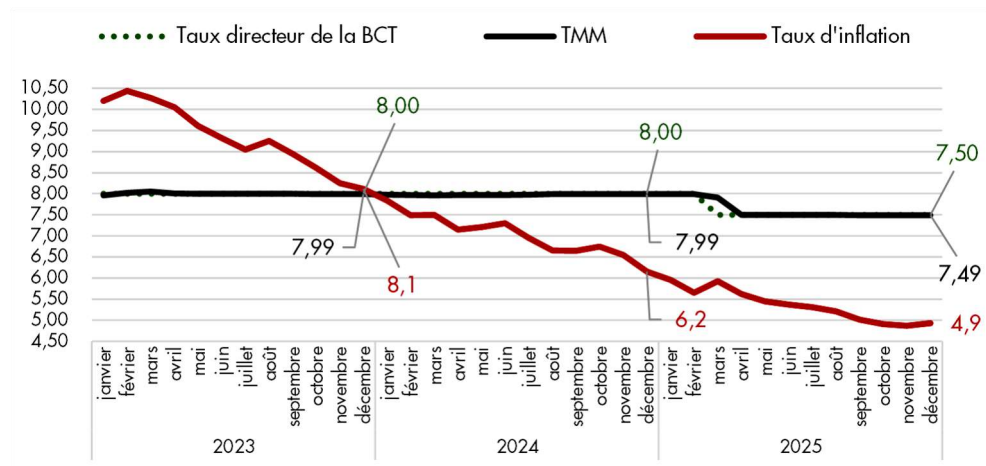
Sur l'ensemble de l'année 2025, l'inflation moyenne annuelle s'est établie à 5,3 %, contre 7 % en 2024 et 9,3 % en 2023.

Par ailleurs, l'inflation sous-jacente, calculée hors produits alimentaires et énergie, a atteint 4,9 % en décembre 2025, contre 6,3 % en décembre 2024 et 7,1 % en décembre 2023.

En %	2022	2023	2024	2025
Taux d'inflation fin de l'année	10,1%	8,1%	6,2%	4,9%
Taux d'inflation moyenne annuelle	8,3%	9,3%	7,0%	5,3%

En 2025, le taux directeur a été ajusté à deux reprises. Il a d'abord été abaissé de 8 % à 7,5 % en mars 2025, puis ramené de 7,5 % à 7 % à l'issue de la réunion de la BCT du 30 décembre 2025. Cette dernière décision, entrée en vigueur le 7 janvier 2026, visait à soutenir la dynamique de désinflation, malgré la persistance de certaines pressions inflationnistes.

Par ailleurs, le TMM s'est établi à 7,49 % en décembre 2025, contre 7,99 % à la même période de l'année précédente.



Bilan économique

Budget de l'Etat

Recettes

RECETTES EN MD	LFR 2024	LF 2025	9 mois 2025	9 mois 2024	Var 9m25/ 9m24
Impôts Directs	**17 801**	**19 358**	**14 671**	**13 360**	***10%***
Impôts sur le Revenu	12 376	12 780	9 758	9 257	*5%*
Impôts sur les Sociétés	5 425	6 578	4 914	4 103	*20%*
Impôts Indirects	**23 954**	**25 891**	**18 768**	**17 721**	***6%***
Droits de Douanes	2 071	2 111	1 662	1 462	*14%*
TVA	11 252	12 028	8 587	8 194	*5%*
Droits de Consommation	3 984	4 296	3 105	2 964	*5%*
Autres Impôts indirects	6 646	7 456	5 413	5 102	*6%*
Total recettes fiscales	**41 754**	**45 249**	**33 439**	**31 081**	***8%***
Total recettes non fiscales	4 632	4 429	2 418	2 129	*14%*
Dons	625	350	204	531	*-62%*
TOTAL DES RECETTES PROPRES	**47 012**	**50 028**	**36 061**	**33 741**	***7%***
Emprunts Intérieurs	23 203	21 872	15 467	15 514	*0%*
Emprunts Extérieurs	3 500	6 131	3 045	2 319	*31%*
Autres ressources du Trésor	2 267	200	-3 479	-4 930	*-29%*
TOTAL EMPRUNTS ET TRESOR	**28 971**	**28 203**	**15 033**	**12 903**	***17%***
TOTAL DES RECETTES	**75 982**	**78 231**	**51 094**	**46 644**	***10%***

Dépenses

DEPENSES EN MD	LFR 2024	LF 2025	9 mois 2025	9 mois 2024	Var 9m25/ 9m24
Charges budgétaires	**56 620**	**59 828**	**35 202**	**34 277**	***3%***
Rémunérations Publiques	22 273	24 388	17 417	16 593	*5%*
Dépenses de gestion	2 775	2 620	1 185	1 368	*-13%*
Interventions Publiques	19 268	20 518	9 185	8 288	*11%*
Dépenses d'Investissement	5 895	5 427	2 743	3 125	*-12%*
Dépenses des opérations financières	119	63	1	30	
Charges de financement *(Intérêts de la dette)*	6 291	6 487	4 671	4 873	*-4%*
Dépenses non réparties		325			
Prêts	**841**	**200**	**1 031**	**828**	***25%***
TOTAL DES DEPENSES	**57 461**	**60 028**	**36 233**	**35 104**	***3%***
PRINCIPAL DE LA DETTE	**18 521**	**18 203**	**14 861**	**11 539**	***29%***
TOTAL DES DEPENSES ET SERVICE DE LA DETTE	**75 982**	**78 231**	**51 094**	**46 644**	***10%***

Solde budgétaire

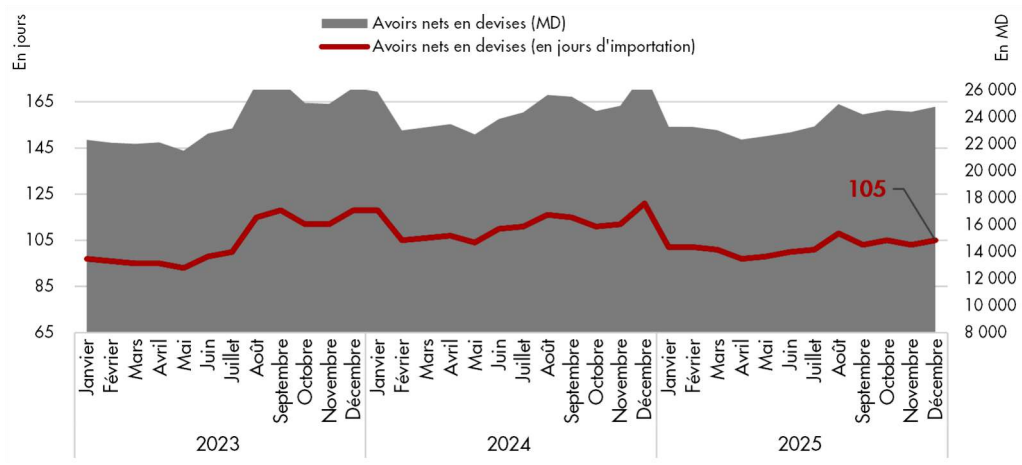
SOLDE BUDGETAIRE EN MD	LFR 2024	LF 2025	9 mois 2025	9 mois 2024	Var 9m25/ 9m24
Solde budgétaire (hors privatisation, dons & revenus de confiscation)	*-10 234*	*-10 150*	*656*	*-1 067*	*-161%*
En % du PIB	*-6,4%*	*-5,5%*			

Dettes

DETTES EN MD	LFR 2024	LF 2025	9 mois 2025	9 mois 2024	Var 9m25/ 9m24
Service de la Dette Publique	**24 812**	**24 690**	**19 532**	**16 412**	***19%***
Dette Intérieure	13 289	14 297	10 808	7 573	*43%*
En %	*53,6%*	*57,9%*	*55,3%*	*46,1%*	*20%*
Dette Extérieure	11 523	10 393	8 725	8 840	*-1%*
En %	*46,4%*	*42,1%*	*44,7%*	*53,9%*	*-17%*
Remboursement du Principal de la Dette Publique	**18 521**	**18 203**	**14 861**	**11 539**	***29%***
Dette Intérieure	9 191	9 734	7 583	4 513	*68%*
Dette Extérieure	9 330	8 469	7 278	7 027	*4%*
Remboursement des Intérêts de la Dette Publique	**6 291**	**6 487**	**4 671**	**4 873**	***-4%***
Dette Intérieure	4 098	4 563	3 224	3 060	*5%*
Dette Extérieure	2 193	1 924	1 447	1 813	*-20%*
Encours de la Dette Publique	**135 642**	**147 402**	**136 625**	**129 505**	***5%***
En % du PIB	*84,9%*	*80,5%*			
Structure de la Dette publique	**135 642**	**147 402**	**136 625**	**129 505**	***5%***
Dette Intérieure	73 103	85 984	80 514	67 715	*19%*
En %	*53,9%*	*58,3%*			
Dette Extérieure	62 539	61 418	56 111	61 790	*-9%*
En %	*46,1%*	*41,7%*			

Avoirs nets en devises

À fin décembre 2025, les réserves en devises se sont établies à 24 797 millions de dinars (MDT), correspondant à 105 jours d'importation, contre 27 332 MDT à la même période de 2024, soit l'équivalent de 121 jours d'importation.



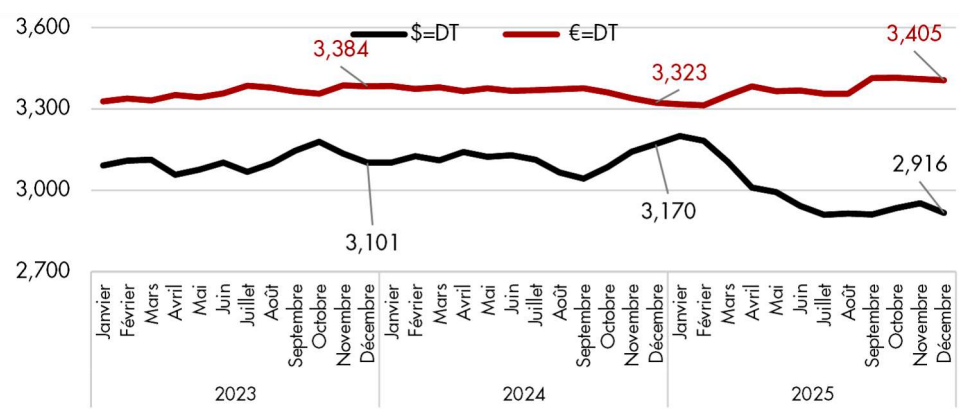
Volume moyen mensuel de refinancement des banques

En décembre 2025, le volume global moyen mensuel du refinancement a atteint 10 972 MDT contre 12 067 MDT en décembre 2024.

Taux de change

En décembre 2025, comparativement à décembre 2024, le dinar tunisien s'est déprécié de 2,4 % face à l'euro, le taux de change s'établissant à 3,405 dinars pour un euro, contre 3,323 dinars un an auparavant.

À l'inverse, le dinar s'est apprécié de 8,7 % vis-à-vis du dollar américain, avec un taux de change de 2,916 dinars pour un dollar en décembre 2025, contre 3,170 dinars en décembre 2024.

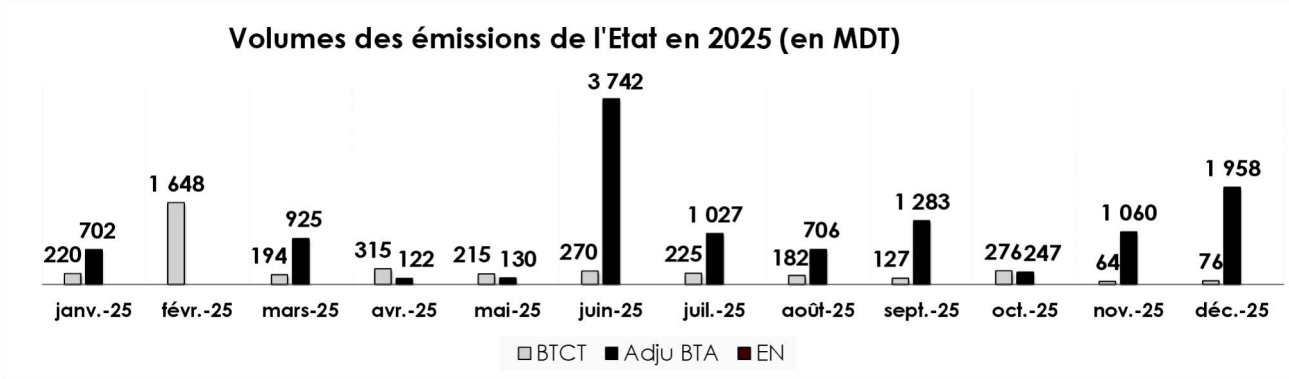


Cours du pétrole

À la fin du mois de décembre 2025, le cours du Brent s'est établi à 60,9 dollars américains, contre 74,8 dollars à la même période de 2024, enregistrant ainsi une baisse de 18,6 %.

Bilan du marché obligataire en 2025

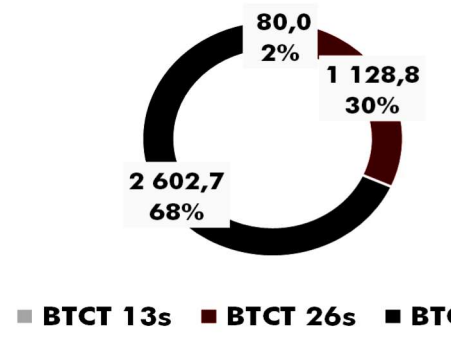
Les émissions de l'Etat



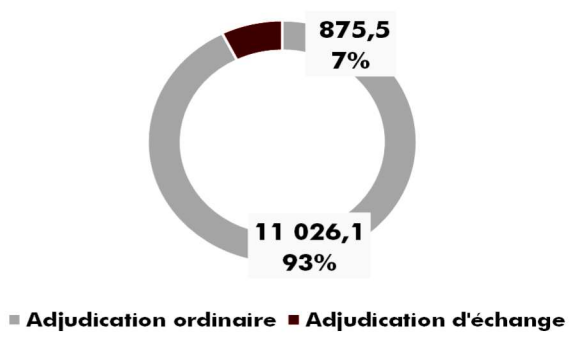
Le Trésor a collecté durant l'année 2025 un total de 11 901,6 MDT en Bons de Trésor Assimilables : 11 026,1 MDT à travers des adjudications ordinaires et 875,5 MDT à travers une adjudication d'échange.

Au niveau des Bons de Trésor de Court Terme, la collecte totale a atteint 3 811,5 MDT : 2602,5 MDT de BTCT (52 semaines), 1 128,8 MDT de BTCT (26 semaines) et 80 MDT de BTCT (13 semaines).

Répartition du montant levé en BTCT



Répartition du montant levé en BTA

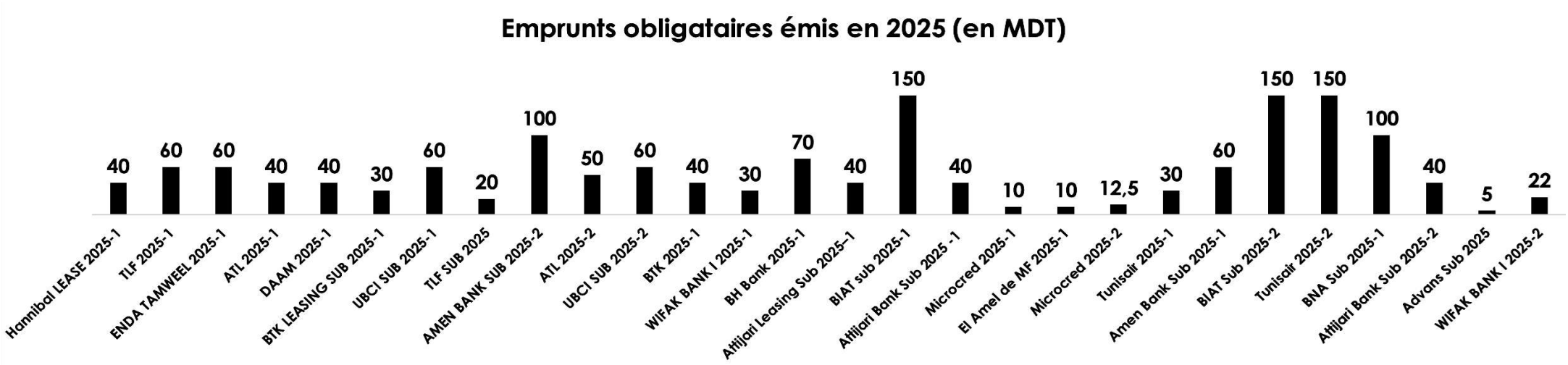


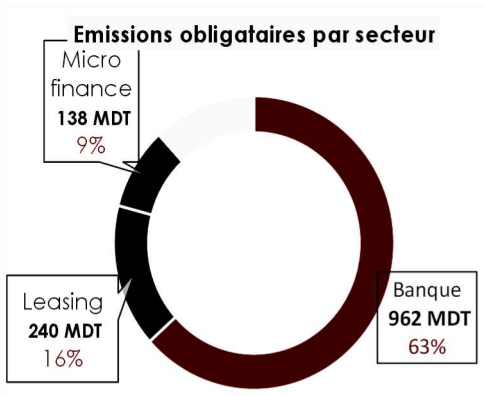
Par ailleurs, durant l'année 2025, l'Etat n'a pas eu recours à l'émission d'emprunt national.

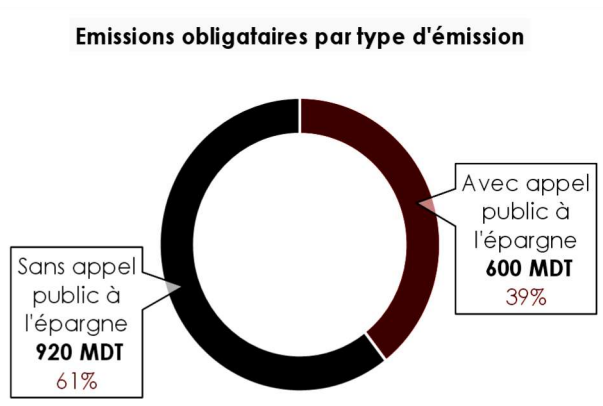
Coté taux :

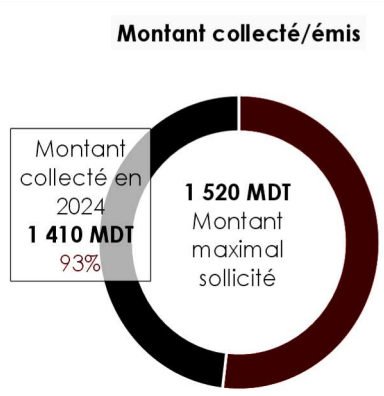
- Le dernier taux du BTCT 52 semaines est de 8,25%
- Le dernier taux du BTCT 26 semaines est de 8,15%
- Le dernier taux du BTCT 13 semaines est de 8,49%
- Le dernier taux de BTA 10 ans (BTA 9,4% Décembre 2035) est de 9,40%.

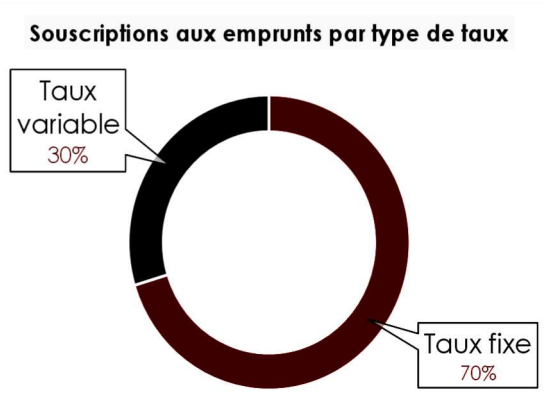
Les émissions privées











En 2025, les émissions d'emprunts obligataires des sociétés ont totalisé un montant de 1 519,5 MDT réparties entre 63% pour le secteur bancaire, 16% pour les sociétés de leasing et 9% pour les sociétés de micro-finance. Les 12% restant concernent les émissions de TUNISAIR .

Les emprunts émis sans recours à l'appel public à l'épargne représentent 61% du montant total.

Au 31/12/2025, le montant total sollicité a été collecté à hauteur de 93%.

Les choix des souscripteurs en termes de type de taux ont été plus orientés vers les taux fixes représentant 70% du total des souscriptions.

Les taux des émissions ont varié entre 9,1% et 11,50% pour le fixe et TMM +1,65% et TMM +3,5% pour le taux variable.

Les durées des emprunts se sont étalées entre 5 années par amortissement constant au minimum et 7 années avec trois années de grâce au maximum.

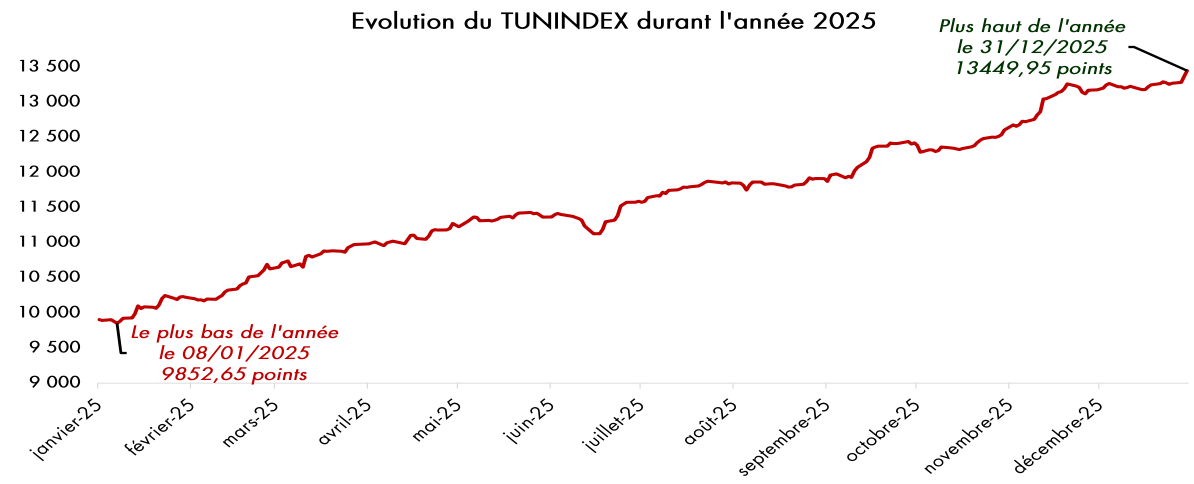
Bilan du marché boursier en 2025

	Valeur	Performance 2025
TUNINDEX	13 449,95	+35,12%
TUNINDEX 20	5 975,28	+36,30%

La Bourse de Tunis a clôturé sa 5ème année de hausse consécutive après avoir réalisé une performance exceptionnelle de 35,12% en 2025 terminant l'année à 13 449,95 points. Depuis Octobre 2024, le TUNINDEX a enchainé 14 mois consécutifs de hausse avec un pic de 4,50% en Novembre 2025. Soutenu par un mémorable trend haussier, l'indice du marché est passé d'un plus bas à 9 852,65 points à la date du 8 janvier 2025 à 13 449,95 points le 31/12/2025 qui correspond à son plus haut de 2025. Dans la même portée, le TUNINDEX 20 a progressé de 36,30% clôturant l'année à 5 975,28 points .

L'indice du secteur des sociétés financières s'est inscrit en hausse de 39,5% en 2025 soutenu par l'indice des Banques qui réalise également 39,5%, l'indice de Assurances qui augmente de 30,2% et l'indice des sociétés de Services financiers qui gagne près de 50% de sa valeur. Rappelons que la capitalisation du secteur bancaire demeure prédominante sur la cote, accaparant à elle seule 44,3% de la capitalisation globale du marché. La meilleure performance revient à l'indice des Services aux consommateurs qui s'accroit de 59,3% en 2025. Nous saluerons également les performances des indices des secteurs des Biens de consommation et des Matériaux de base qui progressent respectivement de 40,4% et 33,1% en 2025.

Côté actions, la société ASSAD a réalisé la plus forte performance de l'année avec une hausse de 412,9% de son cours, clôturant l'année 2025 à 3,18 DT. TUNINVEST-SICAR se classe deuxième avec une performance de 359,5% à 42 DT. Acquéreur de près de 30% du Groupe SAH durant 2025, le Groupe PGH a augmenté de 118,3% sur la cote du marché clôturant l'année 2025 à 18,5 DT. Nous noterons les bonnes performances des titres TPR, TUNISIE LEASING, la STA et MONOPRIX qui gagnent durant l'année 2025 respectivement 88,8%, 88,4%, 88% et 75,8% de leurs valeurs.



Du côté des plus fortes baisses, le titre SANIMED s'est replié de 61,22% à 0,57 DT suivi par SOTIPAPIER qui cède 43,1% à 2,78 DT et SOTEMAIL qui perd 30,2% de sa valeur, clôturant l'année 2025 à 3 DT.

Pour ce qui concerne les échanges, POULINA GROUP HOLDING a généré le volume annuel le plus important avec près de 205 MDT. Capitalisé à 3 378 MDT, la SFBT a généré des échanges de 174,8 MDT. Nous trouverons ensuite les titres AMEN BANK, TPR et ATTIJARI BANK qui dépassent également la barre des 100 MDT de volume échangé à respectivement 148,9 MDT, 146,6 MDT et 126,1 MDT.

Durant l'année 2025, le total des échanges et opérations effectués sur la Bourse de Tunis a progressé de 46,3% par rapport à l'année 2024 en passant de 3 675,4 MDT à 5 378,5 MDT. Sur le marché de la cote de la Bourse, le volume d'actions échangé s'est accru de 32,1% en passant de 1 610 MDT en 2024 à 2 126,2 MDT en 2025. Le échanges sur le marché des Obligations sont passés de 156,7 MDT en 2024 à 934,2 MDT en 2025 réalisant ainsi une hausse de près de 500%. Le volume des Enregistrements qui accapare 40% du total des capitaux traités sur le marché, a également vu ses flux progressés de 16% par rapport à 2024 à 2 189,1 MDT. Sur le marché Hors Cote, le volume des échanges a également connu une hausse exceptionnelle de 454% en passant de 19,6 MDT en 2024 à 108,7 MDT en 2025.

Top 10 des performances en 2025

ASSAD	412,90%
TUNINVEST-SICAR	359,46%
POULINA GP HOLDING	118,32%
ESSOUKNA	111,54%
TPR	88,78%
TUNISIE LEASING F	88,44%
STA	88,00%
MONOPRIX	75,77%
DELICE HOLDING	72,78%
AETECH	68,42%

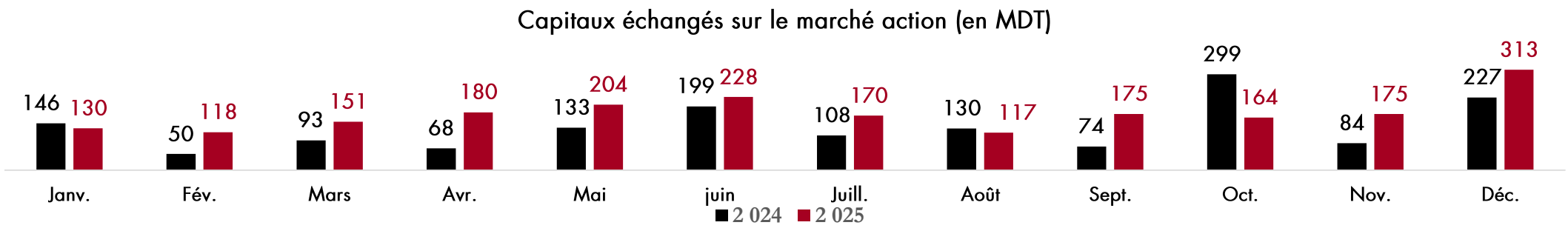
Top 10 des contre-performances en 2025

SANIMED	-61,22%
SOTIPAPIER	-43,12%
SOTEMAIL	-30,23%
ALKIMIA	-25,57%
SIAME	-23,18%
SOTETEL	-18,31%
NEW BODY LINE	-18,18%
BH BANK	-15,75%
WIFACK INT BANK	-14,44%
CARTHAGE CEMENT	-14,16%

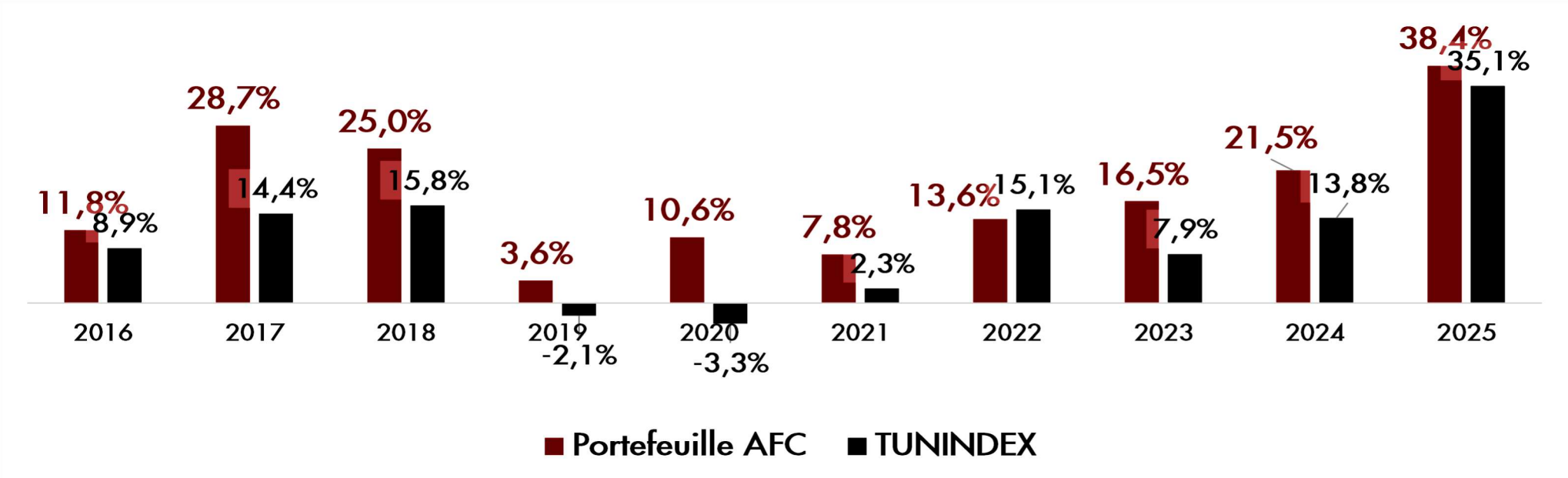
Top 10 des volumes en 2025

(En mDT)

PGH	204 937
SFBT	174 830
AMEN BANK	148 916
TPR	146 627
ATTIJARI BANK	126 081
SAH	86 425
CARTHAGE CEMENT	81 649
BIAT	77 033
UNIMED	75 421
OTH	64 355



Portefeuille de l'AFC et stratégie boursière pour 2026



RENDEMENT HISTORIQUE DE NOTRE PORTEFEUILLE RECOMMANDÉ

Durant l'année 2025, notre portefeuille des valeurs recommandées a réalisé une performance de **38,4%** contre **35,1%** pour l'indice principal du marché (TUNINDEX).

Depuis sa création (10 ans), notre portefeuille recommandé a réalisé une performance de 394,1% contre un marché qui a réalisé 166,7%.

Stratégie boursière pour l'année 2026

Après avoir réalisé une croissance de 13,75% en 2024, la Bourse de Tunis enchaine avec une performance de 35,12% en 2025. L'année 2026 constituera ainsi une année de challenge avec néanmoins plusieurs avantages. La baisse du taux directeur à 7% combinée à une inflation autour de 5,3%, favorise la détente monétaire et réduit significativement l'attrait des placements à revenu fixe, favorisant une réallocation naturelle des capitaux vers le marché actions. Dans ce contexte, notre stratégie boursière va se baser sur une approche de stock picking, articulée autour d'une allocation équilibrée entre résilience, rendement et croissance. Notre choix d'investissement se portera en priorité sur des valeurs défensives capables de démontrer une forte résistance face aux aléas sectoriels, notamment la SFBT, bénéficiant d'une position de leader sur son marché et d'une politique de dividendes régulière, ainsi que SAH, reconnue pour sa résilience et sa capacité d'adaptation. Le second pilier de la stratégie se portera sur les rendements à travers des valeurs à Yield élevé et à distribution récurrente de dividendes, tels que la BIAT et la BT, ainsi que les sociétés de leasing ATL et CIL, qui devraient profiter mécaniquement de la baisse du coût des ressources pour dynamiser leurs marges d'intermédiation et les volumes de crédits. La performance de notre portefeuille sera ensuite soutenue par des valeurs à forte croissance attendue et présentant de bons ratios financiers et boursiers. Nous avons opté pour la SOTUVER qui est stimulée par l'entrée d'un partenaire stratégique international, l'un des plus importants acteurs de l'industrie mondiale de l'emballage en verre, TPR qui devrait dégager des bénéfices exceptionnels en 2025, MAGHREBIA Vie, qui capitalise sur le développement profond et encore peu pénétré du marché de l'assurance Vie en Tunisie et UNIMED, pionnier de l'industrie pharmaceutique tunisienne, commercialisant des produits à haute valeur ajoutée et bénéficiant de l'essor des exportations. Cette allocation diversifiée et sélective permet ainsi de capter pleinement la prime de risque d'un marché en pleine rotation, où le rendement réel des actions redevient nettement supérieur à celui des placements à taux fixe.

Les indicateurs boursiers relatifs à notre portefeuille affichent un PER de 10,4 fois les bénéfices prévisionnels de 2026 et un rendement en dividende prévisionnel de 5,7% en 2025.

Portefeuille AFC 2026

Banques
BIAT
BT
Leasing
ATL
CIL
Assurances
MAGHREBIA Vie
Agro-alimentaire
SFBT
Biens de consommation
SAH
Industrie
SOTUVER
Matériaux de construction
TPR
Pharmaceutiques
UNIMED

Critères de sélection de notre portefeuille recommandé

	Secteur défensif	Rendement en dividende	Récurrence du dividende	Croissance du bénéfice attendu	PER 2026p	Div yield 2025p
Banques					8,3x	5,8%
BIAT		x	x		10,2x	5,9%
BT		x	x	x	7,8x	5,8%
Leasing					7,4x	5,7%
ATL		x	x		7,7x	6,1%
CIL		x	x		9,1x	7,8%
Assurances					9,7x	4,1%
MAGHREBIA Vie	x		x	x	7,2x	5,9%
Agro-alimentaire					11,4x	5,5%
SFBT	x		x		11,4x	6,7%
Biens de consommation					15,0x	3,1%
SAH	x			x	19,1x	3,0%
Industrie					12,0x	4,4%
SOTUVER	x		x		10,1	4,7%
Matériaux de construction					12,4x	2,1%
TPR		x	x	x	9,1x	4,3%
Pharmaceutique					12,3x	7,2%
UNIMED	x	x		x	11,3x	6,7%
Portefeuille					10,3x	5,7%

Evolution des bénéfices* sectoriels 2024 - 2027

(En MDT)	Bénéfices	Bénéfices	*VAR 25/24*	Bénéfices	*VAR 26/25*	Bénéfices	*VAR 27/26*
Secteur	2024	2025		2026 p		2027 p	
Bancaire	1614,6	1631,7	1,1%	1815,8	11,3%	1967,0	8,3%
Agro-alimentaire	396,6	412,6	4,0%	423,6	2,7%	444,8	5,0%
Biens de consommation	241,8	272,1	12,5%	294,7	8,3%	320,9	8,9%
Distribution automobile	125,9	145,3	15,4%	154,4	6,3%	162,2	5,1%
Leasing	116,6	126,6	8,6%	134,3	6,0%	142,6	6,2%
Assurances	158,0	182,6	15,6%	193,1	5,7%	203,9	5,6%
Industrie	124,1	138,5	11,6%	157,0	13,4%	180,9	15,2%
Sociétés d'investissements	35,9	37,1	3,4%	37,7	1,5%	40,1	6,5%
Matériaux de construction	129,3	125,5	-2,9%	134,1	6,9%	143,0	6,7%
Pharmaceutique	19,4	23,8	23,0%	26,7	12,0%	29,8	11,8%
Distribution générale	6,9	10,3	50,2%	16,6	60,6%	22,4	34,8%
Immobilier	0,8	2,0	148,6%	2,5	20,1%	2,9	20,1%
Divers	41,5	44,5	7,1%	48,7	9,5%	53,0	8,9%
Infrastructures et travaux publics	4,1	3,7	-9,4%	5,5	47,1%	7,2	30,8%
Total	3015,4	3156,3	4,7%	3444,4	9,1%	3720,8	8,0%

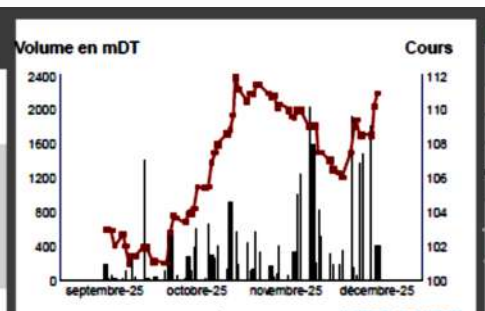
(*) Bénéfices des sociétés cotées hors ceux du compartiment S

BIAT

BIAT	Code ISIN TN0001800457
Marché: Marché principal	
Secteur: BANCAIRE	
Principaux actionnaires	
Groupe MABROUK	38,8%
Groupe Aziz MILAD	15,0%
Part. étrangère	*0,2%*
Fonds propres	2 226,4 MDT
Nombre d'actions	40,8 Mi
Valeur nominale	5,0 DT

Cours du 31/12/2025: **111,000 DT**

Acheter



Capitalisation boursière	4 528,8 MDT
Vol. des transactions hebdo.	2 535,3 mDT

Indicateurs boursiers			
Perf.	semaine	depuis le 31/12/2024	un an glissant
Variation	1,5%	24,7%	24,7%
+Haut	111,000DT	111,900DT	111,900DT
+Bas	108,500DT	87,500DT	87,500DT

Ratios	2023	2024	2025p	2026p
P/E	12,6x	11,9x	11,4x	10,2x
Div Yield	5,4%	5,4%	5,9%	6,3%
P/B	2,2x	2,0x	1,9x	1,8x

Indic. financiers	2023	2024	2025p	2026p
TCC	6,8%	7,0%	-	-
TCCC	71,7%	71,9%	-	-
Coef. d'exp	40,8%	44,3%	46,9%	46,9%
R. solvabilité	15,8%	15,4%	-	-
PNB (en MDT)	1 603,9	1 750,3	1 855,1	2 004,9
EBIT (en MDT)	681,5	776,9	791,5	854,4
Résultat net (en MDT)	358,6	379,4	397,6	441,9
BPA (en DT)	8,789	9,299	9,746	10,831
DPA (en DT)	6,000	6,000	6,500	7,000
Pay out	64,6%	68,4%	70,7%	68,5%
ROE	16,6%	16,4%	16,0%	16,4%

En 2025, la BIAT continue d'imposer son statut de leader du secteur bancaire tunisien. Au terme du premier semestre de l'année, la banque a dégagé un Produit Net Bancaire de 788,1 MDT contre 722,1 MDT en juin 2024 soit une augmentation de 9,1%. Plus forte capitalisation du marché, la banque a maintenu le cap sur rentabilité affichant un résultat net semestriel 2025 bénéficiaire de 246,1 MDT contre 219,7 MDT en juin 2024 soit une progression de 12%.

La BIAT continue à tirer profit de sa dynamique de collecte de dépôts les moins rémunérés de par sa stratégie de proximité avec ses clients et sa présence massive sur l'ensemble du territoire tunisien avec 206 agences. Ainsi, à fin septembre 2025, l'encours des dépôts de la BIAT a atteint 21 570 MDT soit une hausse de 9,4% témoignant de la fidélité et de la confiance de ses clients renforcées au fil des années. Les dépôts à vue sont passés de 9 194,4 MDT en septembre 2024 à 9 936,4 MDT au 30/09/2025 soit une progression de 8,1%.

La hausse de l'encours des crédits demeure timide, à l'image du dynamisme économique du pays, avec une hausse de 3,7% passant de 12 431 MDT en septembre 2024 à 12 888 MDT en septembre 2025.

Sur le plan prudentiel, la BIAT affiche des ratios satisfaisants au regard des normes réglementaires. Le taux de créances classées est parmi les plus bas du marché avec 7% du total des engagements et le taux de couverture des créances classées se situe à 71,9%, supérieur au seuil requis par la BCT.

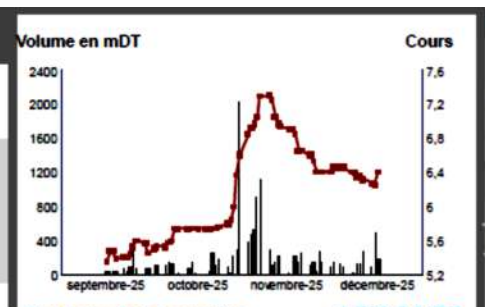
La banque combine son leadership avec des perspectives d'avenir prometteuses grâce à sa digitalisation, son soutient à l'économie, son expansion stratégique et sa reconnaissance à l'échelle internationale. Selon nos prévisions, le RNPG de l'exercice 2025 devrait se situer aux alentours de 400 MDT ce qui devrait permettre à la BIAT de distribuer un dividende supérieur aux années précédentes. Nous maintenons notre recommandation à l'Achat du titre.

BT

BT	Code ISIN TN0002200053
Marché: Marché principal	
Secteur: BANCAIRE	
Principaux actionnaires	
Banque fédérative du crédit mutue	35,3%
Abdellatif El FEKIH & Groupe	10,0%
Part. étrangère	*36,6%*
Fonds propres	1 414,4 MDT
Nombre d'actions	270,0 Mi
Valeur nominale	1,0 DT

Cours du 31/12/2025: **6.400 DT**

Acheter



Capitalisation boursière	1 728,0 MDT
Vol. des transactions hebdo.	754,2 mDT

Indicateurs boursiers			
Perf.	semaine	depuis le 31/12/2024	un an glissant
Variation	0,8%	30,1%	32,9%
+Haut	6,400DT	7,300DT	7,300DT
+Bas	6,250DT	4,660DT	4,660DT

Ratios	2023	2024	2025p	2026p
P/E	9,5x	8,7x	8,2x	7,8x
Div Yield	4,5%	5,5%	5,8%	6,3%
P/B	1,3x	1,2x	1,1x	1,0x

Indic. financiers	2023	2024	2025p	2026p
TCC	7,4%	6,9%	-	-
TCCC	81,2%	82,8%	-	-
Coef. d'exp	31,4%	31,2%	31,9%	32,8%
R. solvabilité	17,0%	17,1%	-	-
PNB (en MDT)	493,6	518,3	543,3	563,8
EBIT (en MDT)	285,8	334,6	351,4	363,2
Résultat net (en MDT)	182,3	199,4	211,1	220,4
BPA (en DT)	0,675	0,739	0,782	0,816
DPA (en DT)	0,290	0,350	0,370	0,400
Pay out	46,0%	50,2%	50,1%	51,9%
ROE	13,2%	13,7%	13,7%	13,6%

L'année 2024 a marqué une étape historique pour la Banque de Tunisie qui a célébré son140ème anniversaire. Dans un contexte économique complexe, la Banque de Tunisie a affiché une solidité financière remarquable et une croissance de ses principaux indicateurs. En 2024, la banque a dégagé un RNPG de 199,4 MDT contre 182,3 MDT en 2023 soit une hausse de 9,4%.

La banque s'appuie sur son Plan de Développement Stratégique (2023-2027) pour assurer une croissance robuste et durable. Les perspectives pour 2025 et au-delà s'articulent autour de plusieurs axes majeurs :

Transformation Digitale et Innovation : l'accélération de la transition vers une banque agile grâce à l'innovation produit et au renforcement de la relation client via les canaux digitaux.

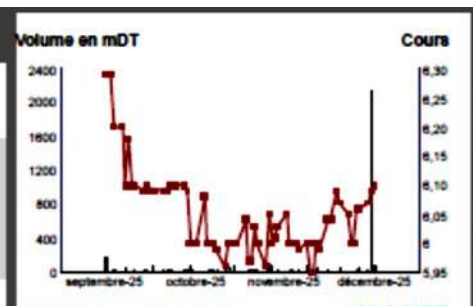
Piliers Stratégiques : la stratégie repose sur trois leviers : l'Expérience Client (approche centrée sur l'utilisateur), l'Excellence Opérationnelle (digitalisation et organisation optimisée) et une Croissance Responsable (maîtrise des risques et rentabilité durable).

La Banque de Tunisie accorde une importance centrale à la maîtrise des risques, qu'elle considère comme un levier essentiel de stabilité et de performance durable. Elle s'appuie sur un dispositif de gouvernance rigoureux et des procédures de contrôle interne renforcées. Dans ce cadre, la banque adopte un choix sélectif de sa clientèle, fondé sur une évaluation approfondie de la solvabilité, de la qualité des projets financés et de la conformité aux exigences réglementaires. Cette approche prudente et sélective lui permet de sécuriser son portefeuille, de préserver la confiance des clients et des partenaires, et de soutenir une croissance équilibrée, alignée sur les meilleures pratiques de gestion des risques.

En 2025, la BT devrait dégager des bénéfices consolidés de 211 MDT et qui pourront dépasser les 220 MDT à l'horizon 2026. La banque est capitalisée à 7,8 fois ses bénéfices 2026 avec un Yield 2025 estimé à 5,8%. Nous intégrons la BT dans notre Portefeuille recommandé pour ce premier semestre 2026.

ATL

ATL	Code ISIN TN0004700100
Marché: Marché principal	
Secteur: LEASING	
Principaux actionnaires	
ATB	40,0%
BNA	11,1%
Part. étrangère	0,0%
Fonds propres	142,9 MDT
Nombre d'actions	32,5 Mi
Valeur nominale	1,0 DT
Cours du 31/12/2025	6,100 DT
Acheter	



Capitalisation boursière	198,3 MDT
Vol. des transactions hebdo.	2 214,0 mDT

Indicateurs boursiers			
Perf.	semaine	depuis le 31/12/2024	un an glissant
Variation	1,7%	51,8%	52,8%
+Haut	6,100DT	6,480DT	6,480DT
+Bas	6,070DT	3,830DT	3,830DT

Ratios	2023	2024	2025p	2026p
P/E	9,9x	9,0x	8,2x	7,7x
Div Yield	4,9%	5,7%	6,1%	6,6%
P/B	1,5x	1,4x	1,3x	1,2x

Indic. financiers	2023	2024	2025p	2026p
TCC	8,7%	7,9%	-	-
TCCC	88,6%	86,8%	-	-
Coef. d'exp.	31,3%	30,4%	31,2%	31,4%
R. solvabilité	18,6%	17,6%	-	-
RNL (en MDT)	51,2	58,4	62,0	67,1
EBIT (en MDT)	30,9	37,0	37,0	41,8
Résultat net (en MDT)	20,0	22,1	24,1	25,7
BPA (en DT)	0,615	0,680	0,740	0,791
DPA (en DT)	0,300	0,350	0,370	0,400
Pay out	50,1%	52,7%	52,1%	51,8%
ROE	15,2%	15,4%	15,5%	15,3%

Au terme de l'année 2024, l'ATL a réussi, une fois encore, à maintenir sa position de challenger sur le marché avec un encours qui passe de 584 MDT en 2023 à 642 MDT marquant ainsi une progression de 10% et une part de marché de 15,5%. Les mises en force de l'ATL ont progressé de 15% en passant de 332 MDT en 2023 à 382 MDT en 2024 contre une évolution de 10% pour le secteur. A fin 2024, le taux moyen de sortie affiche 15,34% contre 15,09% pour la moyenne du secteur conservant ainsi un spread favorable pour l'ATL. Au niveau des états financiers consolidés 2024, l'ATL a réalisé des Produits Nets de Leasing de 58,4 MDT contre 51,2 MDT à fin 2023 soit une progression de 14,1%. Les efforts déployés en matières de gestion du risque ont permis à la société de baisser son coût du risque qui est passé de 4,4 MDT en 2023 à 3,1 MDT en 2024 soit un gain de 1,3 MDT. La société a dégagé un RNPG bénéficiaire de 22,1 MDT en 2024 contre 20 MDT en 2023 soit une augmentation de 10,7%.

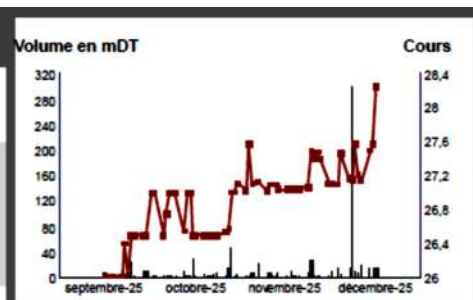
Coté ratios prudentiels, la société a de nouveau fait baisser son taux de créances classées qui passe de 8,7% en 2023 à 7,9% en 2024 et un taux de couverture qui demeure confortable et bien au-dessus des exigences de la BCT à 86,8%.

Au terme de juin 2025, les états financiers individuels semestriels ont affiché des bénéfices de 11,3 MDT contre 10,2 MDT en juin 2024 soit une hausse de 10,5% confirmant sa bonne dynamique de croissance et un niveau de rentabilité enviable. A fin septembre 2025, la société réalisait des Produits Nets de Leasing de 44,9 MDT contre 40 MDT au 30/09/2024 soit une croissance de 12,1%.

Depuis octobre 2021, l'ATL maintient une note de BBB+ avec perspective stable par l'agence Fitch Rating. De par sa capacité à dégager des bénéfices, ses ratios d'équilibre financier très rassurants, un PER 2026 estimé à 7,7 et un rendement en dividende estimé à 6,1% en 2025, nous maintenons le titre ATL dans les valeurs que nous recommandons pour le premier semestre 2026.

CIL

CIL	Code ISIN TN0004200853
Marché: Marché principal	
Secteur: LEASING	
Principaux actionnaires	
Sté Générale Financière	40,7%
TUNISIAN TRAVEL SERVICE	11,6%
Part. étrangère	0,0%
Fonds propres	133,4 MDT
Nombre d'actions	7,0 Mi
Valeur nominale	5,0 DT
Cours du 31/12/2025	28,250 DT
Acheter	



Capitalisation boursière	197,8 MDT
Vol. des transactions hebdo.	40,8 mDT

Indicateurs boursiers			
Perf.	semaine	depuis le 31/12/2024	un an glissant
Variation	2,5%	22,3%	27,5%
+Haut	28,250DT	28,250DT	28,250DT
+Bas	27,500DT	22,290DT	22,290DT

Ratios	2023	2024	2025p	2026p
P/E	10,1x	9,8x	9,4x	9,1x
Div Yield	7,1%	7,8%	7,8%	8,1%
P/B	1,6x	1,5x	1,4x	1,3x

Indic. financiers	2023	2024	2025p	2026p
TCC	7,3%	8,4%	-	-
TCCC	72,8%	63,3%	-	-
Coef. d'exp.	30,0%	30,1%	30,1%	30,4%
R. solvabilité	-	-	-	-
RNL (en MDT)	43,8	46,1	48,7	51,1
EBIT (en MDT)	25,2	28,5	29,7	30,9
Résultat net (en MDT)	19,6	20,2	21,0	21,7
BPA (en DT)	2,801	2,883	2,999	3,095
DPA (en DT)	2,000	2,200	2,200	2,300
Pay out	72,3%	77,5%	74,5%	75,5%
ROE	15,4%	15,0%	14,7%	14,2%

La Compagnie Internationale de Leasing a réalisé, au niveau des états financiers consolidés, des Produits Nets de Leasing de 46,1 MDT en 2024 contre 43,8 MDT en 2023 soit une hausse de 5,1%. Réputé pour son profil prudent, la CIL a réduit son coût du risque avec un total de provisions qui passe de 4,6 MDT en 2023 à 2,8 MDT en 2024 soit un repli de 38,5%. Malgré la hausse spectaculaire des impôts (hors Contributions) qui passent de 4,8 MDT en 2023 à 7,2 MDT en 2024, le RNPG affiche une hausse de 2,9% en passant de 19,6 MDT en 2023 à 20,2 MDT en 2024. La CIL maintient sa 3ème place du secteur avec un encours qui passe de 554,8 MDT en 2023 à 598,4 MDT à fin 2024, marquant ainsi une augmentation de 7,9% et une part de marché de 14,4%. Les mises en force ont atteint 375,1 MDT au terme de l'année 2024 contre 354,9 MDT à fin 2023, soit une augmentation de 5,7%.

Par ailleurs, suite à des impayés exceptionnels survenus durant l'année 2024, la compagnie a vu ses ratios prudentiels se dégrader avec un taux de créances classées qui augmente de plus 100 points de base à 8,4% en 2024 et un ratio de couverture des créances classées qui se dégrade de 950 points de base à 63,3%.

A fin juin septembre 2025, les indicateurs d'activité de la CIL affichent des Produits Nets de Leasing de 36,8 MDT contre 32,9 MDT en septembre 2024 soit une progression de 12%.

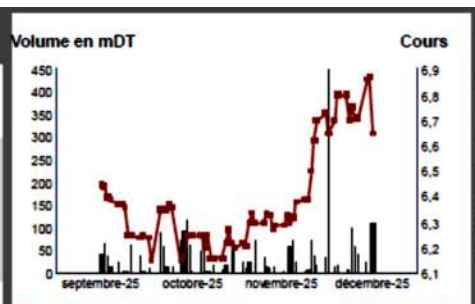
Durant plusieurs années, le management de la CIL a développé différents outils et méthodes qui lui ont permis d'optimiser l'efficacité de sélection et de prises de décision dans l'octroi de crédit à la clientèle.

En 2025, la compagnie devrait dégager un résultat net dépassant les 21 MDT. Le titre se traite à 9,1 fois ses bénéfices prévisionnels 2026 et offre un généreux rendement en dividende avec un Yield estimé à 7,8% au titre de 2025.

Connue pour sa maitrise des charges, la qualité de ses engagements et bénéficiant de ratios boursiers attrayants, nous garderons la CIL parmi les 10 valeurs recommandées pour ce 1er semestre 2026.

MAGHREBIA Vie

ASSU MAGHREBIA VIE	Code ISIN TNDKJ8O68X14
Marché: Marché principal	
Secteur: ASSURANCES	
Principaux actionnaires	
ASSURANCES MAGHREBIA	56,7%
Union Financière Holding	8,4%
Part. étrangère	*0,0%*
Fonds propres	138,2 MDT
Nombre d'actions	25,0 Mi
Valeur nominale	1,0 DT
Cours du 31/12/2025	**6,650 DT**
Acheter	



Capitalisation boursière	166,3 MDT
Vol. des transactions hebdo.	140,4 mDT

Indicateurs boursiers

Perf.	semaine	depuis le 31/12/2024	un an glissant
Variation	-1,5%	14,0%	14,0%
+Haut	6,870DT	6,870DT	6,870DT
+Bas	6,650DT	5,377DT	5,377DT

Ratios	2023	2024	2025p	2026p
P/E	9,3x	8,2x	7,6x	7,2x
Div Yield	4,8%	5,5%	5,9%	6,3%
P/B	1,3x	1,2x	1,1x	1,0x

Indic. financiers	2023	2024	2025p	2026p
Primes émises (en MDT)	111,6	128,4	138,0	148,3
Sinistres réglés (en MDT)	45,6	63,6	68,0	72,8
% CA vie	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
% CA non vie	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
CA (en MDT)	111,6	128,4	138,0	148,3
Résultat technique (en MDT)	15,2	17,5	19,3	21,2
Résultat net (en MDT)	17,8	20,2	21,8	23,2
BPA (en DT)	0,713	0,807	0,873	0,927
DPA (en DT)	0,321	0,363	0,390	0,420
Pay out	45,0%	45,0%	44,6%	45,3%
ROE	14,1%	14,6%	14,6%	14,4%

Fondée en 2009, et détenue à hauteur de 56,7% par sa société mère MAGHREBIA SA, MAGHREBIA Vie est spécialisée dans l'assurance vie, la prévoyance et l'épargne-retraite. En 2024, l'assureur a dégagé un résultat net de 20,2 MDT contre 17,8 MDT en 2023 soit une progression de 13,5%. Consciente des enjeux économiques et financiers ainsi que de l'instabilité du contexte national et international, la compagnie mobilisera l'ensemble de ses ressources afin de renforcer sa position et d'explorer de nouvelles opportunités de croissance rentable.

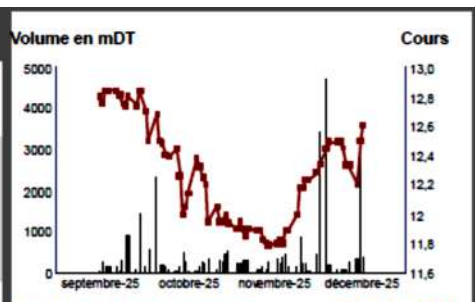
Bien que l'économie tunisienne ait traversé des périodes d'incertitude, marquées par une inflation élevée et une croissance modérée, le secteur de l'assurance-vie a su se maintenir et même se développer. L'augmentation de la classe moyenne et une population de plus en plus consciente des besoins de prévoyance ont favorisé la demande pour des produits d'assurance adaptés, notamment dans un contexte où les fonds de pension publics restent limités.

De plus, la digitalisation des services et l'innovation dans les offres d'assurances ont permis aux compagnies de diversifier leurs portefeuilles et d'attirer une clientèle plus jeune et plus technophile. Parallèlement, la stabilité relative du secteur bancaire et l'évolution des taux d'intérêt ont renforcé l'attrait des produits d'assurance-vie, qui sont perçus comme des placements financiers sécurisés. Ainsi, en Tunisie, l'assurance-vie a non seulement bénéficié de la croissance économique modérée, mais a aussi su s'adapter aux nouvelles attentes des consommateurs, consolidant ainsi sa place dans le paysage économique du pays.

Elle est aujourd'hui un assureur de référence qui jouit de fondamentaux solides, d'un portefeuille équilibré et d'excellentes perspectives de développement. La valeur offre des ratios boursiers intéressants avec une capitalisation représentant 7,2 fois les bénéfices prévisionnels de 2026 et un rendement en dividende 2025 estimé à 5,9%. Nous garderons la valeur MAGHREBIA Vie dans notre portefeuille AFC relatif au premier semestre 2026.

SFBT

SFBT	Code ISIN TN0001100254
Marché: Marché principal	
Secteur: IND. AGRO-ALIMENTAIRES	
Principaux actionnaires	
GROUPE CASTEL	63,0%
PARTNER INVESTMENT SA	10,1%
Part. étrangère	*65,6%*
Fonds propres	954,0 MDT
Nombre d'actions	268,1 Mi
Valeur nominale	1,0 DT
Cours du 31/12/2025	**12.600 DT**
Acheter	



Capitalisation boursière	3 378,4 MDT
Vol. des transactions hebdo.	3 598,3 mDT

Indicateurs boursiers

Perf.	semaine	depuis le 31/12/2024	un an glissant
Variation	1,2%	15,5%	14,8%
+Haut	12,600DT	13,090DT	13,090DT
+Bas	12,200DT	10,460DT	10,460DT

Ratios	2023	2024	2025p	2026p
VE/CA	2,2x	2,1x	2,0x	1,9x
VE/EBITDA	7,3x	6,9x	6,6x	6,4x
VE/EBIT	9,5x	8,6x	8,2x	7,7x
P/E	12,0x	11,9x	11,6x	11,4x
Div Yield	5,9%	6,3%	6,7%	6,9%
P/B	3,8x	3,5x	3,4x	3,2x

Indic. financiers	2023	2024	2025p	2026p
BFR (en MDT)	287,0	229,7	248,2	267,9
Dette nette (en MDT)	-371,1	-494,8	-486,7	-481,3
Gearing	-27,9%	-34,9%	-32,8%	-31,1%
CA (en MDT)	1 369,3	1 396,2	1 466,0	1 546,6
EBITDA (en MDT)	418,8	425,9	443,0	463,5
EBIT (en MDT)	322,0	340,7	359,5	381,6
Résultat net (en MDT)	281,7	283,0	291,7	296,0
BPA (en DT)	1,051	1,055	1,088	1,104
DPA (en DT)	0,740	0,800	0,850	0,870
Pay out	78,3%	85,1%	85,3%	86,1%
ROE	22,4%	21,2%	20,9%	20,4%

Malgré une conjoncture difficile, le leader des breuvages en Tunisie parvient à augmenter ses revenus consolidés qui atteignent près de 1 400 MDT. Malgré les défis rencontrés tels que la baisse du pouvoir d'achat dû à une inflation élevée, le Groupe a su maintenir une position dominante sur le marché. Au terme de 2024, le résultat d'exploitation s'est inscrit en hausse de 5,8% par rapport à fin 2023 à 340,7 MDT grâce notamment à l'augmentation des prix du jus et de la bière qui ont couvert la hausse du prix du sucre. Cependant, le Résultat Net Part du Groupe a été pénalisé par une hausse de 60% du montant total de l'impôt par rapport à 2023 soit la somme de 33,6 MDT. Malgré cela, les bénéfices ressortent en hausse de 0,5% par rapport 2023 à 283 MDT.

A fin juin 2025, les états financiers individuels semestriels de la SFBT font ressortir un résultat net de 169,6 MDT contre 154,6 MDT en juin 2024 soit une hausse de 9% nonobstant la présence du mois de ramadan durant cette période. Le recul de l'inflation en cette année 2025 devrait favoriser une baisse des pressions sur le pouvoir d'achat.

Le projet d'acquisition de la société Carthage Grains par la SFBT représente une étape importante dans la stratégie de diversification du groupe. Cette opération vise à renforcer l'intégration verticale de la chaîne de valeur en lui permettant de réduire davantage les coûts des matières premières agricoles, réduisant ainsi sa dépendance aux importations.

Le Groupe continuera de consolider sa position de leader dans ses différentes branches d'activité et nous montrera, comme à l'accoutumée une progression de ses bénéfices qui devront atteindre près de 300 MDT à l'horizon 2026. Valeur de fond de portefeuille, le Groupe présente des ratios de valorisation attrayants avec un ROE de 21%, un PER de 11,6 malgré le secteur d'activité du Groupe et un Pay-out de plus de 85%. Bien positionnée pour continuer à créer de la valeur pour ses actionnaires tout en consolidant sa position dominante et en renforçant ses engagements durables, nous réitérons notre recommandation pour l'acquisition du titre SFBT.

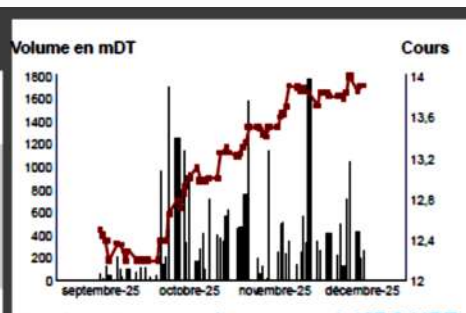
SAH

SAH	Code ISIN TN0007610017
Marché:	Marché principal
Secteur:	BIENS DE CONSOMMATION
Principaux actionnaires	
JM HOLDING	35,8%
PGH	29,9%
Part. étrangère	*0,3%*
Fonds propres	318,8 MDT
Nombre d'actions	84,0 Mi
Valeur nominale	1,0 DT

Cours du 31/12/2025

13,900 DT

Acheter



Capitalisation boursière	1 167,8 MDT
Vol. des transactions hebdo.	875,7 mDT

Indicateurs boursiers

Perf.	semaine	depuis le 31/12/2024	un an glissant
Variation	0,8%	39,9%	41,6%
+Haut	13,900DT	14,000DT	14,000DT
+Bas	13,850DT	9,460DT	9,460DT

Ratios	2023	2024	2025p	2026p
VE/CA	1,9x	1,8x	1,7x	1,6x
VE/EBITDA	12,2x	9,2x	9,3x	8,7x
VE/EBIT	19,5x	14,9x	16,0x	15,5x
P/E	32,8x	19,0x	20,8x	19,1x
Div Yield	2,5%	2,9%	3,0%	3,2%
P/B	3,9x	3,7x	3,5x	3,3x

Indic. financiers	2023	2024	2025p	2026p
BFR (en MDT)	407,2	416,7	406,0	401,2
Dette nette (en MDT)	486,6	470,7	457,4	444,3
Gearing	122,0%	104,0%	99,0%	92,1%
CA (en MDT)	895,3	977,3	1 001,7	1 076,8
EBITDA (en MDT)	141,6	187,3	185,8	196,4
EBIT (en MDT)	88,7	116,4	107,9	110,7
Résultat net (en MDT)	35,7	61,6	56,3	61,2
BPA (en DT)	0,424	0,733	0,670	0,728
DPA (en DT)	0,350	0,400	0,420	0,440
Pay out	95,8%	67,5%	70,3%	67,7%
ROE	11,2%	17,4%	15,8%	16,4%

L'année 2024 a été un bon cru pour le Groupe leader des produits hygiéniques, SAH Lilas, dont la rentabilité espérée des investissements réalisés se confirme suite au lancement réussi, en 2024, de ses filiales AZUR D'ARTICLES PLASTIQUES et AZUR INDUSTRIE COSMÉTIQUE. Cette dernière a contribué à hauteur de 76 MDT dans les revenus du Groupe dès sa première année d'activité. Les réalisations des filiales du Groupe à l'étranger se sont également améliorées avec un chiffre d'affaires global sans retraitements de 143 MDT, en hausse de 8,2% par rapport à 2023. Cette progression est due à la performance de SAH Libye qui a vu ses revenus s'accroître de 77,5% en 2024 à 37,3 MDT. La consolidation du potentiel de production et la diversification du mix produits ont été favorable à la réalisation de cette croissance qui a permis au Groupe de dégager des bénéfices de 61,6 MDT en 2024 contre 35,7 MDT en 2023 soit une croissance de 72,5%.

Dans un contexte économique instable, le Groupe SAH va de nouveau montrer sa résilience en tablant sur une amélioration de ses marges opérationnelles et en anticipant une croissance confortable de ses revenus, portée par la reprise des exportations sur le marché Libyen, les performances commerciales de ses filiales Libyenne et Algérienne, le lancement de nouvelles gammes de produits et l'ouverture d'une nouvelle filiale en Mauritanie. Cette dynamique sera soutenue par des programmes d'optimisation et d'amélioration de la productivité visant à générer des économies d'échelle telles que les projets d'efficacité énergétique et les synergies entre les filiales dans le but de renforcer durablement la rentabilité et la capacité bénéficiaire du Groupe.

La prise de participation du Groupe Poulina Holding dans le capital de SAH qui s'élève à 29,9% du capital témoigne du potentiel du Groupe SAH et marque par ailleurs la constitution d'un partenariat qui favoriserai d'importantes synergies industrielles et commerciales, ce qui devrait renforcer le positionnement de Lilas tant au niveau local qu'international.

Leader dans les produits hygiéniques à l'échelle nationale, le Groupe SAH ne cesse de consolider sa présence à l'échelle internationale. Il présente à la fois un caractère résilient avec son profil défensif et un potentiel de croissance très prometteur. Les revenus du Groupe pourrait dépasser la barre symbolique du Milliard de dinars en 2025, ce qui devrait générer des bénéfices de plus de 56 MDT.

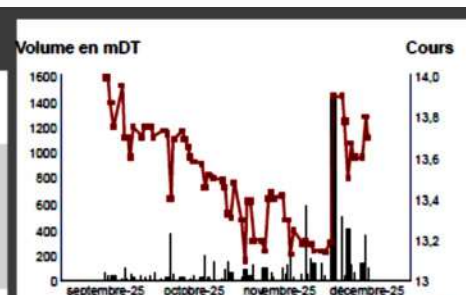
SOTUVER

SOTUVER	Code ISIN TN0006560015
Marché:	Marché principal
Secteur:	INDUSTRIES
Principaux actionnaires	
Compagnie Financière d'Investiss	61,3%
INDINVEST SICAF	9,2%
Part. étrangère	*0,1%*
Fonds propres	121,0 MDT
Nombre d'actions	39,3 Mi
Valeur nominale	1,0 DT

Cours du 31/12/2025

13,700 DT

Acheter



Capitalisation boursière	537,8 MDT
Vol. des transactions hebdo.	578,0 mDT

Indicateurs boursiers

Perf.	semaine	depuis le 31/12/2024	un an glissant
Variation	1,5%	10,6%	9,8%
+Haut	13,800DT	14,250DT	14,250DT
+Bas	13,600DT	12,200DT	12,200DT

Ratios	2023	2024	2025p	2026p
VE/CA	3,0x	3,6x	3,1x	2,7x
VE/EBITDA	6,9x	7,2x	6,0x	5,3x
VE/EBIT	9,2x	11,3x	9,3x	8,1x
P/E	11,5x	12,9x	10,7x	10,1x
Div Yield	4,0%	1,8%	4,7%	6,2%
P/B	4,2x	4,4x	4,0x	3,5x

Indic. financiers	2023	2024	2025p	2026p
BFR (en MDT)	133,4	151,9	121,1	91,0
Dette nette (en MDT)	196,2	284,9	250,1	225,1
Gearing	99,3%	164,7%	129,9%	110,4%
CA (en MDT)	262,4	235,1	258,6	287,1
EBITDA (en MDT)	114,8	117,2	133,9	147,8
EBIT (en MDT)	86,2	74,2	86,6	95,7
Résultat net (en MDT)	46,6	41,8	50,1	53,4
BPA (en DT)	1,188	1,065	1,275	1,359
DPA (en DT)	0,550	0,250	0,650	0,850
Pay out	61,7%	70,6%	69,7%	66,9%
ROE	35,8%	27,8%	29,6%	29,7%

En 2024, malgré un contexte économique défavorable marqué par une conjoncture internationale instable et l'arrêt programmé d'un four de l'usine pendant 90 jours, la SOTUVER a démontré sa résilience en réalisant un chiffre d'affaires consolidé proche des 240 MDT. Acteur de référence dans la fabrication d'emballages alimentaires en verre creux, couvrant le bassin méditerranéen, l'Afrique et le Moyen-Orient , le Groupe SOTUVER a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 136,1 MDT en juin 2025 contre 108,9 MDT au 30/06/2024 soit une croissance de 25%. Majoritairement exportateur, le Groupe affiche un résultat d'exploitation de 44 MDT à fin juin 2025 contre 32,9 MDT à fin juin 2024 soit une progression de 34%. La SOTUVER confirme sa capacité à maintenir un rythme de croissance durable tout en améliorant ses marges. Le Groupe a ainsi clôturé le 1er semestre 2025 avec un bénéfice consolidé de 26,7 MDT contre 13,5 MDT en juin 2024 soit quasiment le double.

Dans le cadre de la revue stratégique de l'actionnariat, la SOTUVER a récemment annoncé la signature de la documentation contractuelle relative la cession de 41,28 % de son capital à la société B.A Glass BV, appartenant du groupe BA Glass, l'un des plus importants acteurs de l'industrie mondiale de l'emballage en verre. Cette union permettrai au Groupe SOTUVER de soutenir ses perspectives de croissance et renforcer sa structure financière. Dans l'attente des autorisations réglementaires requises, le prix par action a été fixé à 13,020 DT.

Les investissements réalisés durant l'année 2024 s'élèvent à 93 MDT et portent principalement sur la rénovation et la modernisation de l'outil de production pour une valeur de 48 MDT et le rachat des parts dans le capital de sa filiale SGI pour un total de 44 MDT. La SOTUVER détient désormais 100% de sa filiale SOTUVER GLASS INDUSTRIE contre 11% lors de sa constitution.

Avec une valeur d'entreprise de 6 fois son EBITDA estimé pour 2025, le Groupe devrait dégager des bénéfices de plus de 50 MDT en 2025. Affichant des fondamentaux solides, des ratios boursiers alléchants et une ambitieuse stratégie de développement, la SOTUVER montre qu'elle est solidement positionnée pour surmonter les défis actuels, renforcer sa position et s'assurer d'un avenir prometteur.

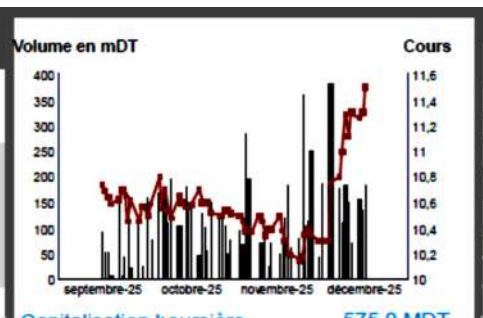
TPR

TPR	Code ISIN TN0007270010
Marché:	Marché principal
Secteur:	MATERIAUX DE CONSTRUCTION
Principaux actionnaires	
CFI	35,0%
BAYAHI Yahia	12,0%
Part. étrangère	*0,1%*
Fonds propres	177,0 MDT
Nombre d'actions	50,0 Mi
Valeur nominale	1,0 DT

Cours du 31/12/2025

11,500 DT

Acheter



Capitalisation boursière	575,0 MDT
Vol. des transactions hebdo.	469,0 mDT

Indicateurs boursiers			
Perf.	semaine	depuis le 31/12/2024	un an glissant
Variation	1,9%	88,8%	88,5%
+Haut	11,500DT	11,600DT	11,600DT
+Bas	11,260DT	5,780DT	5,780DT

Ratios	2023	2024	2025p	2026p
VE/CA	2,0x	1,8x	1,5x	1,3x
VE/EBITDA	9,2x	7,6x	6,4x	5,8x
VE/EBIT	11,3x	9,4x	7,7x	7,0x
P/E	13,9x	11,9x	10,1x	9,1x
Div Yield	3,5%	3,9%	4,3%	4,8%
P/B	3,5x	3,2x	3,0x	2,8x

Indic. financiers	2023	2024	2025p	2026p
BFR (en MDT)	114,6	145,4	151,6	160,0
Dette nette (en MDT)	-19,6	10,2	0,0	-10,2
Gearing	-10,1%	4,5%	1,0%	-3,6%
CA (en MDT)	288,0	340,4	388,0	426,8
EBITDA (en MDT)	61,5	78,3	91,4	98,7
EBIT (en MDT)	50,2	63,6	75,6	81,8
Résultat net (en MDT)	41,3	48,3	57,0	63,2
BPA (en DT)	0,827	0,965	1,140	1,264
DPA (en DT)	0,400	0,450	0,500	0,550
Pay out	67,5%	71,4%	68,6%	70,2%
ROE	22,9%	22,9%	23,5%	23,8%

Principal acteur du marché tunisien de l'aluminium, TPR maintient une position dominante sur l'extrusion et la production de profilés aluminium. En 2024, le Groupe TPR a réalisé un chiffre d'affaires de 340,4 MDT contre 288 MDT en 2023 soit une progression de 18%. Portée par une stratégie fondée sur l'optimisation des processus industriels, une maîtrise rigoureuse de la qualité des produits, ainsi que par un contrôle méticuleux des coûts de production, l'entreprise est parvenue à préserver une croissance robuste et durable. A fin 2024, la marge brute du Groupe affichait 133,8 MDT contre 103,9 MDT en 2023, ce qui représente un taux de marge brute de 39,2% en 2024 contre 36% une année auparavant. Le taux de marge d'EBITDA s'est amélioré de près de 2 points clôturant l'année 2024 à 23%. Le Groupe a ainsi dégagé un RNPG record de 48,3 MDT en 2024 contre 41,3 MDT à fin 2023 soit une progression de 17%.

Appuyée par un support technique important notamment en termes de Recherche et Développement de la part de la maison mère tunisienne, la filiale algérienne PROFAL MAGHREB ne cesse d'augmenter ses parts de marché et d'améliorer ses marges. Détenue à 100% par la société mère tunisienne, la société a su se distinguer parmi ses concurrents algériens par la haute qualité de ses produits qui lui ont permis d'agrandir sa notoriété. Notons que la filiale algérienne est sur le point d'augmenter ses capacités de production avec l'entrée en exploitation de la 3ème presse prévue début 2026. L'entrée en exploitation des deux entités de traitement de surface et d'anodisation TPR COLOR et TPR ANODAL se fera à partir du 2ème semestre 2026.

Au terme du 1er semestre 2025, la société mère a dégagé un résultat individuel de 17,8 MDT contre 14,7 MDT en juin 2024 soit une augmentation de 20,7% témoignant de la consolidation d'une dynamique de croissance très prometteuse.

Le bilan du Groupe TPR témoigne de la robustesse de ses fondamentaux. TPR dispose de plusieurs atouts de croissance : une forte présence dans le Maghreb et en Europe, une grande notoriété de la marque aux niveaux national et régional, une maîtrise de la qualité des produits et une structure financière saine. Nous garderons le titre TPR dans notre portefeuille des valeurs recommandées pour ce premier semestre 2026.

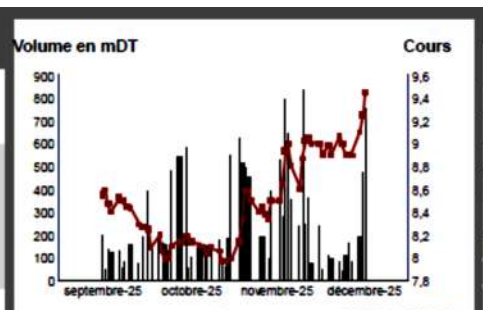
UNIMED

UNIMED	Code ISIN TN0007720014
Marché:	Marché principal
Secteur:	IND. PHARMACEUTIQUES
Principaux actionnaires	
PREMIUM HOLDING SA	40,8%
CHARFEDDINE Ridha	29,3%
Part. étrangère	*0,1%*
Fonds propres	112,7 MDT
Nombre d'actions	32,0 Mi
Valeur nominale	1,0 DT

Cours du 31/12/2025

9,450 DT

Acheter



Capitalisation boursière	302,4 MDT
Vol. des transactions hebdo.	1 419,0 mDT

Indicateurs boursiers			
Perf.	semaine	depuis le 31/12/2024	un an glissant
Variation	6,2%	40,5%	41,1%
+Haut	9,450DT	9,450DT	9,450DT
+Bas	9,100DT	6,310DT	6,310DT

Ratios	2023	2024	2025p	2026p
VE/CA	2,5x	2,3x	2,1x	1,9x
VE/EBITDA	7,7x	6,8x	6,2x	5,5x
VE/EBIT	11,9x	10,3x	9,2x	8,1x
P/E	54,5x	15,6x	12,7x	11,3x
Div Yield	-	6,0%	6,7%	7,5%
P/B	3,2x	2,7x	2,6x	2,5x

Indic. financiers	2023	2024	2025p	2026p
BFR (en MDT)	63,1	78,1	79,2	80,9
Dette nette (en MDT)	47,6	39,0	33,0	25,6
Gearing	50,5%	33,6%	27,1%	19,8%
CA (en MDT)	136,0	147,7	156,5	169,8
EBITDA (en MDT)	44,7	49,9	54,5	59,9
EBIT (en MDT)	28,8	33,3	36,6	40,6
Résultat net (en MDT)	5,5	19,4	23,8	26,7
BPA (en DT)	0,173	0,605	0,745	0,834
DPA (en DT)	0,000	0,570	0,630	0,710
Pay out	0,0%	98,8%	88,8%	89,4%
ROE	5,9%	16,7%	19,6%	20,6%

Créée en 1989, UNIMED figure parmi les pionniers des industries pharmaceutiques tunisiennes. Positionné sur le marché des produits stériles dont les perfusions, les produits injectables et les collyres, la société a réalisé un chiffre d'affaires consolidé de 147,7 MDT en 2024 contre 136 MDT en 2023 soit une hausse de 8,6%. Les injectables prennent la tête du classement avec une contribution de 61% du Chiffres d'affaires total suivis par les collyres avec 24%. Sa performance commerciale substantielle et la bonne maitrise du cout d'achat de matières premières lui ont permis d'accroître sa rentabilité et de maintenir des marges importantes avec un taux de marge brute qui dépasse les 56% et un taux de marge d'EBITDA de 34%. Le Groupe a ainsi dégagé un bénéfice de 19,4 MDT en 2024 contre 5,5 MDT en 2023 soit une progression de plus de 250%.

A fin juin 2025, les ventes sur les marchés hospitalier et officinal ont augmenté respectivement de 28% et 20% permettant à la société de réaliser un chiffre d'affaires semestriel de 72,3 MDT contre 66,2 MDT à fin juin 2024 soit une progression de 9,2%. L'amélioration des marges opérationnelles qui fait suite à une amélioration des produits à forte valeur ajoutée et à une révision à la hausse des prix des produits, a permis à UNIMED de dégager un résultat net semestriel 2025 de 10,4 MDT contre 7,6 MDT en juin 2024 soit une progression de 37,6%.

S'inscrivant dans sa stratégie de développement à l'export, UNIMED est la seule entité de production pharmaceutique tunisienne disposant du certificat de bonne pratique de fabrication accordé par l'Agence nationale de Sécurité des Médicaments Française qui lui permet de produire et d'écouler ses produits sur le marché européen.

Les perspectives de croissance d'UNIMED sont soutenues par l'investissement déjà réalisé de 62 MDT dans la nouvelle unité industrielle mitoyenne, « UNIMED 2 ». Cet investissement stratégique ouvre de nouvelles opportunités en matière d'extension de la capacité de production et de diversification du portefeuille de produits, notamment à travers le développement de carpules dentaires et d'insuline, de flacons d'Héparine ainsi que de flacons en plastique. Ces nouveaux segments devraient renforcer le positionnement industriel du groupe et soutenir une croissance durable à moyen terme. Le Groupe s'apprête à atteindre un nouveau palier de rentabilité pour les années futures. En 2025, UNIMED pourrait dégager un RNPG de près de 24 MDT ce qui représenterait un ROE aux alentours de 20%. Compte tenu des niveaux de valorisation actuels et des perspectives de croissance prometteuses sur les marchés à l'export, nous réitérons notre recommandation à l'Achat sur la valeur.

Recommandations des valeurs

Banques	
AMEN BANK	Acheter
ATB	Acheter
ATTIJARI BANK	Acheter
BH	Consolider
BIAT	Acheter
BNA	Consolider
BT	Acheter
BTE	Alléger
STB	Conserver
UBCI	Consolider
UIB	Consolider
WIFACK	Conserver
Leasing	
ATL	Acheter
ATTIJARI LEASING	Consolider
BEST LEASE	Conserver
BH LEASING	Alléger
CIL	Acheter
HANNIBAL LEASE	Conserver
TUNISIE LEASING	Acheter
Assurances	
ASSURANCE MAGHREBIA	Acheter
ASSURANCE MAGHREBIA Vie	Acheter
ASTREE	Consolider
BH ASSURANCE	Consolider
BNA ASSURANCES	Conserver
STAR	Consolider
TUNIS RE	Consolider
Stés d'investissements	
PLAC. TSIE-SICAF	Conserver
SPDIT - SICAF	Acheter
TUNINVEST-SICAR	Consolider
Distribution Générale	
MAGASIN GENERAL	Conserver
MONOPRIX	Conserver
Distribution Automobile	
ARTES	Consolider
CITY CARS	Consolider
ENNAKL AUTOMOBILES	Consolider
STA	Conserver
UADH	Vendre
Agro-Alimentaire	
DELICE H	Acheter
LAND'OR	Consolider
SFBT	Acheter

Matériaux de construction	
CARTHAGE CEMENT	Consolider
CIMENTS DE BIZERTE	Conserver
MPBS	Consolider
SANIMED	Alléger
SIAME	Consolider
SOMOCER	Alléger
SOTEMAIL	Alléger
TPR	Acheter
Biens de consommation	
ASSAD	Alléger
ATELIER MEUBLE INTERIEURS	Conserver
EURO-CYCLES	Acheter
NEW BODY LINE	Conserver
OFFPLAST	Conserver
PGH	Acheter
SAH	Acheter
STIP	Conserver
Industries	
AIR LIQUIDE TUNISIE	Consolider
ALKIMIA	Conserver
ICF	Conserver
OTH	Acheter
SOTIPAPIER	Conserver
SOTUVER	Acheter
Struct. Et T.P.	
SOTETEL	Consolider
TGH	Vendre
Divers	
AETECH	Alléger
CELLCOM	Conserver
SMART	Acheter
SOTRAPIL	Acheter
SOTUMAG	Consolider
TELNET HOLDING	Acheter
TUNISAIR	Conserver
Immobilier	
ESSOUKNA	Conserver
SIMPAR	Conserver
SITS	Conserver
Pharmaceutique	
SIPHAT	Alléger
UNIMED	Acheter

INDICATEURS FINANCIERS	
BPA	Le Bénéfice par action est le bénéfice divisé par le nombre des actions émises.
BFR	Le besoin en fonds de roulement (BFR) désigne le besoin en trésorerie rendu nécessaire du fait de l'activité d'une entreprise.
CA	Le chiffre d'affaires représente le total des ventes de biens ou de services facturées sur un exercice.
Coef. d'Exp.	Le coefficient d'exploitation est le rapport entre les charges d'exploitations (frais de personnel, dotations aux amortissements et frais généraux) et le produit net bancaire (PNB).
DPA	Le dividende par action.
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes est le résultat avant intérêts et impôts (Résultat d'exploitation).
EBITDA	Earnings Before Interest and Taxes Dépréciation and Amortization est le résultat avant intérêts, impôts, provisions et amortissements (Ecart brut d'exploitation).
GEARING	Le Gearing (le levier financier) désigne le ratio d'endettement d'une société. C'est le rapport entre les capitaux propres et l'endettement net.
Pay Out	Le Pay Out ratio est le taux de distribution des bénéfices. Il est calculé en divisant le montant des dividendes distribués par ses bénéfices nets.
PNB	Le produit net bancaire désigne la valeur ajoutée créée par l'activité de la banque.
ROE	Le Return On Equity est le rapport entre le résultat net et les fonds propres.
VE	La valeur d'une entreprise est la somme de sa capitalisation boursière, de sa dette financière nette et des intérêts minoritaires.
RATIOS BOURSIERS	
Div Yield	Le Dividend yield (le rendement en dividende) est le dividende par action rapporté au prix de l'action, exprimé en pourcentage.
P/E	Le Price Earning Ratio (PER, ou P/E) est le cours de l'action rapporté à son bénéfice par action, exprimé en nombre de fois (x).
P/B	Le Price to Book Ratio (PBR, ou P/B) est le cours de l'action rapporté aux capitaux propres par action, exprimé en nombre de fois (x).
VE/CA	Le ratio de valorisation est le rapport entre la valeur d'entreprise et le chiffre d'affaires, exprimé en nombre de fois (x).
VE/EBITDA	Le ratio de valorisation (VE/EBITDA) est le rapport entre la valeur d'entreprise et l'EBITDA, exprimé en nombre de fois (x).
VE/EBIT	Le ratio de valorisation (VE/EBIT) est le rapport entre la valeur d'entreprise et l'EBIT, exprimé en nombre de fois (x).

AFC

المستشارون الماليون العرب

Intermédiaire en Bourse

GROUPE ATB

Mehdi Dhifallah Directeur Général

Jihen Ellouze Khlif Responsable Corporate Finance

Boubaker Rekik Responsable Equity Research

AFC– Arab Financial Consultants - Groupe ATB

Siège social : « Carré de L'Or, » Les jardins du Lac II. 1053 Tunis.

Tél : (+216) 70 020 260 - Fax : (+216) 71 193 523

afc@afc.fin.tn

www.afc.com.tn

Important : Les informations et les données contenues dans le présent document sont la propriété de l'AFC. Ce document ne peut pas être copié ou distribué sans son autorisation expresse. Les données ne sont pas garanties comme étant exactes, complètes ou à jour. AFC n'est pas responsable de tout dommage ou perte découlant de l'utilisation de ce document et des renseignements qui y sont contenues.