



## Etude du secteur de Leasing

Reprise après trois années de baisse, mais les risques sont toujours présents

### Points clés

- La production du secteur s'est redressée de 18,7% en 2021 après trois années de baisse d'affilée. Cette reprise a marqué l'économie tunisienne en général après un exercice 2020 fortement pénalisé par la crise sanitaire et les mesures locales et internationales de restrictions dans le déplacement des personnes et des marchandises.
- Pour le coût de refinancement, la tendance a changé en faveur des sociétés de leasing grâce à l'amélioration du niveau de liquidité sur le marché, une amélioration essentiellement expliquée par la mise en place par la BCT, mi 2020, d'une ligne de financement en faveur des sociétés de leasing via les banques à des taux favorables.
- Malgré la hausse du coût du risque, le résultat net agrégé des huit sociétés de leasing a augmenté de 89% à 60,6 MDT. Cette progression est expliquée principalement par la nette amélioration du spread suite à la baisse du coût des ressources et la hausse du taux de sortie.
- Pour l'année 2022, le secteur du leasing reste confronté à deux risques majeurs à savoir la pression inflationniste et qui pourrait induire à un relèvement des taux et la pénurie mondiale des semi-conducteurs impactant directement la livraison de matériel roulant qui représente entre 75% et 80% de l'activité.

### Un important contributeur au financement des PME

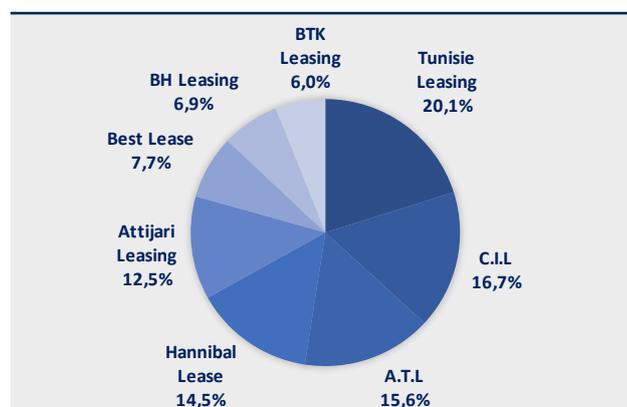
Le secteur du leasing reste un fort contributeur au financement des PME tunisiennes. Sa part dans le financement de l'investissement national a été aux alentours de 10,2% en moyenne durant les sept dernières années. Le secteur dénombre 8 opérateurs, la société Tunisie Leasing et Factoring maintient sa position de leader avec une part de marché de plus de 20% en termes de mises en force suivie par C.I.L (16,7%) et ATL (15,6%).

#### Mises en force du secteur en % de la formation brute de capital fixe



Source : MAC sa

#### Part de marché des sociétés de leasing en 2021



Source : Indicateurs d'activité

### Présentation des sociétés de leasing

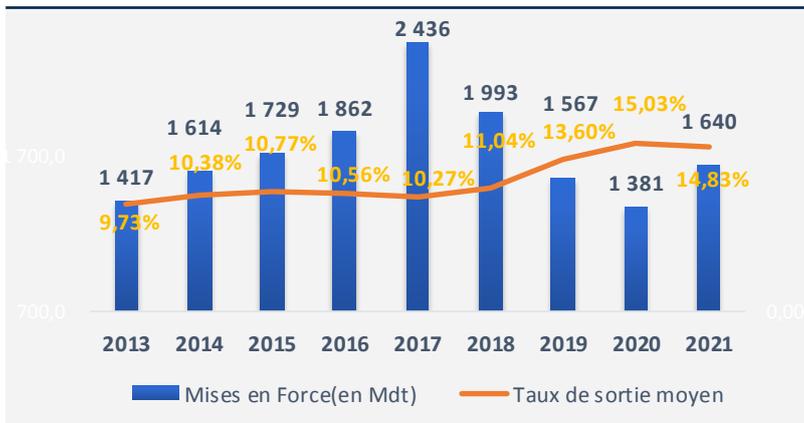
Société	Date de création	Principaux actionnaires	Capital Social ( en Mdt)
Tunisie Leasing	1984	Groupe Amen	54.0
Hannibal Lease	2001	Groupe Djilani	55.0
Arab Tunisian Leasing	1993	Arab Tunisian Bank	32.5
Attijari Leasing	1994	Attijari Bank	27.5
Compagnie Internationale de Leasing	1992	Sté Générale Financière	25.0
Best Lease	1999	Al Baraka Bank	30.0
BH Leasing	1997	BH Bank	35.0
Arab International Lease	1996	BTK	25.0

Source : Rapports d'activité

## Forte reprise en 2021 après trois années de baisse

La production du secteur s'est redressée de 18,7% en 2021 après trois années de baisse d'affilée. Cette reprise a marqué l'économie tunisienne en général après un exercice 2020 fortement pénalisé par la crise sanitaire et les mesures locales et internationales de restrictions dans le déplacement des personnes et des marchandises.

### Evolution des mises en forces du secteur en MDt



Source : Mac sa

### Les mises en forces par société en MDt

En Mdt	2019	2020	2021	TCAM 2019-21
TLF	360,5	308,7	329,7	-4,4%
CIL	264,0	205,8	274	1,9%
ATL	224,9	204,7	256,0	6,7%
HL	221,3	200,1	237,1	3,5%
Attijari leasing	205,2	180,8	204,6	-0,1%
BL	112,9	116,2	126,0	5,6%
BTK Leasing	95,1	78,9	98,7	1,9%
BH Leasing	83,6	86,0	113,6	16,6%
<b>Total Secteur</b>	<b>1567,5</b>	<b>1381,1</b>	<b>1639,6</b>	<b>2,3%</b>

Source : Indicateurs d'activité

Cela dit, le secteur se portait mal bien avant la pandémie c'est-à-dire courant les années 2018 et 2019 pour d'autres raisons:

En 2018, l'activité secteur du leasing a été affectée par les fortes tensions sur la liquidité, les hausses successives du taux directeur (+175 points de base en une année), la mise en place de nouveaux dispositifs réglementaires touchant l'activité des banques et enfin la suspension de la péréquation de change.

Pour l'année 2019, la situation a été aggravée par le ralentissement de l'activité économique, la baisse de la demande sur certains secteurs (l'industrie manufacturière principalement), le rallongement des délais de paiement inter-entreprises et de l'Etat ainsi que le renchérissement du coût des ressources.

En 2021, l'activité a profité de la légère reprise économique et des mesures d'accompagnement mises en place par la Banque Centrale de Tunisie au profit du secteur. En effet, mi-2020, la BCT a mis en place une ligne de refinancement importante au profit des sociétés de leasing via les banques à un taux faiblement margé et ce pour faire face au manque important de liquidités découlant de l'octroi du report des échéances de leurs clients tel que prévu par la circulaire de la BCT n°2020-06 mais aussi pour faire face aux demandes ultérieures, post confinement, pour remettre la machine économique en marche. Une bonne partie de ces ressources a été employée en 2021.

## 1. Hausse de l'activité en relation avec la reprise économique

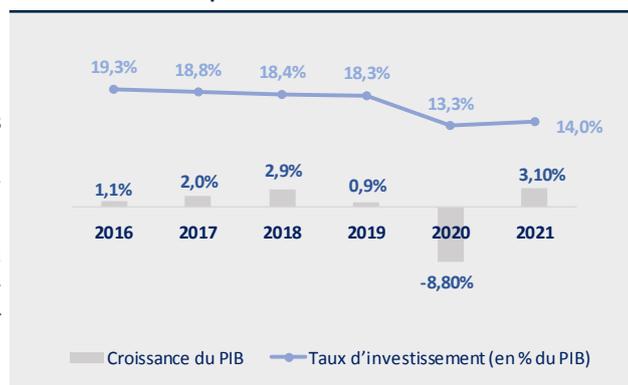
La Tunisie a réalisé une croissance économique de 3,1% en 2021 contre une récession historique de 8,8% au terme de l'année 2020.

Selon l'INS, cette apparente accélération de l'activité reste à confirmer, dans la mesure où la croissance bénéficie essentiellement d'une reprise circonstancielle de la production dans les secteurs de l'extraction (mines, pétrole et gaz) alors que l'activité demeure atone dans les industries manufacturières (mise à part les branches de produits dérivés du phosphate), modérée dans les services marchands et en baisse dans l'agriculture (-4,2%).

La Tunisie n'a pas encore repris son rythme habituel d'investissement. Le taux d'investissement devrait se situer à 14% au terme de l'année 2021 (chiffre prévisionnel) contre 13,3% en 2020 et plus que 18% au terme des années 2017-2018-2019.

Cependant, le secteur de leasing a pu profiter de la reprise de certaines activités principalement la location de voitures et les services en général.

### Croissance économique et taux d'investissement en Tunisie

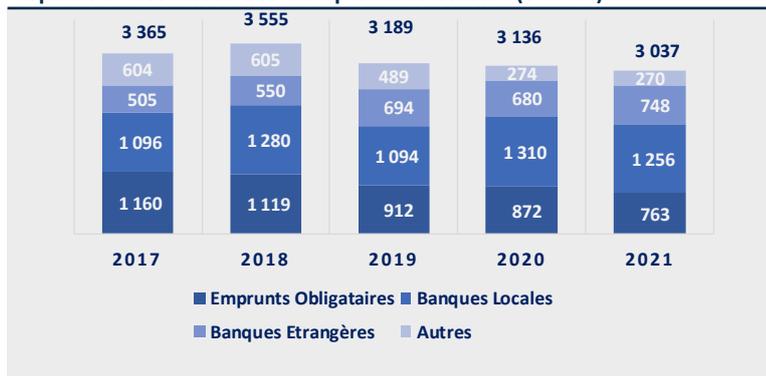


Source : Rapports économiques

## 2. Hausse de l'activité en relation avec la disponibilité de la liquidité et la baisse du taux de refinancement

Le schéma classique de refinancement des sociétés de leasing comporte principalement les banques locales, le marché obligataire et à moindre degré les banques étrangères quoique l'assèchement de la liquidité sur le marché monétaire courant les années 2018-2019 et début 2020 et la hausse par conséquent des taux de refinancement ont modifié relativement cette répartition classique.

Répartition des ressources d'emprunts du secteur (en Mdt)



Source : Etats financiers

La modification était plus marquée pour le **marché obligataire** dont la contribution au refinancement des sociétés de leasing est passée de 34,5% en 2017 à 25,1% en 2021. Les sociétés de leasing ont limité leurs recours au marché obligataire primaire suite à la hausse vertigineuse des taux d'émissions. En 2021, seulement deux sociétés sont sorties sur le marché obligataire à savoir Hannibal Lease (un seul emprunt de 15 MDT) et Tunisie Leasing et Factoring (deux emprunts obligataires de 40 millions et 20 millions de dinars) à des taux fixes variant entre 9,8% et 10,1% et des taux variables allant de TMM+2,75% à TMM+3,5%.

### Les émissions des sociétés de leasing en 2021

	Date	Montant sollicité	Montant Collecté	Durée	Taux catégorie A	Taux catégorie B
Hannibal Lease	Janvier 2021	Entre 10 et 15 Mdt	15 Mdt	5 ans Catégorie A 7 ans avec 2 ans de grâce Catégorie B	10% et/ou TMM +3,25%	10,1% et/ou TMM+3,5%
TLF	Fév 2021	Entre 25 et 40 Mdt	40 Mdt	5 ans	Taux fixe 9,7 % ou TMM+ 2,75%	
TLF	Août 2021	Entre 15 et 20 Mdt	20 Mdt	5 ans	Taux fixe 9,8% ou TMM+3%	

Source : CMF

Les **emprunts bancaires auprès des banques locales**, première source de refinancement pour les sociétés de leasing, ont vu leur contribution augmenter pour passer à 41,3% en 2021 contre 32,6% en 2017. Cette tendance est expliquée en grande partie, comme indiqué auparavant, par la mise en place par la BCT d'une ligne de financement en faveur des sociétés de leasing via les banques à des taux très favorables, chose qui a permis aux sociétés de leasing de réduire le coût de leurs ressources en partie en 2020 et surtout en 2021. Rappelons que contrairement aux banques, les leasers sont privés d'un refinancement direct auprès de la banque centrale.

Pour le **refinancement auprès des banques étrangères**, l'accès n'est pas donné à toutes les sociétés. Ces banques sont très regardantes sur la solidité financière des sociétés de leasing et leur rating et de ce fait peu de sociétés ont pu en bénéficier. En termes de coût, ces lignes ne sont pas vraiment plus avantageuses que le marché obligataire si on tient compte du taux de couverture de change et la méthode de calcul du taux d'intérêt indexé en partie sur les dernières émissions sur le marché monétaire tunisien. Sinon, certaines sociétés ont trouvé dans les **certificats** une nouvelle ressource même si les taux appliqués sont aussi élevés.

**En résumé, le coût de refinancement, toutes sources confondues, a connu sur la période 2018-2020 une hausse considérable en raison du relèvement des taux et la raréfaction des ressources. En 2021, la tendance a changé en faveur des sociétés de leasing grâce à l'amélioration du niveau de liquidité sur le marché, une amélioration essentiellement expliquée par la mise en place par la BCT, mi 2020, d'une ligne de financement en faveur des sociétés de leasing via les banques à des taux favorables.**

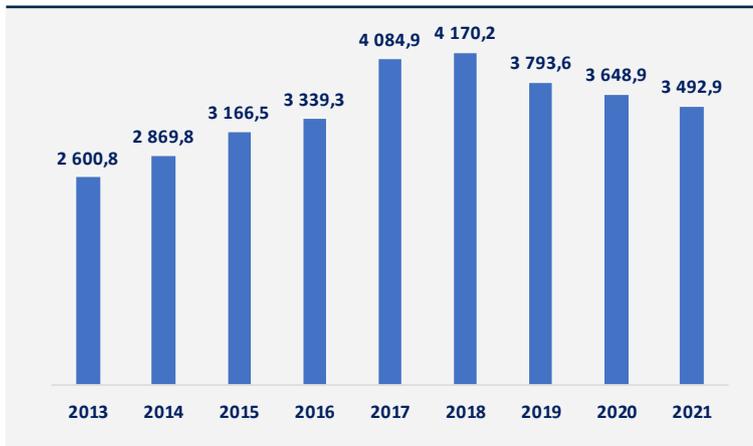
Evolution annuelle du TMM moyen (Source BCT)



## Des encours toujours en baisse malgré la reprise de l'activité en 2021

Le niveau des encours du secteur a continué sa baisse malgré la reprise observée en 2021 au niveau des mises en en force et les opérations de report des échéances effectuées qui devraient ralentir les facturations en principal. Cette baisse est expliquée essentiellement par la durée moyenne des contrats de leasing. En effet, la nouvelle production n'a pas pu couvrir suffisamment le paiement en principal des contrats en cours surtout pour les sociétés ayant un encours antérieur important et qui n'ont pas encore atteint leur niveau de production normal réalisé en

### Evolution annuelle des encours du secteur en Mdt



Source : Indicateurs d'activité

2018 et 2019. Eu égard à sa séniorité, Tunisie Leasing et factoring reste la société la plus engagée du secteur avec une part de 21,6%, suivie par ATL et HL avec des parts respectives de 15,1%, 14,6%.

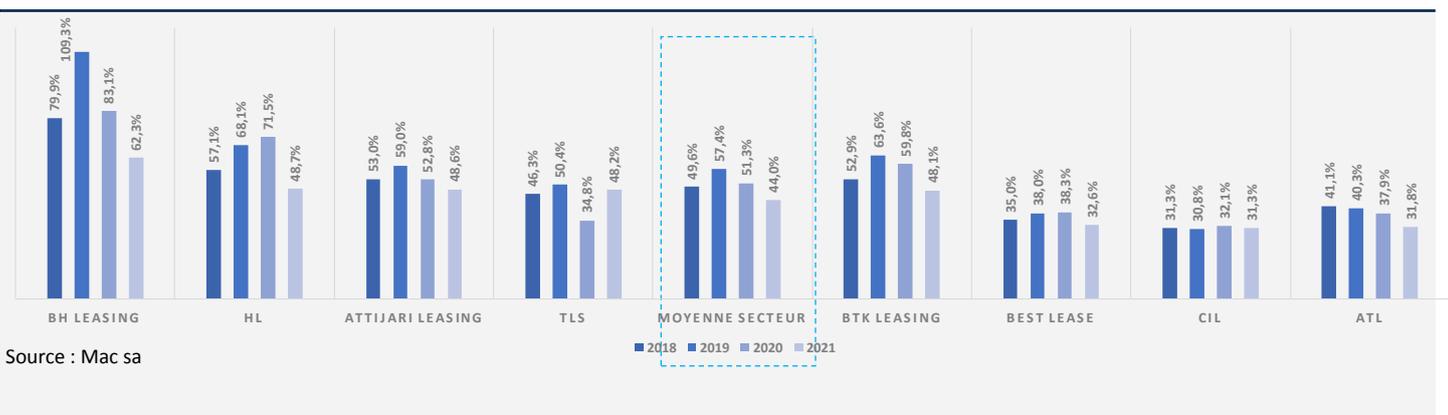
### Un Produit Net de Leasing porté par la hausse du spread

La hausse de l'activité conjuguée à l'amélioration du spread entre le taux de sortie et le coût des ressources ont permis d'améliorer le produit net du secteur qui a augmenté de 18,2% en 2021. La meilleure progression a été réalisée par HL (+76,8%) et BH Leasing (+61,2%).

### Une productivité améliorée

La productivité du secteur a encore été mise à l'épreuve en 2021. Malgré toutes les difficultés, le coefficient d'exploitation s'est nettement amélioré de 7,3 points passant de 51,3% à 44%, soutenu par la hausse de la production et la maîtrise des charges d'exploitation.

### Productivité du secteur de leasing

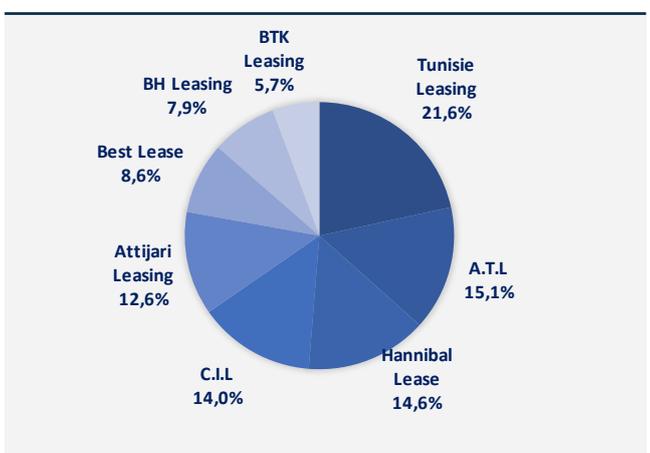


Source : Mac sa

### Une détérioration de la qualité des actifs

Inévitablement, et dans le contexte économique et monétaire actuel, la maîtrise du coût du risque et la préservation d'une bonne qualité d'actifs et le recouvrement restent un grand challenge à mener par les sociétés de leasing. Depuis 2019, l'exercice était périlleux et le niveau de risque du secteur connaît une tendance à la hausse après s'être stabilisé au niveau des 7% en 2017 et 2018.

### Parts de marché par société



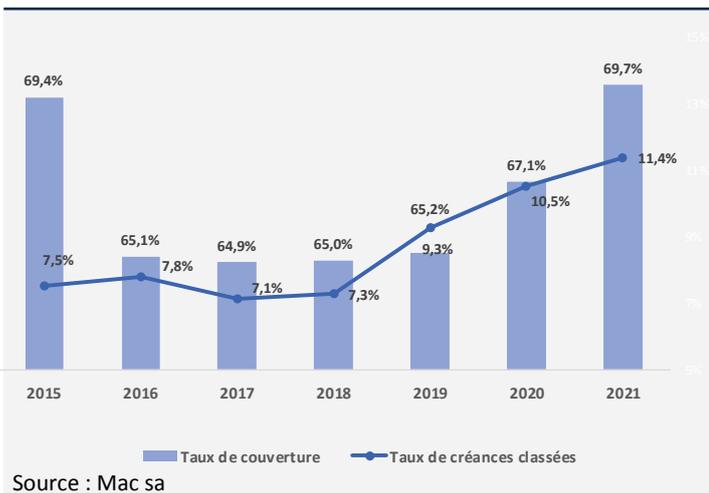
Source : Etats financiers

### Evolution annuelle du produit net de leasing

En MDT	2018	2019	2020	2021	Var 20-21
TLF	52,2	48,2	73,4	59,0	-19,7%
A.T.L	27,1	28,2	30,2	39,6	31,3%
CIL	27,4	28,7	29,8	36,3	21,8%
Hannibal Lease	21,2	17,5	17,3	30,6	76,8%
Attijari leasing	18,6	17,7	20,1	27,6	37,3%
Best Lease	14,8	14,6	17,8	25,0	39,9%
BH Leasing	9	6,7	8,5	13,7	61,2%
BTK Leasing	9,1	9,5	9,9	12,9	30,6%
<b>Secteur</b>	<b>179,3</b>	<b>171,1</b>	<b>207,1</b>	<b>244,7</b>	<b>18,2%</b>

Source : Etats financiers

Evolution de la qualité des actifs (Source: Etats financiers)



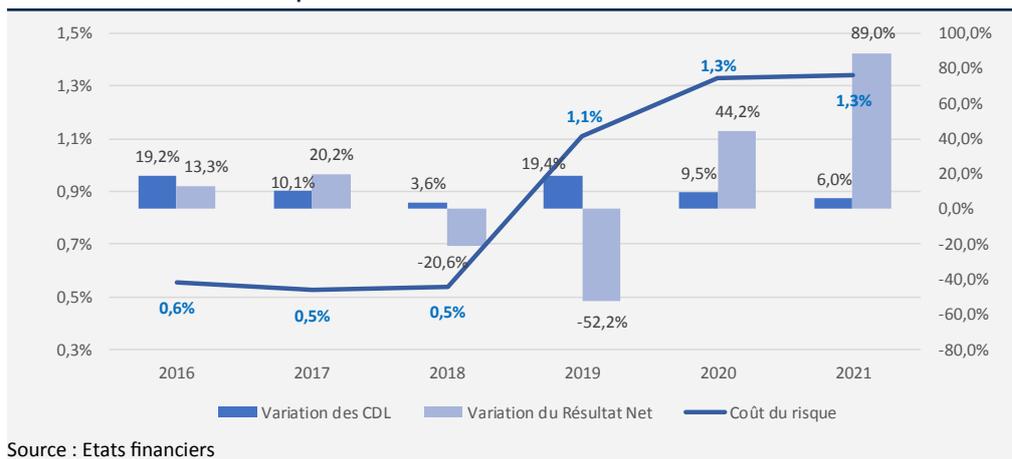
Evolution du taux des créances classées 2019-2021



En 2021, la qualité des créances a été altérée suite à l’augmentation de 6% des créances classées par rapport à 2020, soit près de 26 Mdt et la baisse des engagements courants de 2,1%, soit 84,8 Mdt. Hormis CIL, BH leasing et BTK Lease, toutes les autres sociétés ont connu une dégradation de leur qualité d’actifs. Cela dit, la politique de couverture s’est renforcée avec un taux de couverture de 69,7% en 2021 contre 67,1% en 2020.

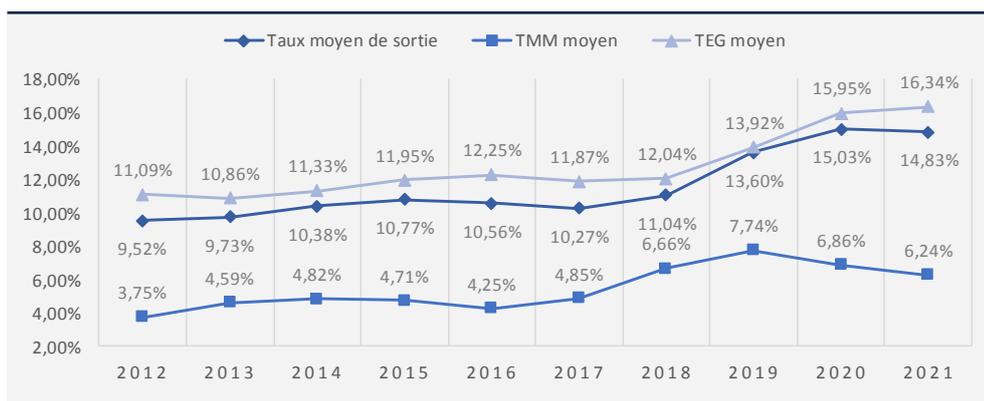
Globalement, le coût net du risque du secteur est resté à des niveaux élevés soit 1,3% (années 2020 et 2021), un niveau supérieur même à celui de 2019, année de toutes les difficultés pour le secteur.

Evolution du coût net du risque



Ceci dit, malgré une politique de couverture du risque plus rigoureuse, la capacité bénéficiaire du secteur s’est nettement améliorée suite à la forte hausse du produit net de leasing (+18,2%) et la maîtrise des charges opératoires. Ainsi, toutes les sociétés ont vu leur bénéfice croître en 2021 affichant un bénéfice agrégé de 60,6 MDT, en hausse de 89% par rapport à 2020. La meilleure des progressions a été celle de la société Hannibal Lease qui est passée d’un déficit de 4 MDT en 2020 à +4,1 MDT en 2021. ATL a réalisé un bon cru en 2021 avec un résultat net qui a évolué de 5,5 MDT à 11,3 MDT.

Evolution annuelle du taux moyen de sortie et du TEG moyen



## Evolution coût net du risque et du résultat net des sociétés du secteur

En MDT	Coût net du risque			En % des engagements			Résultat Net		
	2020	2021	Var	2020	2021	Var	2020	2021	Var
TLS	20,0	13,6	-31,9%	2,2%	1,6%	▼	6,4	8,3	29,3%
ATL	8,5	10,8	26,8%	1,4%	1,8%	▲	5,5	11,3	107,3%
CIL	3,8	5,1	32,6%	0,7%	0,9%	▲	12,5	15,2	21,7%
HL	9,0	10,7	19,0%	1,4%	1,8%	▲	-4,0	4,1	203,5%
Attijari Leasing	4,8	4,4	-8,8%	0,9%	0,9%	▲	3,2	7,1	118,6%
Best Lease	4,2	3,7	-12,3%	1,4%	1,1%	▼	6,9	10,1	46,3%
BH Leasing	1,9	3,8	102,7%	0,6%	1,2%	▲	-0,5	1,1	322,2%
BTK Leasing	1,7	1,1	-36,8%	0,8%	0,5%	▼	2,0	3,3	62,2%
<b>Secteur</b>	<b>53,9</b>	<b>53,1</b>	<b>-1,5%</b>	<b>1,3%</b>	<b>1,3%</b>	▲	<b>32,0</b>	<b>60,6</b>	<b>89,0%</b>

## Comportement boursier et recommandation

En bourse, les valeurs de leasing semblent être désertées par les investisseurs avec une faible liquidité malgré des niveaux de valorisation attrayants.

Le désintérêt semble être lié à la non-stabilité des revenus de leaseurs à cause de leur faible marge de manœuvre pour le refinancement contrairement aux banques. Aussi, le secteur est plus sensible à la conjoncture nationale que les banques faisant de lui un secteur risqué malgré tout. Avec des niveaux de valorisation attrayants à l'instar du Price To Book Value, un indicateur révélateur pour toute société financière, qui est inférieur à 1 pour l'ensemble des sociétés de leasing cotées et un ratio de rendement dividende moyen intéressant de 6,2%, le secteur n'attire toujours pas les investisseurs.

## Données boursières des sociétés cotées

Société	Capi en MDT	Performance 2021	YTD 2022*	P/E 2021	P/BV 2021	ROE 2021	Capi/PNL	Dividend yield
Tunisie Leasing	99,4	-8,5%	7,3%	9,0	0,5	4,9%	1,7	5,4%
A.T.L	69,9	19,2%	28,6%	6,3	0,6	11,4%	1,8	8,8%
CIL	90,8	18%	16,3%	5,8	0,8	16,2%	2,5	10,5%
Hannibal Lease	40,7	-9,1%	34,0%	6,9	0,5	6,2%	1,3	5,4%
Attijari leasing	37,7	12,3%	25,0%	5,3	0,7	12,7%	1,4	8,8%
Best Lease	66	38,3%	-7,6%	6,5	0,7	11,9%	2,6	5,0%
BH Leasing	11,1	9%	9,0%	9,7	0,4	3,9%	0,8	0%

Données boursières arrêtées en date du 03 Juin 2022

Alors que l'économie tunisienne peine à retrouver un rythme de croissance économique « normal », la guerre en Ukraine est venue rajouter une pression inflationniste au niveau mondial, qui risque de peser lourd sur notre économie et nos équilibres budgétaires déjà trébuchants. Devant ces défis nationaux, le secteur du leasing se trouve dans une posture peu favorable: La poursuite de l'inflation conduisant la BCT à relever son taux directeur (de 6,25% à 7% en Mai) ce qui devrait altérer la marge des leaseurs.

A ceci s'ajouter la pénurie mondiale des matériels roulants à cause du manque des puces semi-conductrices retardant les livraisons des véhicules par les constructeurs mondiaux. Avec 75% à 80% de la production du secteur de leasing composée de matériels roulants ceci risque de léser fortement l'activité en 2022, faute d'actifs à financer.

## Evolution du secteur au cours du premier trimestre 2022

En MDT	Mises en force			PNL		
	1T2021	1T2022	Var	1T2021	1T2022	Var
TLS	80,2	74,8	-6,7%	11,0	15,2	38,9%
ATL	65,0	69,8	7,3%	8,1	9,8	20,7%
CIL	63,4	70,6	11,4%	7,7	8,0	2,9%
HL	55,1	66,1	19,9%	6,0	7,3	21,4%
Attijari Leasing	52,1	54,2	4,0%	6,7	7,4	11,3%
Best Lease	24,8	22,7	-8,6%	5,7	7,4	29,7%
BH Leasing	27,1	33	21,6%	2,0	3,1	57,7%
BTK Leasing	22,1	33,6	52%			
<b>Secteur</b>	<b>389,8</b>	<b>424,8</b>	<b>9%</b>	<b>47,1</b>	<b>58,1</b>	<b>23,4%</b>

Source : Indicateurs d'activité au premier trimestre 2022

Le secteur du leasing, dans les conditions actuelles du marché (hausse des taux , manque de véhicules, baisse de l'investissement,...) se retrouve dans une situation peu confortable avec un risque de baisse de l'activité, renchérissement des ressources et augmentation du coût du risque. Pour préserver ce secteur en tant qu'alternative au financement bancaire, les opérateurs réclament le changement du mode de calcul du TEG, l'autorisation du leasing opérationnel pour que l'activité puisse résister et continuer à jouer pleinement son rôle. Certes, les mises en force ont progressé de 9%, et le PNL (Hors BTK Leasing) s'est accru de 23,4% à 58,1 MDT, mais il s'agit d'une croissance fragile qui risque d'être interrompue au vu de la hausse progressive du TMM d'ici la fin de l'année, de l'augmentation du coût du risque, etc.

Malgré l'amélioration des revenus et des bénéfices en 2021, et les performances réalisées au 1T2022, et indépendamment des niveaux de valorisation auxquels s'échangent actuellement les valeurs de leasing, nous recommandons une politique de stock-picking en sélectionnant les titres les plus solides fondamentalement avec des niveaux de risque fortement maîtrisés et un retour en dividendes stable et récurrent.

#### Nos Recommandations par société

Société	Recommandation
Tunisie Leasing	Conserver
A.T.L	Acheter
CIL	Acheter
Hannibal Lease	Conserver
Attijari leasing	Conserver
Best Lease	Acheter
BH Leasing	Conserver

### Avertissement

Les droits attachés à ce document sont réservés exclusivement à MAC SA. De ce fait, ce document ne peut en aucun cas être copié, photocopié, dupliqué en partie ou en totalité, sans l'accord exprès écrit de MAC SA. Ce document ne peut être distribué que par MAC SA. Ce document est confidentiel et établi à l'attention exclusive de ses destinataires. Il ne saurait être transmis à quiconque sans l'accord préalable écrit de MAC SA. Si vous recevez ce document par erreur, merci de le détruire et de le signaler immédiatement à l'expéditeur.

Ce document est communiqué à chaque destinataire à titre d'information uniquement et ne constitue pas une recommandation personnalisée d'investissement. Il est destiné à être diffusé indifféremment à chaque destinataire et les produits ou services visés ne prennent en compte aucun objectif d'investissement, situation financière ou besoin spécifique d'un destinataire en particulier.

Ce document ne constitue pas une offre, ni une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription.

Ce document est fondé sur des informations publiques soigneusement sélectionnées. Cependant, MAC SA ne fait aucune déclaration ou garantie ni ne prend aucun engagement envers les lecteurs de ce document, de quelque manière que ce soit (expresse ou implicite) au titre de la pertinence, de l'exactitude ou de l'exhaustivité des informations qui y figurent ou de la pertinence des hypothèses auxquelles elle fait référence. De plus, les avis, opinions et toute autre information figurant dans ce document sont indicatifs et peuvent être modifiés ou retirés par MAC SA à tout moment sans préavis.

Les informations sur les prix ou marges sont indicatives et sont susceptibles d'évolution à tout moment et sans préavis, notamment en fonction des conditions de marché. Les performances passées et les simulations de performances passées ne sont pas un indicateur fiable et ne préjugent donc pas des performances futures. Les informations contenues dans ce document peuvent inclure des résultats d'analyses issues d'un modèle quantitatif qui représentent des événements futurs potentiels, qui pourront ou non se réaliser, et elles ne constituent pas une analyse complète de tous les faits substantiels qui déterminent un produit. MAC SA se réserve le droit de modifier ou de retirer ces informations à tout moment sans préavis.

Les informations figurant dans ce document n'ont pas vocation à faire l'objet d'une mise à jour après la date apposée en première page. Par ailleurs, la remise de ce document n'entraîne en aucune manière une obligation implicite de quiconque de mise à jour des informations qui y figurent.

MAC SA ne saurait être tenu pour responsable des pertes financières ou d'une quelconque décision prise sur le fondement des informations figurant dans la présentation. En tout état de cause, il vous appartient de recueillir les avis internes et externes que vous estimez nécessaires ou souhaitables, y compris de la part de juristes, fiscalistes, comptables, conseillers financiers, ou tous autres spécialistes, pour vérifier notamment l'adéquation de la transaction qui vous est présentée avec vos objectifs et vos contraintes et pour procéder à une évaluation indépendante de la transaction afin d'en apprécier les mérites et les facteurs de risques.

**MAC SA – Intermédiaire en Bourse**  
Green Center- Rue du Lac Constance  
1053- Les Berges du Lac  
Tél : 71 137 600  
Fax : 71 60 903  
macsa@macsa.com.tn  
www.macsa.com.tn

### Contacts Recherches

Salma Zammit Hichri  
salma@macsa.com.tn

Ibrahim Cherif  
ibrahim@macsa.com.tn