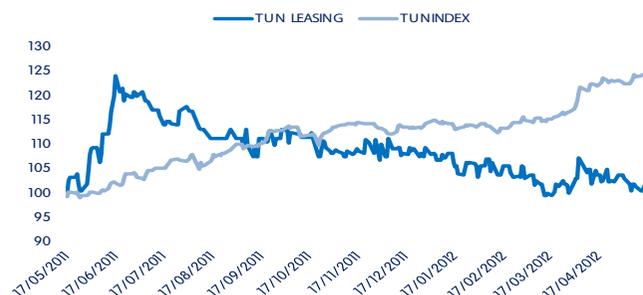


## Leasing

### Recommandation

### Conserver

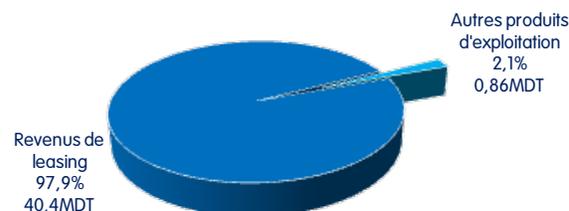
Nombre d'actions (Milliers)	7 000
Cours au 22/05/2012 (DT)	27,24
Capitalisation Boursière (MDT)	190 680



### Actionariat

AMEN BANK	24,48%
COMAR	14,29%
STUSID BANK	9,17%
Autres actionnaires	51,44%

Défalcation du revenu de Tunisie Leasing au 31/12/2011



## Tunisie Leasing : Publication des résultats annuels à fin 2011

	BPA	PER x	Div. Yield	PBK x	ROE	ROA	PAYOUT
2012p	1,41	19,35	-	1,93	9,97%	1,83%	-
2011	1,05	25,89	3,12%	2,06	7,96%	1,38%	80,80%
2010	1,45	18,70	3,13%	2,09	11,17%	2,04%	56,45%

### Des réalisations financières en retrait à fin Décembre 2011

A la lumière de la contraction de la demande conjuguée au ralentissement de l'investissement privé enregistré en 2011 au vu des événements difficiles qu'a connu le pays, Tunisie Leasing n'était pas à l'abri, elle a affiché une dégradation de son activité ainsi qu'un éventuel fléchissement de sa performance financière.

Indicateurs (MDT)	2008	2009	2010	2011	VAR 10-11	TCAM 08-11
Approbations	255,0	290,6	299,2	390,3	30,4%	15,2%
Mises en Force	208,2	219,3	294,4	239,5	-18,6%	4,8%
Encours Financier	327,9	373,0	460,7	486,4	5,6%	14,0%
Total Actifs	347,5	406,5	498,6	534,8	7,3%	15,5%

Se rapportant à l'activité de Tunisie Leasing en 2011, elle s'est marquée par une progression soutenue durant la période 2008-2010, soit une croissance annuelle moyenne de 18,9%. Toutefois, à l'issue de l'exercice 2011, le leaseur a enregistré un fléchissement de plus de 18% de sa production sur une année glissante s'établissant à 239,5MDT à fin Décembre 2011. Nonobstant, en dépit de cette contre performance, Tunisie Leasing est parvenue à maintenir sa position de leader sur le marché de leasing Tunisien.

La répartition des mises en force par secteur profite essentiellement aux secteurs du Commerce et services et de l'industrie qui accaparent respectivement 51,4% et 23,7% des mises en force accordées au 31/12/2011.

Pour sa part, l'encours des engagements s'est inscrit en progression de 5,6% sur une année glissante à 486,4MDT à fin Décembre 2011, marquant une croissance annuelle moyenne de 14% sur la période 2008-2011.

Pour ce qui est des contrats approuvés, la cadence a été plus prononcée, les approbations se sont accrues de plus de 30% pour s'établir à 390,3MDT au 31 Décembre 2011.

En corollaire, le total Bilan de la compagnie se fixe à 534,8MDT au 31 Décembre 2011, en croissance de 7,3% sur une année glissante, enregistrant un TCAM de 15,5% sur la période 2008-2011.

Au titre de l'exercice 2011, le produit d'exploitation s'est affiché en quasi stagnation (+1,5% sur une année glissante) à 41,3MDT. Ceci est du notamment à la hausse prononcée des produits réservés sur une année glissante. Parallèlement, les charges financières nettes s'alourdissent de plus de 10% atteignant les 21,6MDT à fin Décembre 2011. Par ailleurs, les produits de placement ont marqué une croissance probante de plus de 100% sur une année glissante à 4,5MDT au 31 Décembre 2011.

En revanche, la marge d'intermédiation s'est inscrite en fléchissement de 6,7% à 19,6MDT à fin Décembre 2011.

Ainsi, le produit net bancaire se situe à 24,1MDT au 31 Décembre 2011, en amélioration de 3,6% sur une année glissante.

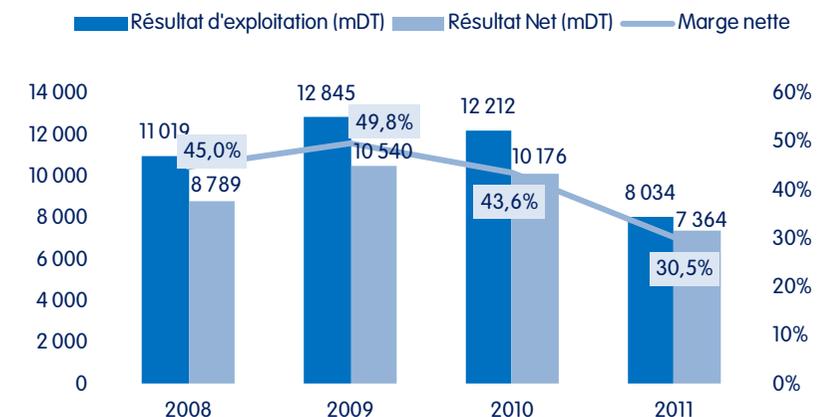
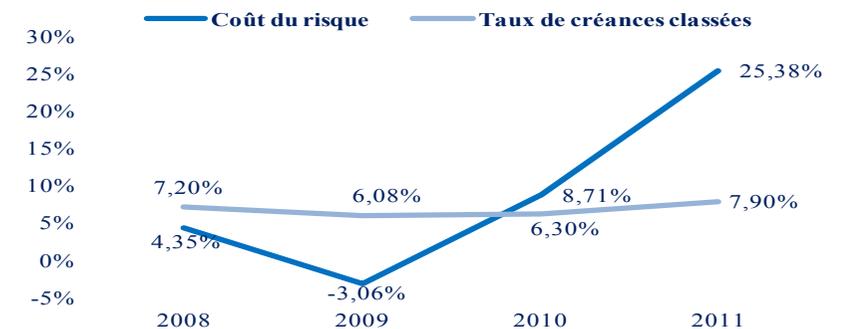
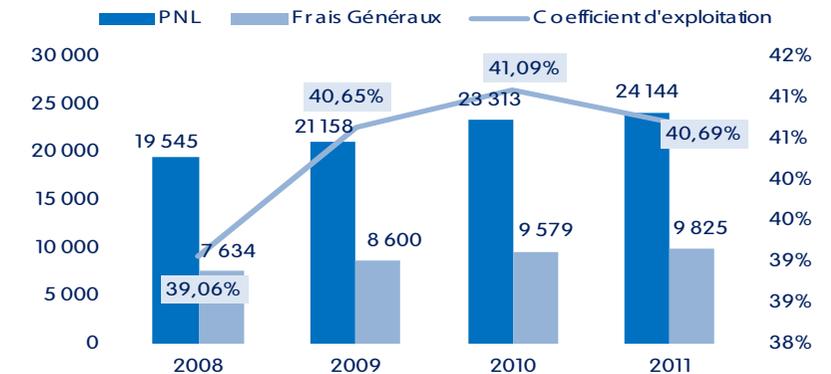
Les charges générales d'exploitation affichent pour leur part une augmentation moins soutenue que celle du PNB, avec une hausse 2,6% à 9,8MDT témoignant des efforts consentis en matière d'optimisation des charges. En conséquence, sous l'effet conjugué de la hausse du PNL et la maîtrise des charges d'exploitation, le coefficient d'exploitation s'est apprécié de 1 point de pourcentage comparativement à une année auparavant, pour se situer à 40,7% au 31 Décembre 2011, un niveau frôlant la moyenne sectorielle qui est de l'ordre 36,5%.

Côté risque, et face à un environnement général marqué par la hausse des impayés liée à une conjoncture économique un peu difficile, Tunisie Leasing a enregistré un alourdissement de ses engagements classés de 34% comparativement à l'exercice 2010, pour atteindre les 40,2MDT à fin Décembre 2011. Ainsi, Tunisie Leasing a affiché un taux des créances classées de 7,9%, en dégradation comparativement à une année glissante (6,3%) mais qui reste toute de même en respect aux exigences de la BCT.

Parallèlement, la compagnie a déployé un effort de provisionnement assez soutenu, alourdie par une provision collective de 1,153MDT relative à l'application des nouvelles dispositions portant les dotations aux provisions à 6,425MDT à fin 2011 contre 2,029MDT une année auparavant. Par ailleurs, les reprises de provisions se sont établies à 0,140MDT. Du coup, le coût du risque, appréhendé par le ratio dotations nettes aux provisions rapportées au PNL, a signalé un accroissement notoire à 25,3% contre 8,7% une année auparavant, un niveau assez élevé comparativement à la moyenne sectorielle.

Plombée par un coût du risque assez élevé, le résultat brut d'exploitation s'est établi en repli de 34% à 8,03MDT au 31 Décembre 2011.

*Les commentaires et analyses figurant dans ce document reflètent l'opinion des analystes de Maxula Bourse à un instant donné et sont susceptibles de changer à tout moment. Ils ne sauraient cependant constituer un engagement ou une garantie de leur part. Les usagers reconnaissent et acceptent que par leur nature même, tout investissement dans des valeurs mobilières revêt un caractère aléatoire et qu'en conséquence, tout investissement de cette nature constitue un investissement à risque dont la responsabilité revient exclusivement à l'usager. Il est à préciser que les performances passées d'un produit financier ne préjugent en aucune manière de leurs performances futures.*



	2008	2009	2010	2011
ROE	15,23%	14,41%	11,47%	8,02%
ROA	2,53%	2,59%	2,04%	1,38%

Groupe TLS	2010	2011	Var
Revenus de leasing	59 043	62 897	6,5%
LLD	4 686	5 375	14,7%
Factoring	8 584	8 762	2,1%
Autres produits d'exploitation	1 403	1 103	-21,4%
<b>Total produits d'exploitation</b>	<b>74 406</b>	<b>79 035</b>	<b>6,2%</b>
PNL	49 095	52 529	7,0%
charges de personnel	8 800	10 096	14,7%
Autres charges d'exploitation	12 111	13 600	12,3%
Coût du risque	2 715	6 827	151,5%
<b>Résultat Net du groupe</b>	<b>15 465</b>	<b>9 527</b>	<b>-38,4%</b>

In fine, le bénéfice net dégagé en 2011 se replie de 27,6% à 7,364MDT contre 10,175MDT une année auparavant, fixant la marge nette de la compagnie à 30,5% en 2011 contre 43,6% une année auparavant.

Par conséquent, la rentabilité des fonds propres (ROE), s'est affichée en dégradation à 8% à fin 2011 contre 11,4% une année auparavant. Dans la même lignée, la rentabilité des actifs (ROA) s'établit à 1,89% au 31 Décembre 2011 contre 3% sur une année glissante.

S'agissant des comptes consolidés, le total produit d'exploitation s'est inscrit en hausse de 6,2% en 2011, se fixant à 79MDT contre 74,4MDT une année auparavant. A cet égard, il est important de noter que l'activité du groupe a été affectée aussi bien par la baisse de la demande en Tunisie que par celle de sa filiale Algérienne MLA et de Tunisie LLD.

Par ailleurs, à l'issue de l'exercice 2011, le PNL ressort à 52,5MDT en amélioration de 7% sur une année glissante. Toutefois, cette performance a été compensée par l'alourdissement des charges opératoires de plus de 13%, ainsi, le résultat d'exploitation s'est affiché en repli de 15% à 21,6MDT à fin Décembre 2011.

Le groupe Tunisie Leasing a clôturé l'année avec un bénéfice net de 9,5MDT en baisse de plus de 38% sur une année glissante. Cette contre performance est tributaire essentiellement à l'aggravation du coût du risque à 13% en 2011, soit une enveloppe de provision de 6,8MDT (contre 2,7MDT en 2010).

## Recommandation

A la lumière de la contraction de la demande en Tunisie dans un contexte économique et sectoriel délicat, Tunisie leasing a enregistré une dégradation de sa performance. Nonobstant, la compagnie de Leasing est parvenue à maintenir sa position de leader en termes de production en 2011.

S'agissant du premier trimestre 2012, Tunisie leasing a enregistré une reprise de son activité, marquant une hausse de ses mises en force de 52% à 61,7MDT corrélée à celle des approbations de plus de 71% à 95,5MDT et un PNL en légère évolution de 2% à 10,8MDT.

En termes de valorisation, le titre Tunisie Leasing se transige à 25x son bénéfice net 2011 et à 19x son bénéfice net prévisionnel 2012 comparativement à un PER sectoriel de 17x et un earning Yield de 4%, inférieur à la rémunération des BTA, un taux jugée à notre avis assez faible compte tenue du risque encouru. De ce qui précède, nous recommandons de conserver le Titre Tunisie Leasing.

*Les commentaires et analyses figurant dans ce document reflètent l'opinion des analystes de Maxula Bourse à un instant donné et sont susceptibles de changer à tout moment. Ils ne sauraient cependant constituer un engagement ou une garantie de leur part. Les usagers reconnaissent et acceptent que par leur nature même, tout investissement dans des valeurs mobilières revêt un caractère aléatoire et qu'en conséquence, tout investissement de cette nature constitue un investissement à risque dont la responsabilité revient exclusivement à l'utilisateur. Il est à préciser que les performances passées d'un produit financier ne préjugent en aucune manière de leurs performances futures.*