

**Informations boursières :**

Secteur: Leasing  
 Prix: 2,100 dinars  
 Valeur Nominal: 1 dinar  
 Nombre d'actions offertes: 10 000 000 actions nouvelles  
 Montant de l'offre : 21 000 000 dinars  
 Jouissance des actions: 1<sup>er</sup> janvier 2013  
 Période de souscription: 28 août au 27 septembre 2013 inclus  
 Capitalisation boursière après introduction : 63 000 000 dinars.

**Actionnariat :**

Actionnaires	% du capital	
	Avant Offre	Après Offre
Al Tawfik Development House	40,55%	27,03%
Al Baraka Bank	34,77%	23,18%
Arab Leasing International Finance	19,45%	12,97%
M. Aissa HIDOUSI	5,14%	3,43%
Autres actionnaires	0,09%	0,06%
OPF		13,33%
Placement garanti		20,00%
<b>Total</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

**Ratios Boursiers :**

	2012	2013e	2014p
P/E	19,0x	14,8x	12,2x
P/BV	1,8x	1,3x	1,3x
Div yield*	4,8%	4,8%	5,7%

\*Prix par action 2,100 dinars.

**Données financières :**

	2012	2013e	2014p
BPA	0,111	0,142	0,173
DPA	0,100	0,100	0,120
ROE	11,7%	13,3%	12,0%
Ratio des créances classées	6,6%	6,0%	6,0%
Taux de couverture des créances classées	75,1%	70,0%	70,0%

**Points Forts / Opportunités:**

- Unique opérateur leasing islamique en Tunisie ;
- Appartenance au groupe Dallah Al Baraka ;
- Besoin en financement des PME pouvant profiter au secteur du leasing.

**Points Faibles / Menaces :**

- Concurrence de plus en plus rude sur le marché ;
- Persistance du ralentissement de l'activité économique ;
- Risque d'enchérissement du coût des ressources.

**Objectif de l'introduction en Bourse :**

- L'accroissement de la notoriété de la société ;
- Consolider les fonds propres de la société afin d'accompagner l'évolution de l'activité de la société ;
- Bénéficier de l'avantage fiscal en réduisant le taux d'imposition de 35% à 20%.

**Caractéristiques de l'opération :**

La société Best Lease s'introduit sur le marché principal de la cote de la bourse de Tunis à travers une augmentation de capital portant sur 10 000 000 actions nouvelles représentant 33,33% du capital après introduction.

L'émission se fera par le moyen de :

- **Une Offre à Prix Ferme** de 4 000 000 actions représentant 40,00% du capital à émettre, réparties en 3 catégories :

Catégories	Nombre d'actions	% de l'OPF	Montant (en dinars)	% du capital après offre
<b>Catégorie A:</b> Personnel de la société Best Lease.	50 000	1,25%	105 000	0,17%
<b>Catégorie B:</b> Personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères et institutionnels tunisiens et/ou étrangers sollicitant au min 10 001 actions et au max 150 000 actions pour les non institutionnels et 1 500 000 actions pour les institutionnels.	2 400 000	60,00%	5 040 000	8,00%
<b>Catégorie C:</b> Personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères et institutionnels tunisiens et/ou étrangers sollicitant au min 50 actions et au max 10 000 actions.	1 550 000	38,75%	3 255 000	5,17%
<b>Total</b>	<b>4 000 000</b>	<b>100,00%</b>	<b>8 400 000</b>	<b>13,33%</b>

La demande d'acquisition doit porter sur un nombre d'actions qui ne peut être inférieur à 50 actions ni supérieur à :

- 1 500 000 actions, soit 5% du capital social après augmentation pour les institutionnels;
- 150 000 actions, soit 0,5% du capital social après augmentation pour les non institutionnels.

Le mode de satisfaction des demandes de souscription se fera de la manière suivante :

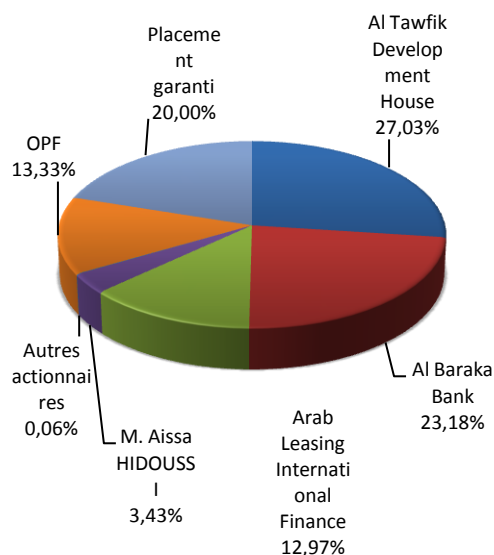
**Pour la catégorie A:** les souscripteurs à cette catégorie ne doivent pas souscrire dans les autres catégories. La souscription à cette catégorie sera centralisée chez l'intermédiaire en Bourse BNA Capitaux.

**Pour la catégorie B :** les demandes de souscription seront satisfaites au prorata sur la base d'un taux d'allocation, déterminé par le rapport quantité offerte / quantité demandée et retenue. Le reliquat non servi sera réparti par la commission de dépouillement, sans que la part de chaque institutionnel ne dépasse 5% du capital à l'issue de l'opération.

**Pour la catégorie C:** les demandes de souscription seront satisfaites également par palier jusqu'à l'épuisement des titres alloués à cette catégorie. Les paliers de satisfaction seront fixés par la commission de dépouillement.

Par ailleurs, les demandes de souscription pour les OPCVM ne doivent pas porter sur plus de 10% des actifs nets, ayant servi pour le calcul de la dernière valeur liquidative publiée, précédant la date de souscription. Tout non respect de cette condition entraîne la nullité de la demande de souscription.

En cas d'excédent de titres offerts non demandés par une catégorie, le reliquat sera affecté en priorité à la catégorie B puis à la catégorie C.



- **Un Placement Garanti** auprès d'investisseurs étrangers et/ou locaux avertis agissant pour compte propre de 6 000 000 actions représentant 60,00% du total des actions à émettre en numéraire, soit une enveloppe de 12 600 000 dinars, centralisé auprès de BNA Capitaux, intermédiaire en Bourse. Le Placement Garanti sera réalisé aux mêmes conditions de prix que l'Offre à Prix Ferme. Les souscripteurs à ce placement s'engagent à ne pas céder 75% de leurs titres en bourse pendant une période d'une année à partir de la date de la première cotation en bourse.

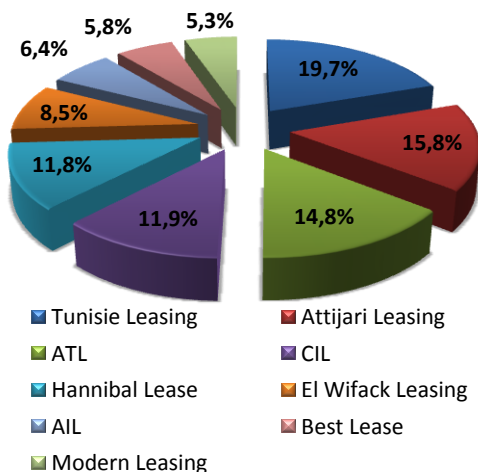
La demande de souscription doit porter sur un nombre d'actions qui ne peut être supérieur à 5% du capital social après augmentation du capital, soit 1 500 000 actions pour les institutionnels, ni supérieur à 0,5% du capital social après augmentation du capital, soit 150 000 actions pour les non institutionnels.

Les souscripteurs dans le cadre du Placement Garanti n'auront pas le droit de souscrire dans le cadre de l'Offre à Prix Ferme et inversement.

Toutefois, les titres non acquis dans le cadre du placement garanti pourraient être affectés à la catégorie B, puis C de l'Offre à Prix Ferme.

**Contrat de liquidité :** Un contrat de liquidité pour une période d'un an à partir de la date d'introduction en Bourse des actions de la société Best Lease, sera établi entre la BNA Capitaux – Intermédiaire en bourse et les actionnaires de la société Best Lease : Al Tawfik Development House, Arab Leasing International Finance et Al Baraka Bank portant sur 1 000 000 d'actions et 1 000 000 dinars.

**Part de marché en terme de mises en force en 2012**



**Régulation du cours boursier :** Les actionnaires de la société « Best Lease » se sont engagés, après l’introduction de la société en Bourse, à obtenir auprès de la prochaine Assemblée Générale Ordinaire de la société les autorisations nécessaires pour la régulation du cours boursier, et ce conformément à l’article 19 nouveau de la loi n°94-117 du 14 Novembre 1994 portant réorganisation du marché financier.

Le contrat de régulation sera confié à BNA Capitaux, intermédiaire en Bourse.

**Présentation de la société :**

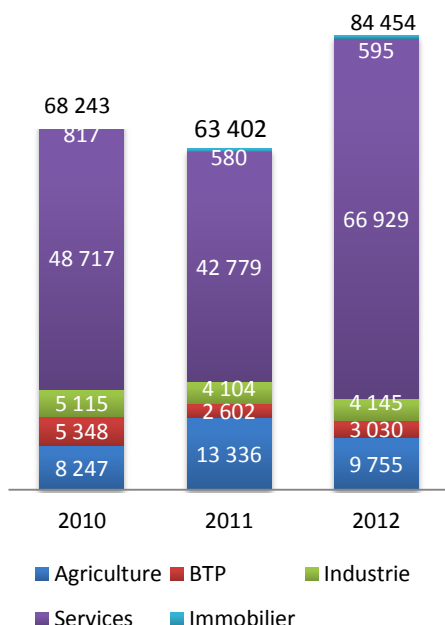
La société Best Lease est une société anonyme créée 1999 ayant pour objet le financement en leasing des investissements mobiliers et immobiliers à usage professionnel, industriel, agricole, commercial et de services. Elle est une filiale détenue à raison de 35% par Al Baraka Bank Tunisie, banque ayant une trentaine d’années d’expérience dans les services bancaires et ayant développé une large gamme de produits et services conformes à la shariaa.

Best Lease est le seul opérateur sur le marché du leasing islamique en Tunisie. Cette spécificité a fait que la société a gardé une taille limitée par rapport au secteur. En effet, le développement de la société a été freinée par la rareté des financements islamiques et le manque d’opportunités à lever des fonds islamiques sur le marché tunisien pour développer ses activités. Toutefois, la société a bénéficié de l’appui financier d’Al Baraka Bank Tunisie à travers la mise en place de lignes de financement Revolving pour un total de 70 MDT et a obtenu récemment une troisième ligne de 8 MDT de la Banque Zitouna.

Best Lease dispose d’un siège à Tunis et de 7 agences sises dans les régions de Sfax, Béja, Sousse, Nabeul, Bizerte, Gabès et Zaghouan.

Par rapport aux dix sociétés de leasing opérant sur le marché, la société Best Lease occupe l’avant dernière place en termes de part de marché, avec des mises en force de 84 454 mDT à la fin de l’année 2012.

**Répartition sectorielle des mises en force (en mDT)**



**Activité de la société :**

Les mises en force la société Best Lease sont passées de 68 243 mDT en 2010 à 84 454 mDT en 2012, soit un taux de croissance annuel moyen de 11,2%. Cette performance est essentiellement portée par le secteur des services qui représentent plus de 79,2% du total des mises en force en 2012.

Par ailleurs, l’année 2011 a été marqué par une contraction de l’activité de la société de 7,1% par rapport à 2010, et ce suite aux troubles sociaux économiques qu’à connu la Tunisie en 2011.

La structure des encours financiers de la société Best Lease par type de produit se caractérise par une prépondérance du matériel roulant aux alentours de 90% en 2012 sur un total des encours financiers de 130 929 mDT, offrant un bon rapport Rendement/Risque compte tenu de la possibilité d’écouler le matériel roulant sur le marché d’occasion avec des délais raisonnable en cas de non paiement de la dette.

## Analyse financière de la société :

En termes de qualité d'actifs, les engagements classés représentent 6,6% du total des engagements en 2012 contre une moyenne de 9,12% pour le secteur du leasing en Tunisie.

Par ailleurs, la couverture de ces engagements classés est de 75,1% en 2012 supérieur à la moyenne sectorielle de 63,25%.

En matière de productivité, la société Best Lease affiche un coefficient d'exploitation de 37,53% en 2012 en constante détérioration sur les 3 dernières années, imputable essentiellement à la hausse des charges de personnel qui ont progressé entre 2010 et 2012 de 25,21% contre une hausse de 15,49% des produits nets de leasing. Ce coefficient est en ligne avec la moyenne sectorielle qui est de 37,62% en 2012.

La société Best Lease a clôturé l'exercice 2012 avec un résultat net de 2,21 MDT et prévoit de réaliser un bénéfice net en 2013 aux alentours de 4,27 MDT.

Les mises en force arrêtés au 30 juin 2013 totalisent un montant de 27,3 MDT, soit 26,4% de l'objectif prévu pour l'année 2013. Ce retard trouve sa justification au niveau de l'importation des véhicules. En effet, à fin juin 2013, plus de 5 MDT sont en attente de mise en force et le déblocage effectif sera concrétisé au cours des 3 prochains mois. Par ailleurs, la société a affiché des produits nets de leasing de 3,5 MDT à fin juin 2013, soit 39,3% des projections de l'année 2013. Ce décalage s'explique essentiellement par les échéances du secteur agricole généralement payées au courant du deuxième semestre de l'année.

## Stratégie de développement :

La stratégie de développement de la société Best Lease sur la prochaine période s'articule autour des axes suivants :

- Maintenir le taux de couverture des créances classées à 70% à partir de 2013 ;
- Cibler de nouveaux clients dans les secteurs médical et BTP, continuer à développer le secteur du transport et renforcer principalement son positionnement sur le secteur immobilier ;
- Améliorer sa part de marché et élargir sa présence sur le territoire par l'ouverture de 2 nouvelles agences situées dans la capitale et à l'intérieur du pays et le renforcement de son équipe commerciale;

## Les hypothèses retenues par la société Best Lease pour élaborer son business plan :

- ✓ Les mises en force devraient atteindre 203,34 MDT en 2017 contre 84,45 MDT en 2012, soit un taux de croissance annuel moyen de 19,21%. Pour ce faire, le management de la société a tenu compte d'une forte progression de secteur immobilier et du secteur du matériel médical.
- ✓ La société prévoit un taux de sortie moyen de 10,5% à sur la durée prévisionnelle.
- ✓ Pour le calcul des charges financières, le management a retenu un coût moyen annuel des ressources de 5,9% en 2013 et 6,3% à partir de 2014.
- ✓ Les produits nets de leasing devraient enregistrés sur la période prévisionnelle un taux de croissance annuel moyen de 18,6% pour atteindre 16,26 MDT en 2017 contre 6,93 MDT en 2012.
- ✓ Les frais du personnel tiennent compte d'une augmentation annuelle moyenne de 9% expliquée par les augmentations légales annuelles de la masse salariales et des recrutements futurs prévus par la société Best Lease. Ainsi, les charges de personnel devraient s'établir à 2,36 MDT en 2017 contre 1,53 MDT en 2012.

- ✓ Le management de la société prévoit un résultat net de 8,52 MDT en 2017 contre 2,21 en 2012, soit un taux de croissance annuel moyen de 30,98%.
- ✓ L'impôt sur les sociétés est calculé sur la base d'un taux annuel de 20% à partir de 2013, après la réalisation de l'opération d'introduction en bourse de la société.
- ✓ Pour la rémunération des actionnaires, la société prévoit un payout supérieur à 60% sur la durée du Business Plan.

## Business Plan :

En MDT	Réalisé			Prévu					TCAM 2012/2017
	2010	2011	2012	2013p	2014p	2015p	2016p	2017p	
<b>Mise en Forces</b>	<b>68,24</b>	<b>63,40</b>	<b>84,45</b>	<b>103,32</b>	<b>122,49</b>	<b>144,95</b>	<b>171,39</b>	<b>203,34</b>	<b>19,21%</b>
<i>Variation</i>	<i>85,07%</i>	<i>-7,09%</i>	<i>33,20%</i>	<i>22,34%</i>	<i>18,55%</i>	<i>18,34%</i>	<i>18,24%</i>	<i>18,64%</i>	–
Revenus nets de leasing	8,30	10,29	11,69	15,13	18,44	21,62	25,38	30,00	20,74%
- Charges financières nettes	3,25	4,59	4,86	6,41	7,85	9,49	11,51	14,01	23,58%
- Variation des agios réservés	-0,02	0,12	0,11	0,17	0,20	0,24	0,28	0,33	24,57%
<b>= Marge commerciale</b>	<b>5,07</b>	<b>5,58</b>	<b>6,72</b>	<b>8,55</b>	<b>10,39</b>	<b>11,89</b>	<b>13,59</b>	<b>15,66</b>	<b>18,44%</b>
<i>Variation</i>	–	<i>10,03%</i>	<i>20,35%</i>	<i>27,23%</i>	<i>21,52%</i>	<i>14,44%</i>	<i>14,30%</i>	<i>15,23%</i>	
+ Autres produits d'exploitation	0,12	0,15	0,20	0,30	0,37	0,43	0,51	0,60	24,57%
<b>= Produits nets</b>	<b>5,20</b>	<b>5,74</b>	<b>6,93</b>	<b>8,86</b>	<b>10,75</b>	<b>12,32</b>	<b>14,10</b>	<b>16,26</b>	<b>18,60%</b>
<i>Variation</i>	–	<i>10,42%</i>	<i>20,79%</i>	<i>27,85%</i>	<i>21,33%</i>	<i>14,60%</i>	<i>14,45%</i>	<i>15,32%</i>	–
- Charges de personnel	0,98	1,27	1,53	1,67	1,82	1,99	2,16	2,36	9,05%
- Dotations aux amortissements des immobilisations propres	0,15	0,16	0,20	0,30	0,30	0,30	0,30	0,31	9,16%
- Autres charges d'exploitation	0,60	0,66	0,86	0,95	1,04	1,15	1,26	1,39	10,08%
<b>= Total des charges d'exploitation</b>	<b>1,72</b>	<b>2,08</b>	<b>2,60</b>	<b>2,92</b>	<b>3,17</b>	<b>3,43</b>	<b>3,73</b>	<b>4,06</b>	<b>9,32%</b>
<i>Coefficient d'exploitation</i>	<i>33,19%</i>	<i>36,33%</i>	<i>37,52%</i>	<i>32,96%</i>	<i>29,49%</i>	<i>27,84%</i>	<i>26,45%</i>	<i>24,97%</i>	–
<b>= Résultat d'exploitation avant provisions</b>	<b>3,47</b>	<b>3,65</b>	<b>4,33</b>	<b>5,93</b>	<b>7,58</b>	<b>8,89</b>	<b>10,37</b>	<b>12,20</b>	<b>23,02%</b>
- Dotations nettes aux provisions et résultat des créances radiées	0,46	1,73	1,35	0,59	1,11	1,17	1,25	1,55	2,80%
<b>= Résultat d'exploitation</b>	<b>3,01</b>	<b>1,93</b>	<b>2,98</b>	<b>5,34</b>	<b>6,47</b>	<b>7,72</b>	<b>9,12</b>	<b>10,65</b>	<b>29,01%</b>
- Autres pertes ordinaires	0,00	0,00		–	–	–	–	–	–
+ Autres gains ordinaires	0,02	0,02	0,15	–	–	–	–	–	–
<b>= Résultat des activités ordinaires avant impôt</b>	<b>3,03</b>	<b>1,94</b>	<b>3,12</b>	<b>5,34</b>	<b>6,47</b>	<b>7,72</b>	<b>9,12</b>	<b>10,65</b>	<b>27,83%</b>
- Impôts sur les bénéfices	1,16	1,00	0,91	1,07	1,29	1,54	1,82	2,13	18,54%
<b>= Résultat net</b>	<b>1,86</b>	<b>0,94</b>	<b>2,21</b>	<b>4,27</b>	<b>5,18</b>	<b>6,17</b>	<b>7,30</b>	<b>8,52</b>	<b>30,98%</b>

## Valorisation :

L'évaluation de la société Best Lease a été effectuée sur la base d'un business plan de la période allant de 2013 à 2017 selon les quatre méthodes suivantes, jugées les plus pertinentes par l'évaluateur :

- La méthode de l'actif net réévalué ou méthode du Goodwill ;
- La méthode d'actualisation des flux des dividendes ;
- La méthode d'actualisation des flux EVA (Economic Value Added) ;
- La méthode des comparables (méthode des multiples du PER).

Le taux d'actualisation retenu est calculé par le recours au modèle d'évaluation des actifs financiers MEDAF selon les hypothèses suivantes :  $\beta_{\text{endetté}}=1,0$ ; taux sans risque de 6,249% et une prime de risque marché de 6,921%, soit un coût du capital de 13,17%. En outre un taux de croissance à l'infini de 1,5% a été retenu.

Méthode	Valeur des fonds propres calculée par l'évaluateur en mDT	Prix de l'action calculée par l'évaluateur en DT
Méthode du Goodwill	81 950	2,732
Méthode d'actualisation des flux des dividendes	77 330	2,578
Méthode d'actualisation des flux EVA	68 910	2,297
Méthode des comparables	65 666	2,189
<b>Moyenne</b>	<b>73 460</b>	<b>2,448</b>
Décote		-14,22%
<b>Prix offert</b>		<b>2,100</b>

Le prix proposé est de 2,100 dinars, soit une décote de 14,22% par rapport à la moyenne des méthodes retenues. Ce prix correspond à une valorisation de la société Best Lease, après augmentation de capital, de 63 000 mDT.

## Recommandation :

La société Best Lease opère dans un marché fortement concurrentiel, caractérisé actuellement par une hausse du coût des ressources et une détérioration de la conjoncture économique. Toutefois, à moyen terme un retour à la croissance de l'économie nationale et l'ouverture de nouvelles agences permettra à la société d'atteindre ses objectifs de développement. Par ailleurs, grâce à cette augmentation de capital la société Best Lease pourra consolider ses fonds propres et améliorer ainsi sa solidité financière.

Avec un prix d'introduction de 2,100 dinars le titre affiche un P/E de 19,0x les bénéfices de 2012 et un P/E de 14,8x les bénéfices estimés de 2013. La rémunération des actionnaires sera généreuse avec un rendement en dividende de 4,8%. Nous recommandons de souscrire à l'OPF dans une optique de placement à moyen terme.

## Lexique

Terme	Désignation	Numérateur	Dénominateur
CA	Chiffre d'affaires	Chiffre d'affaires	
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization	EBIT + dotations aux amortissements et aux provisions	
EBIT	Earnings before Interest and Taxes	Résultat d'exploitation	
ETE	Excédent de Trésorerie d'Exploitation	EBITDA - Variation du BFR	
CP	Total capitaux propres	Total capitaux propres	
	Dettes nettes	Dettes financières LT + dettes financières CT - disponibilités - placements financiers	
	Taux de Marge brute	Marge brute	CA
	Taux de Marge d'EBITDA	EBITDA	CA
	Taux de Marge opérationnelle	EBIT	CA
	Taux de Marge nette	Résultat net	CA
ROE	Return on equity	Résultat net	Total capitaux propres
ROA	Return on assets	Résultat net	Total Actifs
Gearing	Gearing	Dettes financières nettes	Total capitaux propres
BPA	Bénéfice par action	Résultat net	Nombre d'actions
DPA	Dividende par action	Bénéfice distribué aux actionnaires	Nombre d'actions
VE	Valeur de l'entreprise	Capitalisation Boursière + dettes financières nettes - immobilisations financière + Intérêts minoritaires	
VE/CA		VE	CA
VE/EBITDA		VE	EBITDA
VE/EBIT		VE	EBIT
P/E	Price Earning ratio	Capitalisation Boursière	Résultat net