

TUNISIE LEASING

COMMENTAIRE DES COMPTES ANNUELS 2009

(OPINION : ACHETER +)

VALEUR RECOMMANDEE PAR AXIS BOURSE

Actionnaires	En % du capital
Groupe AMEN	51,34%
STUSID Bank	9,17%
Actionnaires étrangers	6,12%
Public	33,37%

TLG est aujourd'hui un groupe diversifié et leader dans différents métiers de la finance (Leasing, Factoring, Brokerage, Private Equity, Fleet Management) qui est présent sur différents marchés (Tunisie, Algérie, Maroc, Afrique Sub-saharienne). Le cœur d'activité du groupe demeure le leasing avec Tunisie Leasing SA leader du secteur en Tunisie et depuis 3 ans Maghreb Leasing Algérie deuxième compagnie de leasing installée en Algérie et désormais leader du secteur avec 25% de parts de marché. En Tunisie, TLG demeure le leader du secteur du leasing mais enregistre une baisse de 3 points de ses parts de marché à 22%, TLG a toujours affirmé qu'elle n'attachait que peu d'importance au ranking et qu'elle privilégiait la croissance mesurée et saine surtout en période d'incertitude économique.

TLG fait partie du groupe Amen Bank qui en détient plus de 50%.

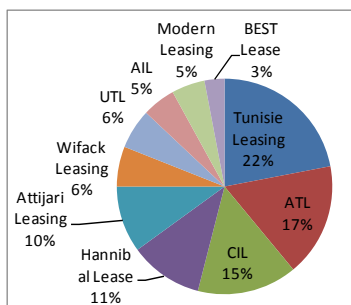
➔ Comptes consolidés : Groupe TLG

(En MDT)	2009	2008	Var
Revenu du crédit bail	50,557	44,426	13,8%
Revenu du factoring	7,955	7,862	1,2%
Revenu des opérations de LLD	4,686	3,161	48,2%
Autres produits d'exploitation	0,913	0,566	61,3%
Produits d'exploitation	64,111	56,015	14,5%
Résultat financier	-23,604	-21,625	9,2%
Produit Net du Leasing	40,507	34,390	17,8%
Charges opérationnelles	18,778	15,741	19,3%
<i>Coefficient d'exploitation</i>	<i>46,36%</i>	<i>45,77%</i>	<i>0,59%</i>
Dotations aux provisions pour créances douteuses	0,321	-0,867	++
Résultat d'exploitation	21,595	17,841	21,0%
Résultat Net consolidé	18,638	15,185	22,7%
Résultat net Part du groupe	14,241	11,350	25,5%

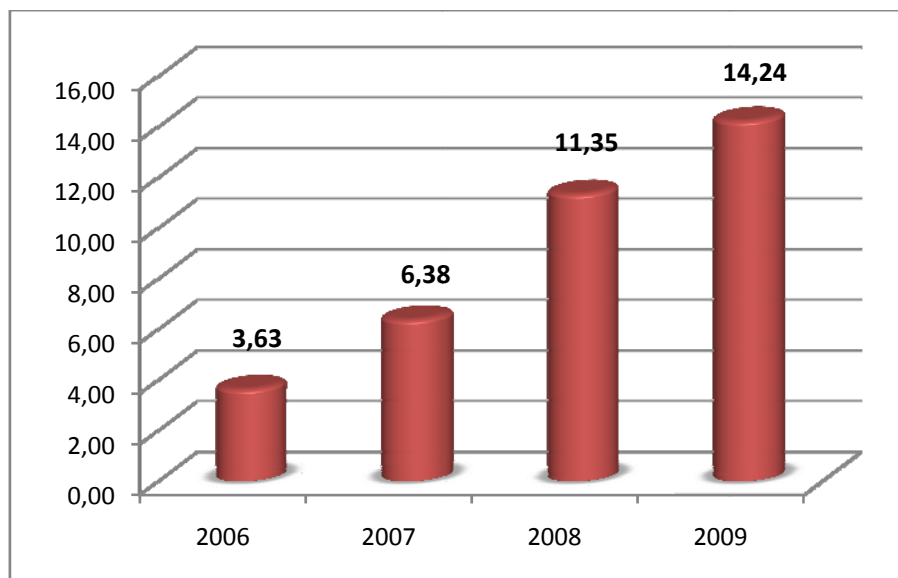
L'exercice 2009 s'est à nouveau traduit par une croissance soutenue des résultats du groupe (+25,5%).

LEASING TUNISIE

PARTS DE MARCHE 2009



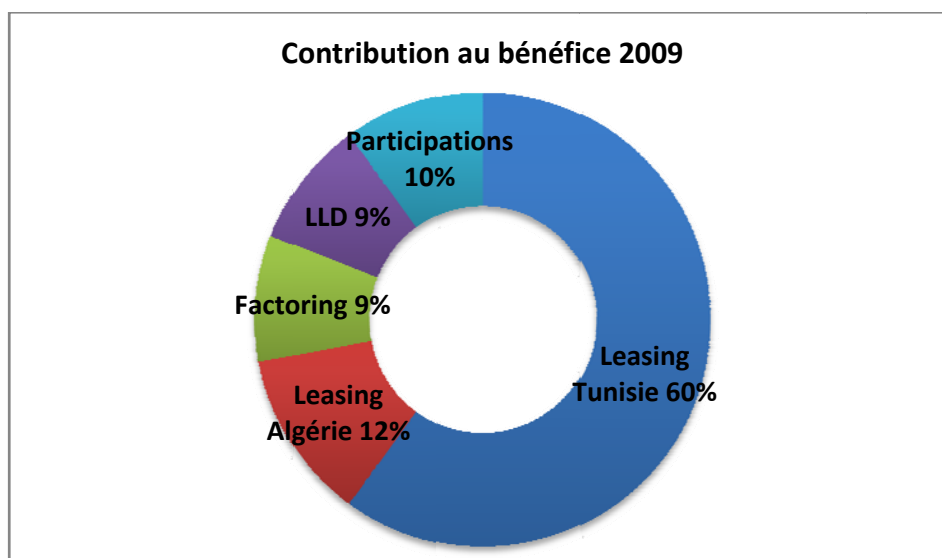
Evolution du Résultat Net Part du Groupe (en MDT) sur la période 2006-2009



Cette forte croissance est à la fois le fruit de la bonne tenue de son cœur d'activité le leasing et d'une diversification réussie dans d'autres métiers financiers.

Le leasing a contribué à hauteur de 72% aux bénéfices du groupe avec une montée en puissance de MLA à 12% depuis 2008 ; sachant que la quote-part des bénéfices revenant à TLG est de l'ordre de 33% (1,65MDT sur un bénéfice 2009 de MLA de 4,99MDT). MLA a atteint au bout de 3 exercices le niveau de bénéfice atteint par TL après 15 ans d'activité... Le potentiel du marché algérien reste encore peu exploité d'où l'entrée en activité de concurrents.

Notons que le management de la société a annoncé que la compagnie de leasing MLA sera introduite sur la Bourse algérienne au courant de l'année 2011.



La diversification du groupe dans d'autres activités est également payante avec des résultats en hausse pour le factoring (+23,7% à 1,9MDT) et pour la dernière née de ses activités la Location Longue Durée qui a généré un bénéfice de 1,3MDT (+27%).

Les revenus issus des participations, essentiellement les activités de private equity et de brokerage ont contribué à hauteur de 10% au résultat du groupe.

Pour ce qui est du total engagement du Groupe, il est passé à 441,8MDT en 2009 soit en évolution de +15% comparativement à l'année dernière.

Il ressort de ce développement de l'activité de TLG un accroissement des revenus d'exploitation (toutes catégories confondues) de +14,5% à 64,11MDT au 31-12-2009. La réduction du coût des ressources de la compagnie suite à la baisse du TMM a également profité à cette croissance des revenus nets.

Du côté des charges opérationnelles, le coefficient d'exploitation de la compagnie a légèrement augmenté à fin 2009 (+0.59% à 46,36%) la progression des charges opérationnelles étant plus rapide que celle du produit net de leasing : +19,3 vs 17,8%.

Par ailleurs, lorsque l'on présente TLG, il est également primordial de souligner la forte culture du risque mise en place par le groupe depuis la fin des années 1990 qui lui permet d'afficher désormais une qualité d'actif très convenable à l'échelle du groupe : taux de NPL de 4.8% couvertes à hauteur de 88% ; à titre indicatif signalons qu'à l'échelle du secteur, ces ratios étaient à fin 2008 de respectivement 11.4% et 77.8%. Pour rappel, les limites recommandées par la BCT pour le secteur financier dans son ensemble sont un taux maximal de NPL de 15% et un taux de couverture minimal de 70%.

Un cœur d'activité maîtrisé qui demeure en croissance ; une diversification réussie grâce à un réel savoir faire en matière de lancement de nouvelles activités ; des opportunités régionales encore à saisir ; de nouvelles activités dans le pipe... Le groupe TLG fait preuve d'une dynamique saine grâce à une forte culture de la maîtrise du risque.

→ **Parcours Boursier :**

D'un point de vue boursier le titre TLG a été délaissé en 2009, clôturant l'année sur une performance inférieure à +20% tandis que le secteur du leasing gagnait près de 57% et le marché dans son ensemble plus de +48%. Pourtant, TLG présente un profil de risque selon nous inférieur à ses pairs cotés (grâce à une plus grande diversification) et des niveaux de valorisations inférieurs



Ce sont essentiellement des considérations techniques qui ont pénalisé le titre avec la crainte de voir les investisseurs en portefeuille étrangers positionnés sur la valeur poursuivre leur sortie massive comme ce fut le cas fin 2008.

TLG	Fin 2007	Fin 2008	mi-2009	Fin 2009	28/05/2010
Participation étrangère	11.8%	6.5%	7.1%	6.1%	6.08%

La participation étrangère semble se stabiliser à un étiage de 6%. En ces premiers mois de 2010, le titre semble de nouveau susciter l'intérêt du marché avec un gain de +23.7% YTD 2010 vs +15.4% pour le marché. Au niveau du secteur du leasing qui affiche une performance de +68.5%, TLG se classe en troisième position derrière Attijari Leasing qui a fait un parcours remarquable en 2010 (+100,3%), suivie de Wifack Leasing (+60,2%). TLG fait selon nous partie des titres qui ont injustement été boudés en 2009 et qui devrait enregistrer un parcours 2010 plus conforme à leur qualité fondamentale et rattraper son retard en matière de valorisation.

	PERF 2009	PERF YTD 2010	P/E 2009e	P/E 2010e	Dividend yield 2009e	Dividend yield 2010e
LEASING	56.7%	+65,8%	17,6	15,8	2,4%	2,6%
ATL	+49,0%	+8,0%	15,0	13,6	2,6%	3,5%
CIL	+70,0%	+34,5%	16,1	14,5	1,9%	1,9%
ATTIJARI LEASING	+83,0%	+100,3%	31,7	28,8	0,0%	0,0%
TUNISIE LEASING	+19,0%	+23,7%	15,0	13,4	2,8%	2,6%
EI WIFACK LEASING	+73,0%	+60,2%	26,5	21,7	1,6%	2,3%
TUNINDEX	48.4%	+15,4%	16,2	14,7	2,7%	2,7%

Tunisie Leasing fait partie de nos valeurs recommandées pour l'année boursière 2010. **ACHETER +**