

Points clés

- ♦ **2019 est une année à marquer d'une pierre noire pour le secteur du leasing en Tunisie. Nos leaseurs ont dû composer avec un environnement hostile caractérisé par: un investissement en berne, un assèchement de la liquidité et un affaissement des marges. La production a été réprimée et rentabilité des établissements de leasing a été sensiblement dégradée.**
- ♦ **L'avènement de la crise sanitaire du COVID-19 assombrit d'autant plus les perspectives du secteur; des perspectives déjà fragilisées par un environnement opérationnel difficile depuis la Révolution. Le gel de l'activité économique et le moratoire d'échéances qui s'en ont suivi devraient mettre à rude épreuve les équilibres financiers et la rentabilité des établissements de leasing en 2020.**
- ♦ **Le parcours boursier du secteur a été naturellement le reflet des performances décevantes du secteur sur les dernières années. La « mise en sursis » de la distribution des dividendes par la Banque Centrale a accentué la méfiance des investisseurs vis-à-vis du secteur et a pénalisé sa liquidité en bourse.**
- ♦ **Sur le papier, la valorisation du secteur du leasing est intéressante. Nos leaseurs traitent en moyenne à 0,6x leur fonds propres. Mais, le manque de visibilité sur un redressement de l'activité à court terme, ne plaide pas en faveur d'un positionnement sur le secteur à l'heure actuelle. La temporisation reste le mot d'ordre.**

I- Présentation du secteur

- Benjamin du secteur financier, le leasing a connu depuis son lancement dans les années 80 un développement soutenu. Réservé exclusivement pour le financement des biens à usage professionnel, le leasing a connu un franc succès auprès des PME qui le voient comme un mode de financement préféré au crédit bancaire pour sa célérité et la non exigence de garanties.
- C'est sous l'impulsion des banques ayant perçu le leasing comme une activité naturellement intégrée dans leur métier, que la majorité des compagnies de leasing spécialisées ont été créés. Le secteur bancaire reste, à ce jour, l'actionnaire de référence des compagnies du leasing avec une participation moyenne de 51% dans le capital et une présence dans le tour de table de six

leaseurs sur huit.

- Avec un marché de 2 milliards de dinars pour huit opérateurs, le secteur est fragmenté et extrêmement concurrentiel. A titre de comparaison, le Maroc, un marché deux fois plus grand que le nôtre, compte autant de compagnies qu'en Tunisie!
- Si le poids du secteur est encore faible dans le financement de l'investissement (≈ 9% dans la FBCF en 2019) et dans la capitalisation boursière (≈ 2%), sa contribution dans le marché obligataire est incontestable puisqu'il est à l'origine d'au moins le 1/3 des émissions obligataires chaque année.

« Le leasing doit son succès auprès des PME tunisiennes à sa simplicité, sa rapidité et la non exigence de garanties »

Le secteur du leasing coté en chiffres (2019)

- 7 établissements cotés
- Une contribution de 9% dans la formation brute du capital fixe
- Une capitalisation boursière de 372* milliards de dinars soit 2% de la capitalisation du marché
- 1,5 milliards de dinars de mises en force
- 156 millions de dinars de produit net de leasing
- 25 millions de dinars de bénéfices nets agrégés
- Un flottant moyen de 30%
- 1% des échanges annuels du marché

Ratios boursiers*

- PER 2020e: 19,5x
- P/B ajusté** 2020e: 0,6x
- Yield 2020e: 3,9%
- ROE 2019: 7,6%
- Performance annuelle***: -0,4%

* Données au 30 juillet 2020

** Performance de l'indice des services financiers publié par la BVMT.

*** Calculé sur la base d'un taux de couverture des créances classées de 70% pour tout le secteur.

- Le matériel roulant accapare la part la plus importante dans la production des leaseurs (une part au dessus de 90%).

II- Etat des lieux du secteur du leasing et prévisions 2020

- 2019 a été particulièrement éprouvante pour le secteur du leasing coté. Nos leaseurs ont nettement réduit la voilure et revu à la baisse leur objectifs de croissance. Ils ont dû composer avec une conjoncture éminemment « *challengeante* » marquée par :

- une liquidité tendue au niveau des banques, un assèchement de la liquidité sur le marché obligataire exacerbée par l'effet d'éviction des émissions récurrentes de l'Etat sur le marché de la dette,

- un environnement de taux élevés, suite aux hausses successives du taux directeur de la BCT depuis 2018, qui a renchéri le coût du refinancement et a érodé les marges,

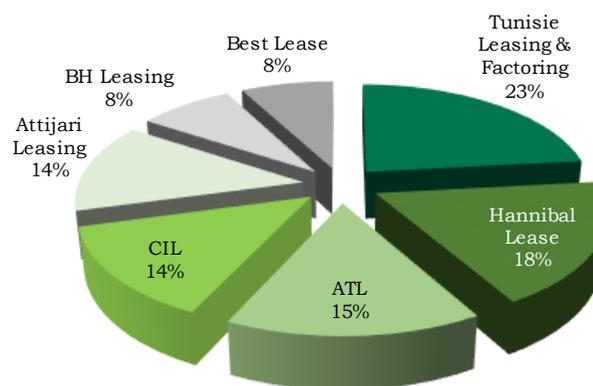
- une conjoncture économique défavorable et un investissement en berne générant une baisse de la demande de financement de certains secteurs, un allongement des délais de paiement et la raréfaction des bonnes signatures.

- Face à cette triple peine, les compagnies de leasing ont voulu redimensionner leur activité, brandir l'arme du « *cost-killing* » et jouer la carte de la sélectivité. Malgré les efforts entrepris, le bilan a été nettement en deçà des attentes et la rentabilité a subi un coup dur.

| Société | Date de création | Nombre d'agences | Actionnaire de référence | Pourcentage de contrôle |
|-----------------------------|------------------|------------------|------------------------------|-------------------------|
| Tunisie Leasing & Factoring | 1984 | 12 | Groupe Amen | 58% |
| CIL | 1992 | 10 | Société Générale Financière* | 31% |
| ATL | 1993 | 12 | Arab Tunisian Bank | 40% |
| Attijari Leasing | 1994 | 13 | Groupe Attijari Bank | 65% |
| BH Leasing | 1997 | 4 | Groupe BH Bank | 69% |
| Best Lease | 1999 | 9 | Groupe Al Baraka Bank | 64% |
| Hannibal Lease | 2001 | 7 | Groupe Djilani | 45% |

* Société majoritairement détenue par M. Mohamed BRIGUI, l'actuel Président du Conseil d'Administration de la société CIL.

Parts de marché des leaseurs cotés en termes d'encours de leasing (2019)



1) Les mises en force : malmenés par la conjoncture

- En 2019, la production des leaseurs a aligné une deuxième année baissière de suite. Les mises en force du secteur se sont contractées de 23% à 1,5 milliard de dinars, renouant ainsi avec leur niveau de 2015. Sur fond de tarissement des financements bancaires et obligataires, les sociétés de leasing ont été contraintes de rationner leur production. Rappelons, en effet, que le refinancement est par essence au cœur

de l'activité de leasing : les sociétés se financent en « gros » pour prêter au « détail ».

- Malgré les deux opérations de recapitalisation-clôturées in extremis- menées par **Tunisie Leasing & Factoring** (une levée de 20MDt) et **ATL** (une levée de 15,8MDt non totalement placée), le secteur a accusé une baisse de l'encours de ses ressources.

- 80% des ressources des leaseurs proviennent d'emprunts bancaires et d'émissions obligataires (une proportion respective d'environ 50% et 30%). L'assèchement de la liquidité bancaire et le plafonnement du ratio de transformation ont eu raison des financements bancaires. Par ailleurs, la hausse des taux d'intérêt a aiguisé la concurrence des placements monétaires et exercé un effet d'éviction sur le marché obligataire.

« *Le secteur coté a subi la jonction de plusieurs facteurs défavorables en 2019* »

Ainsi, l'industrie du leasing a eu du mal à lever les ressources nécessaires pour financer son activité: un repli des ressources d'emprunt de 10% à 3,1 milliards de dinars en 2019.

▪ Hormis, la **CIL** dont les mises en force ont quasiment stagné à 264MDt, toutes les compagnies de la cote ont significativement réduit la cadence de leur production. **CIL** est toujours fidèle à sa stratégie de croissance modérée. **A contrario, les sociétés qui ont subi les baisses les plus prononcées sont celles qui ont mis le pied sur l'accélérateur en 2016 et 2017.**

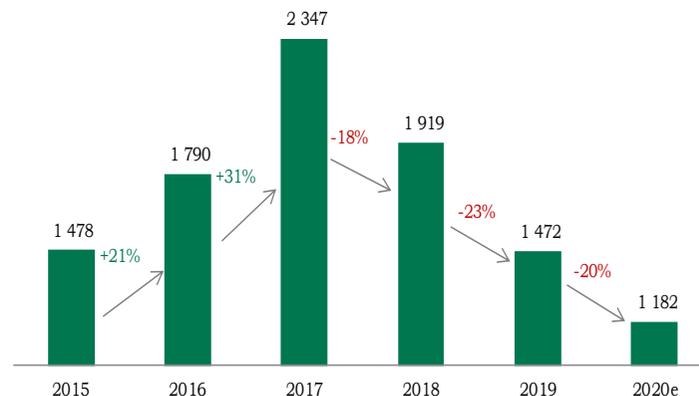
▪ La baisse la plus élevée a été enregistrée par **BH Leasing**. La filiale du Groupe BH qui a récemment changé de dénomination sous l'enseigne mère a vu ses mises en force se réduire de moitié à 84MDt, en 2019 soit le niveau le plus faible depuis 2013. La compagnie a, ainsi perdu 3 points de taux de part de marché en l'espace d'une année.

▪ **Hannibal lease** qui est monté sur « le trône » du secteur en 2017 sur le front de la production, continue à perdre du terrain. La compagnie a enregistré une régression de ses mises en force de 38% à 221MDt. La société affiche le ratio fonds propres/engagements parmi les plus faibles du secteur en 2019 (9,8% contre une moyenne sectorielle de 13,3%).

▪ **Tunisie Leasing** maintient son statut de premier pourvoyeur de crédits du secteur avec une part de marché de 24%. Le leaseur a décroché moins vite que la moyenne du secteur (-16% à 361MDt).

▪ L'année 2020 s'annonce plus difficile pour le secteur. Les mesures de confinement qui ont

Evolution des mises en force en MDt



| Mises en force (MDt) | 2018 | 2019 | Variation | 2020e | Variation |
|-----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Tunisie Leasing & Factoring | 432 | 361 | -16% | 274 | -24% |
| CIL | 261 | 264 | 1% | 218 | -17% |
| ATL | 306 | 225 | -27% | 179 | -21% |
| Hannibal Lease | 355 | 221 | -38% | 178 | -19% |
| Attijari Leasing | 263 | 205 | -22% | 170 | -17% |
| Best Lease | 130 | 113 | -13% | 110 | -2% |
| BH Leasing | 172 | 84 | -51% | 53 | -36% |
| Secteur coté | 1919 | 1472 | -23% | 1182 | -20% |

accompagné la crise du COVID-19 et le grippage subséquent de la machine économique laisseront des traces dans les comptes des leaseurs: une demande de financement bridée, un resserrement plus prononcé de la liquidité bancaire et obligataire et une hausse des risques d'impayé. Autant d'éléments qui amèneront les établissements du leasing à raisonner davantage leur production. A la lumière des indicateurs d'activité au 30 juin 2020, nous tablons sur un décrochage des mises en force de 20% à 1,2 milliard de dinars pour l'ensemble du secteur.

« L'assèchement des liquidités et la raréfaction des bons risques expliquent la chute de la production en 2019 »

| Parts de marché en termes de mises en force | 2018 | 2019 | Variation |
|---|------|------|-----------|
| Tunisie Leasing & Factoring | 22% | 24% | ▲ |
| CIL | 14% | 18% | ▲▲ |
| ATL | 16% | 15% | ≈ |
| Hannibal Lease | 19% | 15% | ▼ |
| Attijari Leasing | 14% | 14% | ≈ |
| Best Lease | 7% | 8% | ≈ |
| BH Leasing | 9% | 6% | ▼▼ |

2) Le Produit net de leasing : une érosion continue des spreads

▪ Sans grande surprise, 2019 a dérogé à la croissance des revenus pour le secteur du leasing, et ce pour la deuxième année d'affilée. Le produit net de leasing agrégé s'est rétracté de 6% à 156,5MDt*. A l'exception de **CIL**, **ATL** et **Best Lease**, toutes les sociétés de leasing ont subi une régression de leur produit net de leasing.

▪ Dans la continuité des dernières années, en raison du contexte haussier des taux, le secteur a affiché un renchérissement de son coût du refinancement et un effritement de son spread. Sur 2019, nous estimons la baisse du spread de crédit à 0,1 point de taux à 1,8%.

▪ Les sociétés **CIL** et **ATL** maintiennent les spreads de leasing les plus élevés du secteur. Les deux sociétés profitent de :

1) une politique commerciale prudente qui privilégie la rentabilité aux volumes et qui les mettent à l'abri de la guerre des prix,

2) une gestion optimisée de leur coût des ressources avec une exposition faible aux billets de trésorerie et certificats de dépôts (une proportion de 6% pour la **CIL** et de 13% pour l'**ATL** contre 17% pour le reste du marché).

* Compte non tenu des revenus des participations de la société Tunisie Leasing & Factoring.

▪ De l'autre côté du spectre, **BH Leasing** a enregistré la plus forte régression du produit net de leasing à l'échelle du secteur, et ce pour la deuxième année de suite. Et pour cause, un effondrement de la production (-51% pour les mises en force en 2019) et une érosion du spread de crédit. Ce dernier s'est effrité de 0,8 point de taux à 0,3%, selon nos estimations, soit la marge la plus faible du secteur.

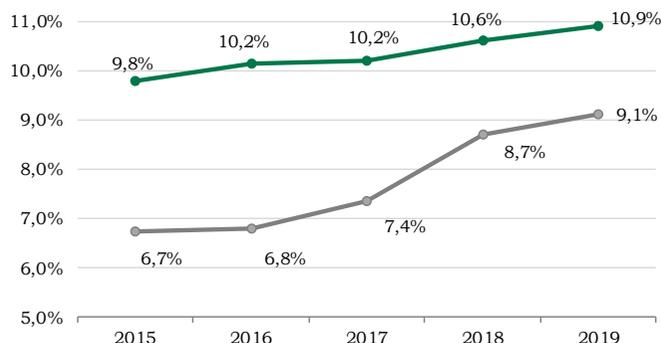
▪ La résistance affichée au niveau du produit net de leasing pour **Best Lease** en 2019 (-2% à 14,6%) ne devrait pas occulter une importante dégradation du spread de leasing (-1,7 point de taux à 0,8%, selon nos estimations). La spécialisation sur la niche du leasing islamique n'a pas épargné le leaseur du renchérissement du coût du refinancement. **Best Lease** a subi l'augmentation la plus soutenue du coût du refinancement à l'échelle du secteur (+1,8 point de taux 10,3%) en raison d'une exposition forte aux taux variables (76% en 2019, selon nos estimations).

▪ En 2020, l'abaissement du taux directeur de 100 pb par la BCT depuis mars dernier - couplée à l'augmentation généralisée des taux de sortie dans le secteur depuis fin 2018 - devrait donner une bouffée d'oxygène aux spreads des leaseurs.

▪ Ne tenant pas compte des produits des participations de Tunisie Leasing & Factoring**, nous prévoyons une baisse du produit net du leasing agrégé du secteur de 11% à 140MDt en 2020.

* Cette rubrique est principalement constituée par les dividendes de la filiale MLA (de 14MDt en 2020) et de la plus value de cession de la participation dans la société Tunisie Valeurs (9,3MDt).

Evolution du taux apparent de sortie et du coût apparent des ressources

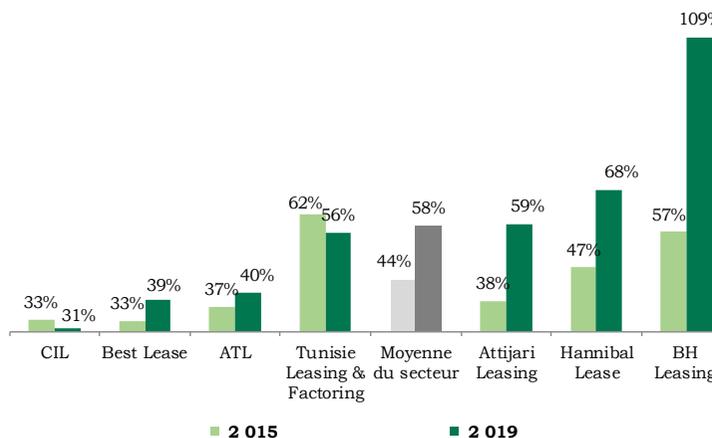


— Taux moyen apparent de sortie — Coût moyen apparent des ressources

| Produit net de leasing (MDt) | 2018 | 2019 | Variation | 2020e | Variation |
|------------------------------|--------------|--------------|------------|--------------|-------------|
| Tunisie Leasing & Factoring* | 47,8 | 43,1 | -10% | 38,5 | -11% |
| CIL | 27,4 | 28,7 | 5% | 25,6 | -11% |
| ATL | 27,1 | 28,2 | 4% | 24,5 | -13% |
| Attijari Leasing | 18,6 | 17,7 | -5% | 18,3 | 4% |
| Hannibal Lease | 21,2 | 17,5 | -17% | 18,8 | 7% |
| Best Lease | 14,8 | 14,6 | -2% | 10,2 | -30% |
| BH Leasing | 9,0 | 6,7 | -25% | 4,0 | -41% |
| Secteur coté | 165,8 | 156,5 | -6% | 139,8 | -11% |

* Retraité des produits des participations.

Evolution du coefficient d'exploitation

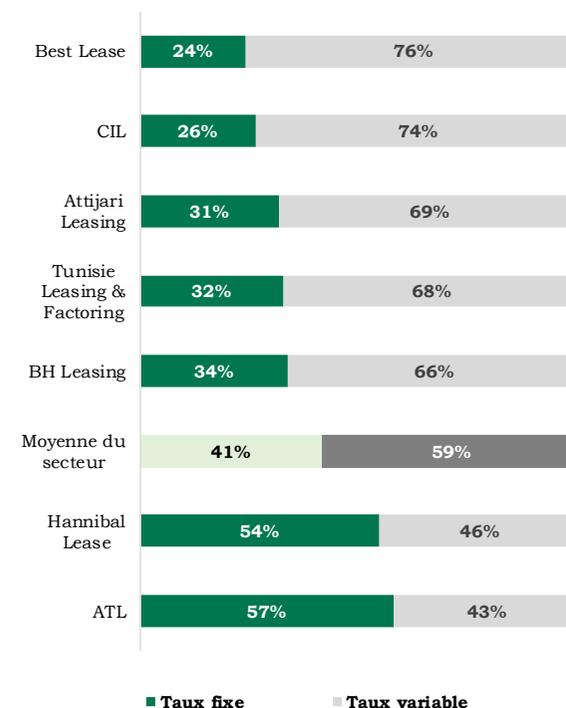


3) La productivité : autre victime collatérale de la panne de croissance

▪ Dans un environnement inflationniste doublé de volumes baissiers, le secteur du leasing a accusé une dégradation de sa productivité. Malgré les opérations sporadiques de *cost-killing* menées par les leaseurs, le coefficient d'exploitation a augmenté de 4 points de taux à 58%, soit le niveau le plus élevé sur la dernière décennie.

« Dans un environnement inflationniste doublé de volumes baissiers, le secteur du leasing a accusé une dégradation de sa productivité »

Structure des ressources du secteur (estimations de Tunisie Valeurs pour 2019)



- **BH Leasing** demeure le mauvais élève du secteur. Son coefficient d'exploitation a augmenté de 29 points de taux en l'espace d'une année, atteignant un niveau record pour le secteur de 109%. Ce niveau non viable obligera sans doute la société à redimensionner son activité et à faire des sacrifices au niveau de ses ressources commerciales.

- Pour 2020, le défi du secteur sera de maintenir la productivité dans un contexte où l'activité fléchit et les charges opérationnelles (notamment les salaires) ont été normalement déployées.

4) Qualité du portefeuille : le retour de manivelle de la croissance vigoureuse de la période 2016-2017

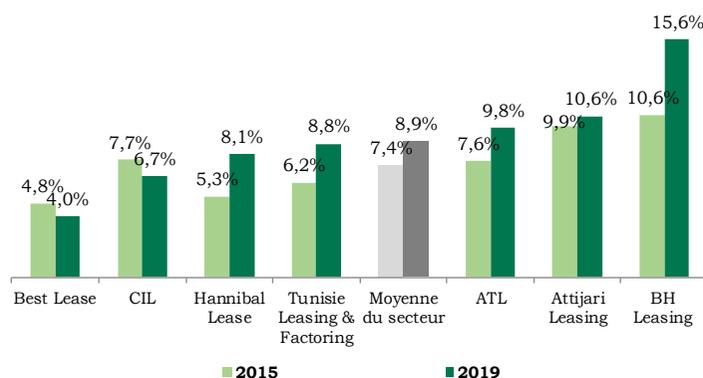
- La qualité du portefeuille du secteur du leasing s'est globalement détériorée en 2019. Les leaseurs semblent payer les déboires de la croissance vigoureuse de la période 2016-2017. Ils ont souffert des retards de paiement de l'Etat sur les marchés publics d'infrastructure et de la dégradation générale du climat des affaires. Le taux des créances classées a augmenté de 2,4 points de taux en moyenne, selon nos estimations, pour s'établir à 8,9%.

- Par ailleurs et malgré les efforts de couverture conciliés sur l'année (doublement du coût du risque à 44MDt, soit 28% du produit net de leasing contre une proportion de 13% une année plus tôt), le taux de couverture a baissé de 1,7 point de taux à 65,1%, selon nos estimations.

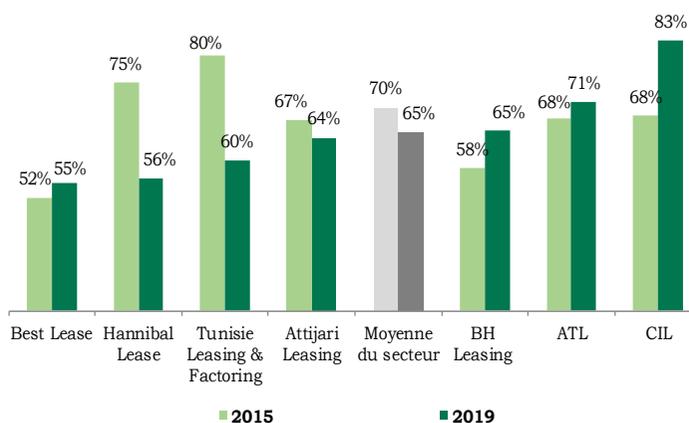
- **CIL** et **ATL** jouissent des meilleures qualités du portefeuille du secteur. Ce sont les seules compagnies qui affichent un taux de couverture supérieur au niveau recommandé par la BCT (un taux de 70%).

- A l'opposé, **Tunisie Leasing & Factoring** et **Hannibal Lease** ont affiché les plus fortes dégradations du taux de couverture. Les deux « big players » du secteur ont payé les frais de leur exposition élevée au secteur du BTP qui ressort à 10% pour **Tunisie Leasing & Factoring** et à 16% pour **Hannibal Lease**.

Evolution du taux des créances classées



Evolution du taux de couverture des créances classées



- **BH Leasing** est incontestablement la société dont le portefeuille a le plus souffert de la conjoncture avec un taux de créances classées qui a augmenté de 4,4 points de taux à 15,6%. La société a entrepris d'important efforts de provisionnement en

2019, allouant plus que la totalité de son produit net de leasing pour la couverture de ses risques. A l'arrivée, le taux de couverture a augmenté de 7,2 points de taux à 65,4%, s'alignant ainsi sur la moyenne du secteur.

- Dans un environnement malmené par la crise du COVID-19, la priorité des sociétés de leasing devrait être l'intensification des efforts de recouvrement pour minimiser les dégâts sur le portefeuille des crédits.

5) Résultat net & ROE : la CIL se démarque nettement de la concurrence

- 2019 est une année à marquer d'une pierre noire pour le leasing au rayon de la rentabilité. Les résultats nets des leaseurs ont subi les contrecoups d'une production réprimée, d'une érosion des marges, d'une dégradation de la productivité et d'une flambée du coût du risque.

- La masse bénéficiaire du secteur a chuté de 41% à 25MDt par rapport à 2018 et le ROE sectoriel s'est rétracté de deux points de taux à 7,6% sur 2019.

« En 2020, la priorité des sociétés de leasing sera d'intensifier les efforts de recouvrement pour minimiser les dégâts sur le portefeuille des crédits »

- Hormis la **CIL** qui est parvenue à réaliser une croissance de 9% au niveau de son résultat net, toutes les compagnies ont vu leur bénéfice fondre ou leur déficit se creuser (voir tableau ci-contre).

- Outre le fléchissement de l'activité d'exploitation, le ROE consolidé d'**ATL** et de **Tunisie Leasing & Factoring** a subi l'effet dilutif des deux augmentations de capital bouclées sur la première moitié de l'année 2019.

- L'environnement de l'année 2020 avec lequel devraient s'accommoder les établissements de leasing est de nature à :

- Accentuer les pressions sur la trésorerie,

- Détériorer la qualité du portefeuille du secteur et générer une flambée du coût du risque,

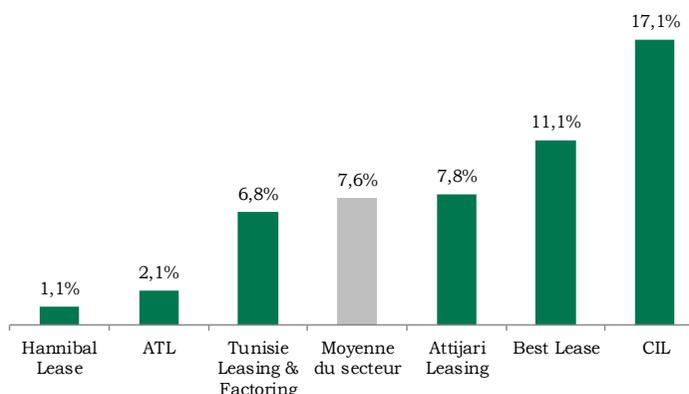
- Et enfin, peser lourdement sur la rentabilité.

- Côté chiffres, nous prévoyons en 2020, un résultat net sectoriel (hors éléments exceptionnels) déficitaire de -1,2MDt.

- Vu le durcissement de l'environnement opérationnel en Tunisie et l'âpreté de la concurrence, la pérennité des sociétés de leasing devient de plus en plus tributaire de deux paramètres : (1) la croissance saine et (2) la recherche de relais de croissance. La plupart des sociétés de leasing sont d'ailleurs en train d'explorer des pistes de diversification comme la LLD. Ce produit est développé aujourd'hui par **Tunisie Leasing & Factoring** (depuis 2004), **Hannibal Lease** (depuis 2009) et **ATL** (depuis 2020).

| Résultat net (retraité des éléments exceptionnels en MDt) | 2018 | 2019 | Variation | 2020e | Variation |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-----------|
| Tunisie Leasing & Factoring | 6,5 | 8,8 | 34% | 2,0 | -77% |
| CIL | 12,5 | 13,2 | 6% | 8,1 | -39% |
| ATL | 9,5 | 1,8 | -81% | - 1,8 | - |
| Attijari Leasing | 5,8 | 3,5 | -39% | 1,7 | -51% |
| Hannibal Lease | 4,7 | 0,1 | -99% | 0,2 | - |
| Best Lease | 6,3 | 6,1 | -5% | 2,2 | -64% |
| BH Leasing | - | 3,3 | - | - 13,7 | - |
| Secteur coté | 42,1 | 25,0 | -41% | -1,2 | - |

Rentabilité financière du secteur (ROE) en 2019*



* Hormis BH Leasing car son ROE est négatif. Pour Tunisie Leasing & Factoring, ATL, CIL et Hannibal Lease, le ROE calculé est le ROE part du groupe.

« Vu durcissement de l'environnement opérationnel en Tunisie et l'âpreté de la concurrence, la pérennité des sociétés de leasing devient de plus en plus tributaire de deux paramètres : (1) la croissance saine et (2) la recherche de relais de croissance.

III- Modèle de Scoring

- Pour hiérarchiser les opportunités d'investissement offertes par le secteur du leasing coté, nous avons mis en place un système de notation multicritère – Scoring. Ce système de notation tient compte d'une batterie d'indicateurs fondamentaux. Il s'agit de :

1) La dynamique commerciale (chiffres du S1 2020) : Elle est mesurée par la croissance des mises en force sur le premier semestre 2020.

2) La structure des ressources et la marge de leasing : Nous préférons les sociétés qui ont une exposition élevée aux taux variables. Celles-ci sont mieux disposées à profiter de la baisse actuelle des taux. La marge de leasing est approximée par le spread apparent du leasing.

3) La productivité (chiffres au 31 décembre 2019) : Elle est mesurée par le coefficient d'exploitation.

4) La qualité du portefeuille (chiffres aux 31 décembre 2019) : Elle est appréciée par le ratio des créances classées et leur taux de couverture par les provisions.

- Les secteurs du tourisme et du BTP étant les secteurs les plus vulnérables à la crise du COVID-19, nous ajoutons le critère de l'exposition à ces deux secteurs dans notre appréciation de la qualité du portefeuille des leaseurs prévue en 2020.

5) La rentabilité financière (chiffres au 31 décembre 2019) : Elle est appréciée par le ratio du ROE (net part du groupe pour les groupes).

6) Le ratio de solvabilité (chiffre au 31 décembre 2019) : Etant donnée que toutes les sociétés ne publient pas leurs ratios de solvabilité au sens de la réglementation de la BCT, nous avons utilisé un ratio de solvabilité apparent qui rapporte les fonds propres comptables aux actifs globaux (créances clientèles et portefeuille titres).

7) Le ratio du levier financier (chiffres au 31 décembre 2019): Il est mesuré par le rapport de la dette totale et des fonds propres.

8) Les ratios de valorisation : Nous utilisons les ratios du PER, du rendement en dividendes et du P/B ajusté estimés pour 2020. L'ajustement au niveau du P/B se fait en ramenant les taux de couverture des créances classées des sociétés de leasing à un niveau homogène de 70%.

9) La liquidité boursière : Elle est mesurée par le taux de rotation des titres formant le capital sur la période allant du 1^{er} janvier 2019 au 30 juin 2020.

▪ **Dans un soucis de comparabilité, pour la société Tunisie Leasing & Factoring, le modèle de scoring est limité à l'activité du leasing en Tunisie.**

▪ Les résultats du modèle de Scoring sont présentés dans la page suivante.

Résultats du système de Scoring

| Chiffres au 31/12/2019 (sauf indication contraire) | Dynamique commerciale* | | Structure des ressources et spread de leasing | | | | Productivité | | Qualité du portefeuille | | | | | | | |
|--|-------------------------------|----------|---|----------|-------------------|----------|----------------------------|----------|-------------------------|----------|--------------------|----------|-----------------------------------|----------|------------------------------|----------|
| | Croissance des mises en force | | Exposition au taux variables | | Spread de leasing | | Coefficient d'exploitation | | Taux de créances | | Taux de couverture | | Exposition au secteur du tourisme | | Exposition au secteur du BTP | |
| | Valeur | Rang | Valeur | Rang | Valeur | Rang | Valeur | Rang | Valeur | Rang | Valeur | Rang | Valeur | Rang | Valeur | Rang |
| 1) CIL | -35% | 5 | 74% | 2 | 4,2% | 1 | 31% | 1 | 6,7% | 2 | 83,1% | 1 | 18,9% | 7 | 7,7% | 2 |
| 2) Best Lease | -7% | 1 | 76% | 1 | 0,8% | 5 | 39% | 2 | 4,0% | 1 | 55,1% | 7 | 11,4% | 5 | 3,9% | 1 |
| 3) Tunisie Leasing & Factoring | -39% | 6 | 68% | 4 | 1,5% | 4 | 56% | 4 | 8,8% | 4 | 59,7% | 5 | 10,1% | 4 | 12,4% | 4 |
| 4) Attijari Leasing | -29% | 2 | 69% | 3 | 1,9% | 3 | 59% | 5 | 10,6% | 6 | 64,0% | 4 | 3,2% | 2 | 10,7% | 3 |
| 6) ATL | -34% | 4 | 43% | 7 | 2,9% | 2 | 40% | 3 | 9,8% | 5 | 70,9% | 2 | 8,6% | 3 | 15,3% | 5 |
| 5) Hannibal Lease | -31% | 3 | 46% | 6 | 0,6% | 6 | 68% | 6 | 8,1% | 3 | 56,1% | 6 | 15,2% | 6 | 16,3% | 6 |
| 7) BH Leasing | -55% | 7 | 66% | 5 | 0,3% | 7 | 109% | 7 | 15,6% | 7 | 65,4% | 3 | 2,5% | 1 | 17,4% | 7 |
| Moyenne sectorielle | -34% | - | 59% | - | 1,8% | - | 58% | - | 8,9% | - | 65,1% | - | 10% | - | 12% | - |

* Données au 30 juin 2020.

| Chiffres au 31/12/2019 (sauf indication contraire) | ROE 2020e (net part du Groupe pour les groupes) | | Ratio de solvabilité apparent | | Ratio du levier financier | | Ratios de valorisation** | | | | | | Liquidité boursière: Taux de rotation sur la période 2019 - S1 2020 | | Score final |
|--|---|----------|-------------------------------|----------|---------------------------|----------|--------------------------|----------|------------------|----------|-------------|----------|---|----------|-------------|
| | | | | | | | P/B ajusté 2020e | | P/E 2020e | | Yield 2020e | | | | |
| | Valeur | Rang | Valeur | Rang | Valeur | Rang | Valeur | Rang | Valeur | Rang | Valeur | Rang | Valeur | Rang | |
| 1) CIL | 9% | 1 | 15,8% | 4 | 4,9 | 4 | 0,8 | 7 | 9,5 | 1 | 6,4% | 1 | 10% | 1 | 80 |
| 2) Best Lease | 4% | 3 | 25,7% | 1 | 2,6 | 1 | 0,7 | 5 | 24,8 | 3 | 2,8% | 4 | 0% | 7 | 73 |
| 3) Tunisie Leasing & Factoring | 2% | 5 | 18,7% | 2 | 4,6 | 2 | 0,5 | 2 | 29,4 | 4 | 6,1% | 2 | 3% | 2 | 66 |
| 4) Attijari Leasing | 4% | 2 | 10,2% | 6 | 8,6 | 6 | 0,6 | 4 | 17,3 | 2 | 3,2% | 3 | 1% | 6 | 63 |
| 6) ATL | négatif | 6 | 16,6% | 3 | 4,7 | 3 | 0,4 | 1 | non significatif | 7 | 0,0% | 7 | 3% | 3 | 58 |
| 5) Hannibal Lease | 1% | 4 | 10,4% | 5 | 8,0 | 5 | 0,7 | 6 | 81,0 | 5 | 0,0% | 5 | 1% | 5 | 40 |
| 7) BH Leasing | négatif | 7 | 9,9% | 7 | 9,1 | 7 | 0,6 | 3 | non significatif | 6 | 0,0% | 6 | 2% | 4 | 34 |
| Moyenne sectorielle | 2% | - | 14% | - | 5,9 | - | 0,6 | - | 19,5 | - | 3,9% | - | 2% | - | 59 |

** Données au 30 juillet 2020

IV- Comportement boursier & Opinion de Tunisie Valeurs

▪ Depuis la révolution, les valeurs du leasing sont délaissées par les investisseurs. Les dernières années n'ont pas fait exception à cette tendance. Seules les sociétés **CIL** et **Best Lease** ont affiché des performances positives depuis le début de l'année 2019 jusqu'à aujourd'hui.

▪ La dégradation de la rentabilité des leaseurs, l'avènement de la crise du COVID-19 et la « mise en sursis » de la distribution des dividendes par la BCT au titre de l'exercice 2019 ont détourné les investisseurs du leasing coté et alimenté leur méfiance vis-à-vis du secteur.

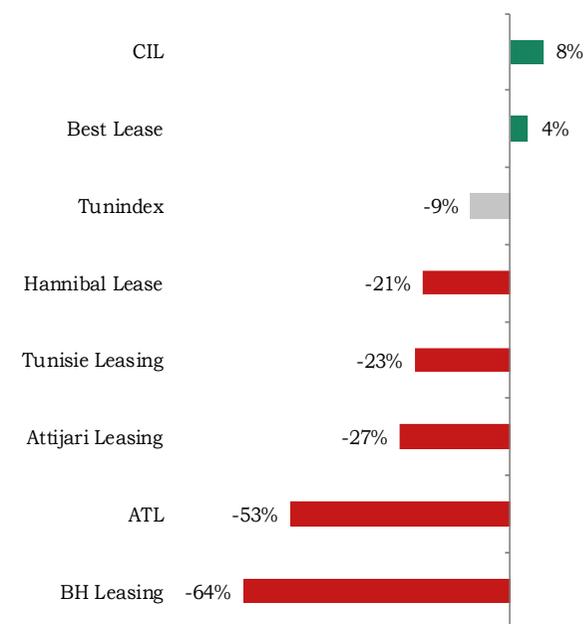
▪ Aujourd'hui, la capitalisation boursière de l'ensemble du secteur (372MDt) est à peine plus grande que celle d'une banque moyenne (en l'occurrence l'ATB). A l'échelle du secteur, hormis

Tunisie Leasing & Factoring, la taille moyenne des sociétés de leasing est de l'ordre de 53 millions de dinars.

▪ Toutes les sociétés de leasing traitent à moins leurs fonds propres estimés pour 2020. Outre la détérioration des fondamentaux et les anticipations sur les retentissements de la crise du COVID-19, le secteur souffre d'un problème d'image accentué par de faibles volumes d'échanges et un déficit de communication avec le marché.

▪ Les résultats du modèle de Scoring confirment notre préférence pour les valeurs aux fondamentaux les plus solides. Nos recommandations sur les valeurs sont exposées ci-après et basées sur un horizon d'investissement d'au moins deux ans pour capter les prémices de reprise attendue de l'économie à partir de 2021.

Performances boursières du secteur du leasing depuis le début de 2019



| | Capitalisation (MDt) | PER 2020e | P/B 2020e | Yield 2020e | Points Forts | Points Faibles | Opinion |
|------------|----------------------|-----------|-----------|-------------|--|--|---|
| CIL | 77,6 | 9,5 | 0,8 | 6,4% | L'activité de la compagnie et sa rentabilité font preuve d'une résistance salubre face à un environnement hostile. La qualité du portefeuille de la CIL et son coefficient d'exploitation demeurent parmi les meilleurs standards du secteur et prouvent-à juste titre-une prudence dans la sélection des risques et une rigueur dans la gestion. Un spread et un niveau de solvabilité confortables. | Un actionnariat indépendant (non adossé à un groupe bancaire) et une exposition élevée au secteur du tourisme. | Une valorisation intéressante pour de bons fondamentaux mais la crise profonde que traverse le secteur actuellement appelle à la précaution. Conserver (+) |

| | Capitalisation (MDt) | PER 2020e | P/B 2020e | Yield 2020e | Points Forts | Points Faibles | Opinion |
|--|-------------------------|--------------|--------------|----------------|--|---|--|
| Best Lease | 54,0 | 24,8 | 0,6 | 2,8% | Un positionnement de niche (leasing islamique). Une structure des ressources dominée par les taux variables bénéfique en période de taux baissiers. Une productivité maîtrisée. Un matelas de fonds propres important permettant à la société d'encaisser les chocs conjoncturels comme la crise du COVID-19. | Une qualité de portefeuille en deçà de la moyenne du secteur. Faible marge de manœuvre pour diversifier les ressources et une détérioration importante du spread de leasing en 2019. Société surcapitalisée. | Une qualité de portefeuille qui s'est fortement dégradée sur les dernières années et qui nécessitera des concessions sur les futurs bénéfiques. Une liquidité quasi-inexistante mais un bon rendement en dividendes. Conserver (+) |
| Tunisie Leasing & Factoring | 115,9 | 29,4 | 0,5 | 6,1% | Leader du secteur, Tunisie Leasing & Factoring se distingue par rapport à ses concurrents restés mono-produit / mono-marché et qu'il convient d'appréhender en tant que Groupe. Un important potentiel de croissance en Algérie, à moyen terme, où l'activité de leasing est émergente. Une bonne capacité à attirer les lignes de financement extérieures et les investisseurs institutionnels en raison de sa taille adaptée à leur ticket d'investissement. Un niveau de solvabilité à la pointe du secteur qui a été davantage renforcé par la recapitalisation de 2019. | Un groupe dont la branche africaine (Alios) a pénalisé la qualité de portefeuille et la productivité. Chantiers de réorganisation et de restructuration commerciale et financière chez Alios qui butent sur les difficultés conjoncturelles dans les marchés cibles, notamment au Gabon et en Afrique de l'Est. | Une valorisation attractive pour un Groupe financier panafricain. Market timing peu adéquat compte tenu du manque de visibilité sur le redressement de la branche africaine. Conserver (+) |
| Attijari Leasing | 30,1 | 17,3 | 0,6 | 3,2% | Un adossement à un groupe bancaire de référence et une intégration commerciale de plus en plus renforcée. Un spread en ligne avec la moyenne du secteur. Une exposition maîtrisée aux secteurs du tourisme et du BTP. | Une qualité de portefeuille, en deçà des standards, qui souffre d'un stock de créances anciennes. Un levier financier élevé (8,6x) et ratio de solvabilité qui se comparent défavorablement par rapport à la moyenne sectorielle. | Une valorisation facialement faible mais qui reflète les faiblesses de la société. Conserver |

| | Capitalisation (MDt) | PER 2020e | P/B 2020e | Yield 2020e | Points Forts | Points Faibles | Opinion |
|-----------------------|----------------------|-----------|-----------|-------------|--|--|---|
| ATL | 40,6 | n.s* | 0,4 | 0% | De bons fondamentaux qui se comparent favorablement à la moyenne du secteur (marges, productivité, qualité de portefeuille) avec, en prime, un ratio de solvabilité très confortable (ratio Tier 2 de 18%, soit presque le double de l'exigence réglementaire). | Une absence de synergies opérationnelles avec les actionnaires bancaires. Une dégradation des fondamentaux en 2019. La société a subi les contrecoups de la conjoncture au niveau de son coût du risque et de sa rentabilité nette. ATL devra s'efforcer de ne pas terminer l'année 2020 sur un déficit et de priver ses actionnaires pour deux années de suite des dividendes. | Une valorisation bradée qui intègre la dégradation récente de la rentabilité. Longtemps prisée par les investisseurs pour son rendement en dividendes alléchant, ATL pourrait être boudée en raison d'une deuxième année blanche en vue (2020) pour les actionnaires. Conserver |
| Hannibal Lease | 46,0 | 81,0 | 0,7 | 0% | Une dynamique commerciale confirmée et un profil d'activités diversifié (HL est également active dans le domaine de la LLD). | Un actionnariat indépendant (non adossé à un Groupe bancaire). Un spread parmi les plus faibles du secteur en raison d'un coût de financement prohibitif. Un levier tendu et une dégradation de la qualité du portefeuille et de la productivité sur les dernières années. Une structure des ressources dominée par les taux fixes qui défavorise le spread de la société en cette période de baisse des taux. | Un challenger confirmé mais dont la faible valorisation ne fait pas le poids contre les carences actuelles. Alléger |
| BH Leasing | 8,0 | n.s* | 0,5 | 0% | Une filiale d'un Groupe bancaire où des synergies opérationnelles peuvent être mises en place (stratégie en cours). Une structure des ressources à majorité indexée au TMM qui profitera de la baisse des taux. La plus faible exposition au secteur du tourisme à l'échelle du secteur. | La compagnie devrait encore une fois toucher le fond en 2020 (déficit historique) sous la pression des provisions, du tassement de l'activité et du dérapage au niveau des charges d'exploitation. Un portefeuille sous les clignotants particulièrement dans la conjoncture actuelle. Le spread le plus faible du secteur. Le ratio du levier le plus élevé à l'échelle du secteur (9,1x). | Sur le papier, la valorisation est tentante mais une liquidité boursière quasi-inexistante (cotation au fixing). Le manque de visibilité sur une reprise de la rentabilité ne plaide pas pour un positionnement sur le titre à l'heure actuelle. Alléger |

* Non significatif