

❖ Production : une croissance qui défie la santé de l'économie

▪ Le secteur du leasing s'est bien défendu en 2016 dans une conjoncture économique au plus bas : **+8% de croissance des mises en force**. Mais cette évolution - et le contexte le justifie - est trois fois moins importante que pendant les années glorieuses d'avant Révolution (2006-2010) où le secteur faisait prévaloir une croissance annuelle de 25%.

▪ **Trois facteurs ont favorisé**, selon nous, la croissance du secteur en 2016 :

1. **La diversion des banques du financement des PME à la fois** pour des raisons conjoncturelles d'assèchement de liquidités que pour des raisons opportunistes (afflux vers les bons d'Etat au couple rendement risque plus attractif...et refinançable, de surcroît, auprès de la BCT)
2. **L'« inflation importée »** : le leasing finance majoritairement (75%) du matériel roulant dont les prix ont mécaniquement augmenté avec la dépréciation du Dinar. C'est un effet prix « trompe-l'œil » qui a boosté la valeur de la production et qui sera plus prononcé en 2017 avec la dégringolade de la monnaie;
3. Enfin, **un regain de dynamisme pour l'activité de BTP** (+70% de croissance des mises en force) avec l'accélération de certains marchés publics d'infrastructure, consommateurs de leasing.

▪ **Tunisie Leasing** et **Hannibal Lease** ont été les locomotives du secteur en 2016. Les deux sociétés ont capturé la totalité de la production « laissée » par l'ancienne Wifack Leasing, reconvertie en banque fin 2015 et par l'AIL qui connaît une baisse de régime importante. Si ce dynamisme paraît anodin pour **Hannibal Lease** - un challenger qui a habitude le marché par sa vigueur commerciale - il n'en est pas de même pour **Tunisie Leasing** qui retrouve une de ses plus fortes croissances depuis la Révolution.

▪ Dans de moindres proportions, **Attijari Leasing** (+16%) accélère sa croissance et augmente sa part de marché après trois années de surplace.

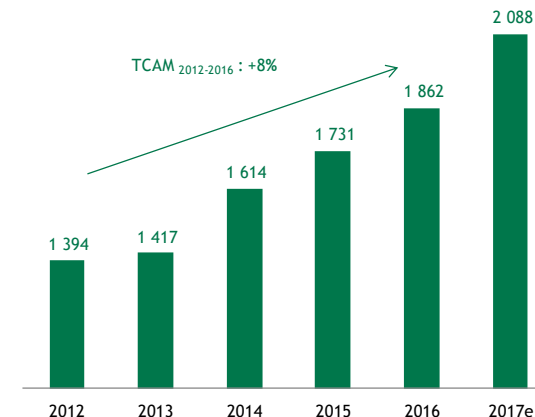
Evolution des mises en force

En MDT	2015	2016	2017e	Var 16-15	Var 17e-16
Tunisie Leasing	313	411	493	31%	20%
Hannibal Lease	273	388	474	42%	22%
ATL	248	276	317	11%	15%
Attijari Leasing	216	251	276	16%	10%
CIL	208	223	252	8%	13%
Modern Leasing	127	135	159	6%	18%
Best Lease	94	106	117	13%	10%
Total	1 478	1 790	2 088	21%	17%

▪ Les trois facteurs qui ont soutenu le secteur en 2016 ont encore des traces présentes cette année et devraient continuer à porter la production de 2017.

▪ Avec une anticipation de croissance économique plus forte, nous pensons que les mises en force devraient franchir la barre de **2 milliards de dinars** cette année, constituant un record pour le secteur.

Evolution des mises en force dans l'ensemble du secteur*



*Chiffres de l'ensemble du secteur intégrant Wifack Leasing avant sa conversion fin 2015.

Part de marché en termes de mises en force

	2015	2016	
1 Tunisie Leasing	18,1%	22,1%	▲▲
2 Hannibal Lease	15,8%	20,8%	▲▲
3 ATL	14,8%	14,8%	≈
4 Attijari Leasing	12,5%	13,5%	▲
5 CIL	12,0%	12,0%	≈
6 Modern Leasing	7,3%	7,2%	≈
7 Best Lease	5,4%	5,7%	▲
8 AIL	6,8%	3,9%	▼▼
Wifack Leasing	7,2%	0,0%	

Etat de lieux et perspectives

❖ Produit Net de Leasing : des marges qui résistent...tant bien que mal

▪ Le produit net de leasing du secteur coté a progressé de 21% en 2016, quasiment en ligne avec les encours (+19%) reflétant une stabilisation globale des marges. Il faut dire que depuis 2013, les sociétés de leasing tentent, tant bien que mal, de préserver leurs marges en répercutant la hausse du coût de ressources sur leurs taux de sortie (+100 points de base sur la période).

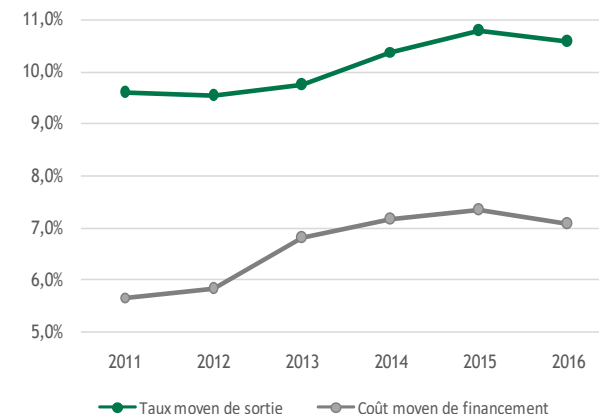
▪ La marge de leasing s'élève désormais à 3.2%, plus ou moins stable depuis quatre ans. Nous sommes bien loin des 4% affichés cinq ans plus tôt mais ces niveaux seront-ils atteints à nouveau? La réponse est vraisemblablement non au regard de la concurrence de plus en plus rude qui sévit dans le secteur et de l'assèchement de plus en plus prononcé des sources de financement.

▪ Deux sociétés se démarquent par rapport à la moyenne du spread sectoriel:

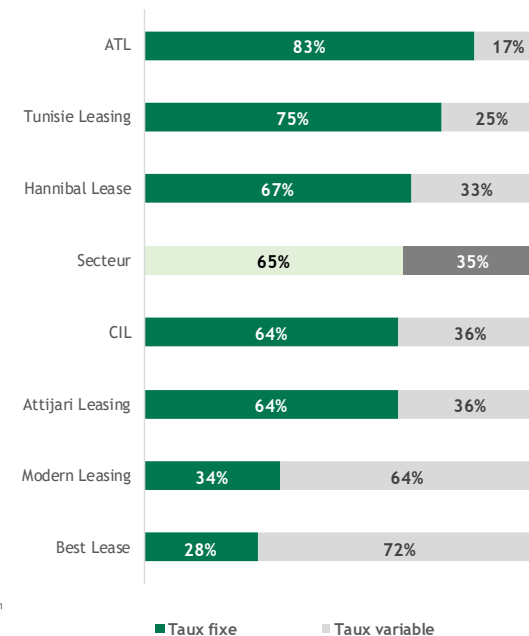
- **Best Lease** qui affiche le spread le plus élevé. La société reste à l'écart de la guerre des prix en s'adressant à une niche de clients particulière, à la recherche d'un « leasing islamique »;
- **Hannibal Lease** qui affiche, à l'opposé, le plus mince spread de leasing en raison d'un coût de ressources (7,2%), de loin le plus cher. Préoccupée par sa forte croissance, la société n'a pas cherché à optimiser ses ressources en se finançant « à n'importe quel prix ». Cette frénésie est également perceptible au niveau du levier financier : 9x largement supérieur à la moyenne du secteur et aux standards internationaux (max de 6x).

▪ En 2017, la marge de leasing sera sous pression en raison de l'augmentation du taux directeur de 75 points de base. En attendant de faire passer cette hausse sur les taux de sortie (pas avant quelques mois selon nous), on devrait assister à un effritement des marges, particulièrement à partir du deuxième semestre. Les sociétés les moins impactées seront celles ayant réussi à faire basculer leurs ressources davantage vers les taux fixes, à leur tête **ATL** et **Tunisie Leasing**.

Taux de sortie et coût de ressources moyens dans le secteur



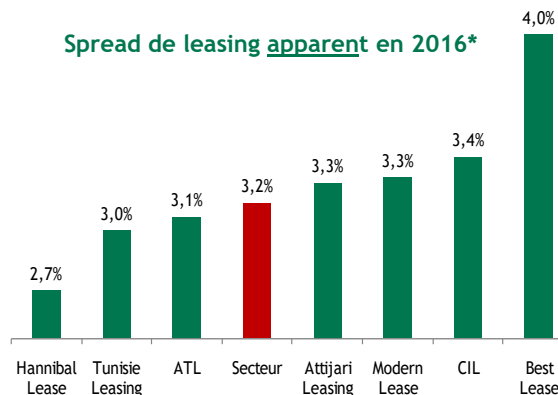
Structure des ressources à fin 2016



Evolution du produit net de Leasing

En MDT	2015	2016	2017e	Var 16-15	Var 17e-16
Tunisie Leasing	30	36	40	21%	12%
ATL	21	24	27	16%	10%
CIL	19	22	24	17%	8%
Hannibal Lease	16	22	24	34%	11%
Attijari Leasing	17	20	21	15%	7%
Best Lease	11	13	14	17%	9%
Modern Leasing	9	12	13	35%	5%
Total	123	149	163	21%	9%

Spread de leasing apparent en 2016*



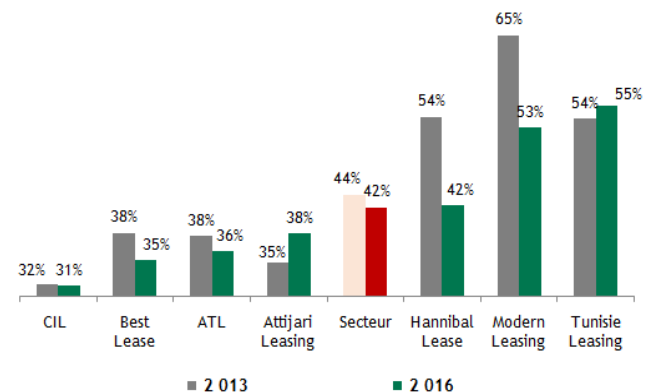
*Source : états financiers, calculs de Tunisie Valeurs

Etat de lieux et perspectives

❖ Productivité : des efforts salués

- Hormis **Best Lease** - dont les charges salariales ont fortement augmenté- toutes les sociétés ont pu améliorer leur productivité en 2016 comparativement à 2015.
- La palme d'or revient, comme toujours, à la **CIL** dont le coefficient d'exploitation n'a historiquement jamais dépassé les 35%.
- **Modern Leasing** et **Tunisie Leasing** restent encore à la traîne même si pour **Tunisie Leasing**, la productivité s'apparente mieux au niveau consolidé (charges fixes communes à l'ensemble des activités du groupe). Celle-ci reste néanmoins élevée (coefficient d'exploitation de 59%) plombé par la filiale africaine « Alios ».
- Pour 2017, nous nous n'attendons pas à de changements majeurs ni au niveau de l'évolution ni au niveau du classement de la productivité des sociétés de leasing.

Evolution de la productivité entre 2013 et 2016



❖ Qualité de portefeuille : une croissance bien plus saine

- Tout comme les banques, la notion de qualité d'actif et d'évaluation de risque a pris une place beaucoup plus centrale chez les sociétés de leasing, en grande partie sous l'impulsion de la Banque Centrale. La croissance affichée aujourd'hui est bien plus saine que celle enregistrée dix ans plus tôt.
- Les nouvelles habitudes de sélection du risque, et les efforts en termes de provisions, ont permis à la plupart des sociétés d'améliorer leur qualité de portefeuille et de s'aligner aux recommandations de la Banque Centrale.

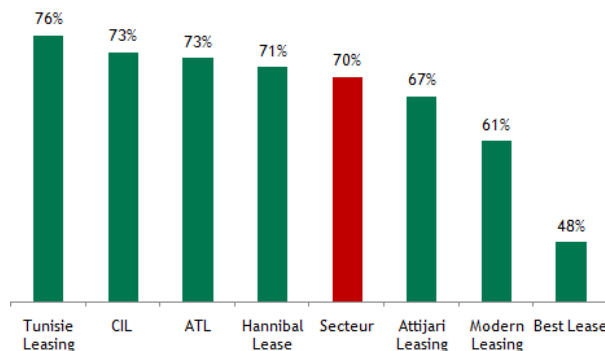
Coefficient d'exploitation

En %	2015	2016	2017e	Var 16-15	Var 17e-16
CIL	33,0%	31,4%	30,9%	▼	▼
Best Lease	32,9%	34,8%	35,5%	▲	▲
ATL	36,7%	36,0%	35,2%	≈	▼
Attijari Leasing	38,3%	38,4%	39,4%	≈	▲
Hannibal Lease	47,2%	42,2%	41,6%	▼	▼
Tunisie Leasing	61,6%	55,4%	51,0%	▼	▼
Modern Leasing	57,1%	52,5%	53,3%	▼	▲
Secteur	44,1%	41,9%	41,1%	▼	▼

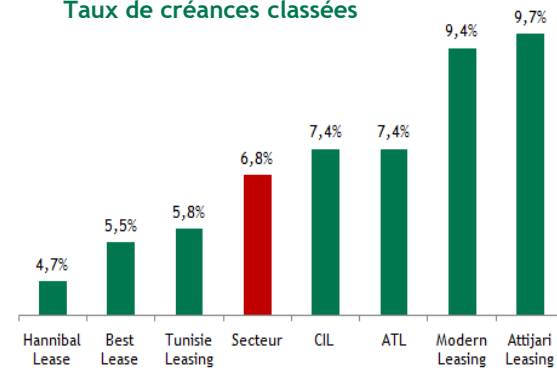
- Les grands majors - **Tunisie Leasing**, **Hannibal Lease**, **ATL** et **CIL** - sont ceux qui affichent la meilleure qualité de portefeuille (couverture + créances classées).

- Pour les autres (et particulièrement **Best Lease** qui a divisé par 2 son enveloppe de provisions en 2016), des concessions sur les résultats sont nécessaires au cours des prochaines années pour couvrir convenablement les risques.

Taux de couverture des créances classées



Taux de créances classées



Etat de lieux et perspectives

❖ Résultat net & ROE

▪ Croissance de la production + maîtrise des marges et de la productivité + baisse du coût du risque : trois facteurs qui ont boosté les résultats de 2016 (+35%). Ce bond a permis de rehausser la rentabilité financière (ROE) à 12% en 2016 (après une moyenne de 10% sur les trois dernières années) mais reste bien loin des 17%-20% affichés dans les années 2008-2010.

▪ Le secteur du leasing est entre « l'enclume et le marteau » avec d'un côté le renchérissement des ressources et de l'autre la concurrence - actuelle et potentielle (des banques)- et sa pression sur les taux de sortie. La pérennité des sociétés de leasing est donc 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 : nouveaux produits (**Hannibal Lease** a lancé la LLD depuis quelques années) et/ou nouveaux marchés (Afrique).

▪ En 2017, nous nous attendons à une décélération de la croissance des bénéfices (+6%) suite au renchérissement du coût du financement. Mais de toute évidence, l'exercice des prévisions pour les sociétés de leasing - comme pour les banques - reste pour nous assez aléatoire du fait de l'incertitude sur l'évolution des risques... et donc sur les provisions.

❖ Perspectives d'avenir :

▪ Notre appréciation des perspectives du secteur est mitigée avec d'un côté **des opportunités** et de l'autre **des zones de risque** :

1. Les opportunités résident dans la **nature du tissu économique tunisien**, constitué en **majorité de PME** pour lesquelles le leasing est une forme de financement privilégiée (célérité, simplicité, non exigence de fonds propres ni de garanties hypothécaires). Le leasing a prouvé sa capacité à canaliser les ressources vers l'économie réelle (c.à.d les PME) et constitue, à ce titre, un secteur stratégique qui continuera à bénéficier de l'attention des autorités et du soutien des bailleurs de fonds internationaux (BERD, SFI...). Ces derniers assurent aujourd'hui 13% du financement du secteur (deux fois plus qu'il y'a cinq ans)! De plus, le taux de pénétration du leasing en Tunisie (3.5%) est moins élevé qu'au Maroc (4.5%) et totalement décalé par rapport à l'Europe (16%). Il est donc tout à fait légitime d'espérer une consolidation de ce secteur, dans le paysage financier national dans les prochaines années;

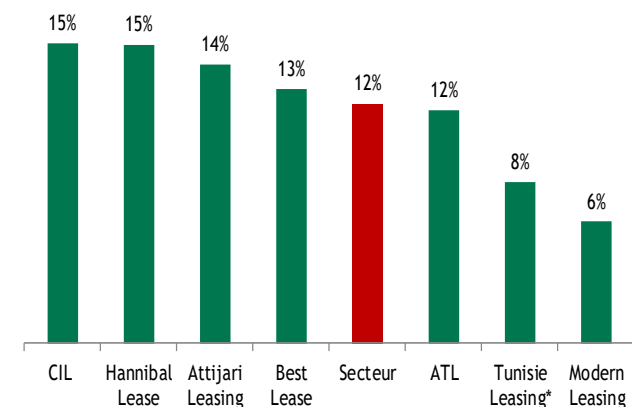
2. Les **facteurs de risques** que nous décelons sont plutôt liées à l'environnement concurrentiel et la guerre des prix qu'il peut susciter. Les banques sont de plus en plus intéressées par le marché des PME et la nouvelle loi leur a ouvert la voie à l'offre de produits islamiques (parfaits substitués au leasing). Cette menace est sans doute sérieuse mais à long terme à notre avis. D'abord, parce que le manque de liquidité actuel va pousser les banques à rationaliser leurs placements (donc préférence pour le client « Particulier » et le « Trésor »). Ensuite parce que les sociétés de leasing ont pris une longueur d'avance par rapport aux banques et ont développé une grande expertise dans la compréhension des besoins des PME et dans l'évaluation de leur risque.

Evolution des résultats nets*

En MDT	2015	2016*	2017e	Var 16-15	Var 17e-16
Tunisie Leasing*	9,5	13,7	15,3	45%	11%
CIL	8,7	9,8	10,3	12%	6%
ATL	6,5	9,0	9,4	39%	4%
Hannibal Lease	4,6	7,8	9,1	69%	16%
Best Lease	4,7	6,2	5,4	31%	-12%
Attijari Leasing	5,3	5,8	6,4	9%	11%
Modern Leasing	1,5	2,7	2,6	86%	-3%
Total	40,9	55,1	58,6	35%	6%

* Résultats 2016 ne tenant pas compte de la contribution conjoncturelle au budget de l'Etat, résultat de Tunisie Leasing SA

Rentabilité financière (ROE)

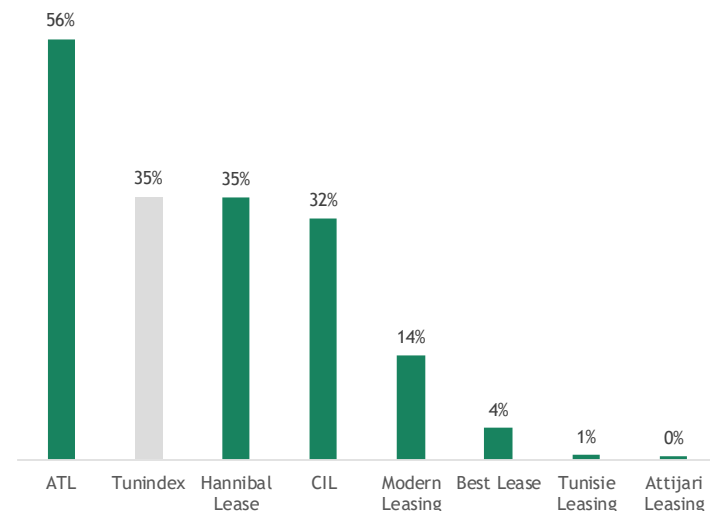


* ROE consolidé pour Tunisie Leasing

❖ Valorisation & Opinion de Tunisie Valeurs

- CIL, Hannibal Lease et ATL ont connu de jolis parcours boursiers sur les trois dernières années avec des rendements en ligne, voire supérieurs, à la moyenne du marché.
- Malgré la croissance des résultats et les rendements en dividendes alléchants (6,5%), le secteur du leasing demeure boudé en Bourse. La plupart de sociétés traitent à leurs niveaux de fonds propres, ou même moins, alors qu'elles ont pu améliorer leurs fondamentaux dans une conjoncture très difficile. Le secteur souffre d'un problème d'image, accentué par de faibles volumes d'échanges et un déficit de communication de la part des sociétés.
- La capitalisation boursière de l'ensemble du secteur (470 MDT) est à peine plus grande que celle d'une banque (en l'occurrence l'ATB). A l'échelle individuelle, hormis **Tunisie Leasing**, la taille moyenne des sociétés de leasing est de l'ordre de 60 millions de dinars.
- Nos recommandations sur les valeurs sont exposées ci-après et basées sur un horizon d'investissement de 18 à 24 mois tant sont nombreux les événements à pouvoir affecter le secteur sur le moyen terme. Bien que la croissance des sociétés de leasing ne semble pas près de renouer avec celle des années 2005-2010, nous pensons qu'il peut être opportun de s'y positionner au **regard des niveaux de valorisation actuels** (P/B de 1,1 contre une moyenne de 1,5 au Maroc).
- Compte tenu des ratios boursiers, clairement acheteurs dans l'ensemble, notre classement est hiérarchisé en fonction des fondamentaux et des ratios prudentiels les plus solides.

Performance boursière depuis janvier 2014



	Capitalisation (MDT)	PER _{2017e}	P/B _{2017e}	Yield _{2017e}	Points Forts	Points Faibles	Opinion
ATL	73	7,8	0,9	8,4%	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 Cooke de 11,7%) qui permet une politique de dividende généreuse (payout de 80%, le plus élevé du secteur). Une structure de ressources qui devrait le moins pâtir de la hausse des taux.	Absence de synergies opérationnelles avec les actionnaires bancaires (ATB, BNA contrôlant respectivement 32% et 10% du capital).	Une valorisation bradée pour de bons fondamentaux, à faible profil de risque. Rendement en dividendes alléchant, le plus élevé du secteur. Acheter (+)
CIL	77	7,5	1,1	5,6%	Société incarnant la "sagesse", ayant de tout temps privilégié la qualité à la quantité. Une stratégie qui se reflète au niveau d'un bon spread et d'une bonne qualité de portefeuille. Un niveau de productivité inégalé. Niveau de solvabilité également confortable.	Actionnariat indépendant (non adossé à un groupe bancaire)	Valorisation très intéressante pour de bons fondamentaux. Acheter (+)
Tunisie Leasing	139	10,6	0,9	6,5%	Société qui se distingue par rapport à ses concurrents restés mono-produit / mono-marché et qu'il convient d'appréhender en tant que Groupe. Important potentiel de croissance en Algérie et en Afrique, où l'activité de leasing est émergente. Niveau de solvabilité très confortable à l'échelle individuelle et consolidée (respectivement 15% et 19%).	Un groupe dont la récente acquisition africaine (Alios) a pénalisé la qualité de portefeuille et la productivité. Chantiers de réorganisation et de restructuration commerciale et financière chez Alios qui devraient impacter la rentabilité à moyen terme. Créance importante (48MDT) sur le gouvernement gabonais.	Une valorisation attractive pour un groupe financier panafricain. Market timing peu adéquat compte tenu du manque de visibilité sur le recouvrement de la créance 'gabonaise'. Conserver (+)
Hannibal Lease	60	6,6	1,1	5,3%	Dynamique commerciale indiscutable (société passée de la 5ème position à la 2ème position en quatre ans). Productivité maîtrisée et bonne qualité de portefeuille.	Actionnariat indépendant (non adossé à un groupe bancaire). Spread le plus faible du secteur en raison d'un coût de financement prohibitif. Un levier tendu. Ratio de solvabilité à la limite des ratios réglementaires (Ratio Tier 1 de 7,5%) qui ne sera que partiellement détendus par l'augmentation de capital projetée (à moins que la société réduise son rythme de croissance).	Un challenger confirmé mais dont la faible valorisation ne fait pas le poids contre les carences actuelles. Conserver (+)
Attijari Leasing	45	7,0	1,1	6,6%	Adossement à un groupe bancaire de référence et intégration commerciale de plus en plus renforcée (1/4 de la production se fait au travers du réseau de la banque).	Une qualité de portefeuille, en deçà des standards, qui souffre d'un stock de créances anciennes. Levier financier élevé (9x), ratio de solvabilité à la limite du seuil réglementaire que l'augmentation de capital prévue (4,5 MDT) ne permettra pas de soutenir durablement. Liquidité tendue à court terme (ratio < 100%)	Une valorisation faiblement faible mais qui reflète les faiblesses de la société. Conserver (+)
Modern Leasing	27	10,3	0,7	7,9%	Filiale d'un groupe bancaire où des synergies opérationnelles peuvent être mises en place (stratégie en cours). Processus de privatisation (de la banque mère) en vue.	Structure de ressources à majorité indexée au TMM qui subira l'impact de la hausse des taux. Faible productivité et portefeuille insuffisamment provisionné comparativement à la concurrence.	Une capitalisation boursière inférieure aux fonds propres comptables. Des atouts mais une grande faiblesse au niveau de la structure des ressources qui rend le timing d'achat peu conseillé. Conserver (+)
Best Lease	57	10,6	1,2	5,8%	Positionnement de niche (leasing islamique). Spread le plus élevé du secteur. Productivité maîtrisée. Société sur capitalisée.	Qualité de portefeuille en deçà de la moyenne du secteur. Faible marge de manoeuvre pour diversifier les ressources	Une qualité de portefeuille qui s'est fortement dégradée et qui nécessitera des concessions sur les futurs bénéfices. Neutres