

L'heure est au Stock picking pour le leasing

Sur les quatre années qui ont suivi la Révolution, le secteur du leasing a marqué le pas sur fond de ralentissement économique, de hausse du coût des ressources et d'augmentation des impayés, marquant une rupture avec ses « années glorieuses » (2006 à 2010). Si certaines sociétés ont clairement souffert de la conjoncture passée, d'autres ont su jouer la carte de la 'sagesse' et sauvé - tant bien que mal - leurs fondamentaux.

Très lié à la santé de l'investissement, le secteur du leasing est appelé à rebondir dès que le climat des affaires sera rétabli dans le pays. En attendant, les valeurs de leasing sont délaissées en Bourse depuis 2010 où l'indice sectoriel a perdu 27% de sa valeur. Une correction surdimensionnée pour certaines sociétés qui affichent un bilan globalement sain. **Nous recommandons une stratégie de stock picking**, exposée dans la présente étude.

■ Aperçu général sur le secteur du leasing en Tunisie :

Avec huit sociétés cotées, le secteur du leasing est aujourd'hui bien représenté en Bourse. Seule l'AIL - filiale de la BTK - n'a pas encore fait le pas vers le marché.

Si le poids du secteur dans la capitalisation boursière reste assez faible (≈ 3%), sa contribution dans le marché obligataire est incontestable puisqu'il est à l'origine de la moitié des émissions obligataires chaque année.

Le secteur du leasing coté peut être subdivisé en deux catégories : (1) les sociétés filiales de banques et (2) les sociétés indépendantes.

1- Les sociétés de leasing filiales de banques :

- **Tunisie Leasing** : créée en 1984, Tunisie Leasing est la doyenne des sociétés de leasing dans le pays. Contrairement à ses concurrents qui sont restés 'mono produits', TL s'est spécialisée dans d'autres métiers financiers (factoring, LLD) et d'autres pays (Algérie). Un profil qui limite la comparabilité avec ses paires et qui en fait en même temps la plus importante capitalisation du secteur (180 MDT). Tunisie Leasing est restée pendant longtemps une cible « opéable » jusqu'à ce que le groupe AMEN procède à une montée dans le capital en 2009 pour en prendre le contrôle (53% aujourd'hui);

- **Attijari Leasing** : filiale à hauteur de 65% d'Attijari Bank, la société s'est concentrée sur son activité commerciale après avoir 'nettoyé' son bilan. Attijari Leasing et ATL sont souvent au coude à coude pour la 3^{ème} place du secteur (derrière Hannibal Lease);

- **ATL**: le contrôle capitalistique de cette société n'est pas clair puisque son plus gros actionnaire - l'ATB - ne détient que 32% du capital et la BNA y est actionnaire à hauteur de 10%. Le concessionnaire automobile ENNAKL a également constitué une position (10%), certainement dans une optique de synergies (financement de véhicules);

- **Wifack Leasing** : Là encore, la classification de la société est sujette à interprétation puisque son principal actionnaire - la STB - n'y détient que 31%. Dernière née du secteur du leasing (2002), la jeune société vient de prendre un tournant stratégique avec son projet de reconversion en banque universelle aux côtés de l'ICD (filiale de l'*Islamic Development Bank* qui détiendrait 30% du capital); une métamorphose qui devrait se concrétiser d'ici la fin de l'année;

- **Modern Leasing** : Filiale du groupe BH (60%), la société a été particulièrement affectée par la crise qui a plombé son portefeuille. Tout comme sa maison mère, la société a entamé un plan de recapitalisation financière visant à renforcer ses fonds propres;

Le leasing en chiffres

- 9 sociétés, dont 8 cotées
- 3% de la capitalisation boursière
- 3 milliards de DT d'encours
- 1.5 milliard de DT de mises en force
- 12% de la FBCF privée

| Société | Principal Actionnaire |
|------------------|-------------------------|
| Tunisie Leasing | Groupe Amen (53%) |
| Attijari Leasing | Attijari Bank (65%) |
| ATL | ATB (32%) |
| Wifack Leasing | STB (31%) |
| Modern Leasing | Groupe BH (60%) |
| Best Lease | Dallah Al Baraka (63%) |
| CIL | M. Mohamed Brigui (30%) |
| Hannibal Lease | Groupe Djilani (38%) |

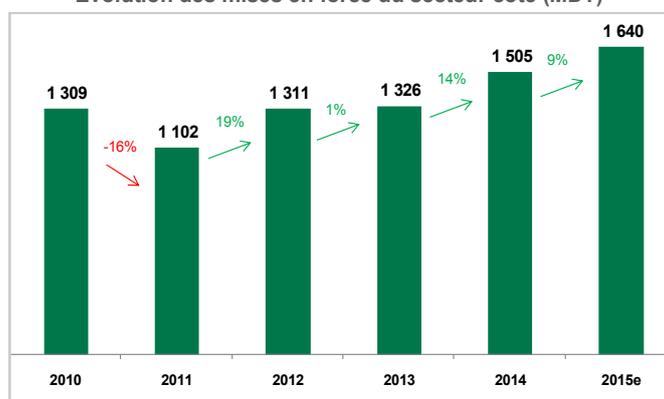
| | Part de marché en termes de Mises en Force | | |
|---------------------|--|-------|---|
| | 2010 | 2014 | |
| 1- Tunisie Leasing | 20,2% | 18,4% | ▼ |
| 2- Hannibal lease | 13,5% | 14,6% | ▲ |
| 3- ATL | 15,5% | 13,7% | ▼ |
| 4- Attijari Leasing | 11,7% | 13,4% | ▲ |
| 5- CIL | 13,2% | 12,4% | ▼ |
| 6- Wifack Leasing | 6,1% | 8,7% | ▲ |
| 7- Modern Leasing | 4,8% | 6,7% | ▲ |
| 8- Best Lease | 4,5% | 5,3% | ▲ |

- **Best Lease** : Dernière société introduite en Bourse, Best Lease se distingue pour être l'unique acteur « islamique » sur le marché; un cachet qui a en même temps freiné sa croissance du fait de la rareté des ressources adéquates. Le capital de la société est détenu à hauteur de 63% par le groupe saoudien Dallah Al Baraka.

2 - Les sociétés de leasing 'indépendantes' :

- **CIL**: le capital de la société est majoritairement détenue par son Directeur Général. Historiquement challenger, la société a perdu du terrain ces dernières années, privilégiant la prudence aux parts de marché;
- **Hannibal Lease**: la société a affiché un comportement totalement opposé à la CIL, avec une croissance spectaculaire sur les dernières années la hissant à la 2^{ème} position du secteur. Introduite en Bourse en 2013, la société est majoritairement détenue par le groupe Djilani.

Evolution des mises en force du secteur coté (MDT)



■ Faits saillants de l'exercice 2014 et Perspectives 2015 :

1- La production du secteur :

En 2014, le secteur du leasing a retrouvé le chemin de la croissance (+14%) après avoir fait du sur-place une année auparavant. Seule **Tunisie Leasing** s'est inscrite en repli par rapport à la concurrence; un décrochage qui s'est fait en début d'année au moment où la société a été la première à augmenter ses prix.

| Mises en force (MDT) | 2013 | 2014 | 2015e | Var 14-13 | Var 15e-14 |
|----------------------|--------------|--------------|--------------|------------|------------|
| Tunisie Leasing | 304 | 295 | 325 | -3% | 10% |
| Hannibal Lease | 182 | 234 | 255 | 29% | 9% |
| ATL | 190 | 221 | 241 | 16% | 9% |
| Attijari Leasing | 211 | 215 | 230 | 2% | 7% |
| CIL | 173 | 200 | 212 | 16% | 6% |
| Wifeck Leasing | 114 | 139 | 154 | 22% | 11% |
| Modern Leasing | 78 | 108 | 121 | 39% | 12% |
| Best Lease | 74 | 93 | 102 | 26% | 10% |
| Secteur coté | 1 326 | 1 505 | 1 640 | 14% | 9% |

Pour la deuxième année consécutive, **Attijari Leasing** a marqué le pas. La filiale d'Attijari Bank semble vouloir 'digérer' la forte croissance de ses années phare de 2009 à 2012 (+50% en moyenne par an). Cette perte de vitesse a laissé de la place à **Hannibal Lease**, un nouveau « challenger » qui a fait preuve d'un dynamisme remarquable ces deux dernières années (+11% et +29% respectivement en 2013 et 2014).

L'année 2014 a été sous le signe du rebond pour la **CIL**. Après avoir enchaîné deux années successives de léthargie (+4% par an), la société a remis le pied sur l'accélérateur mais sans pour autant rattraper son retard par rapport à ses confrères. La société demeure la dernière dans le top 5 du classement.

Pour 2015, nous nous attendons à une décélération de la croissance dans le secteur (+9%), un rythme, en relation avec la santé de l'économie pour l'année en cours et, qui laisse à désirer comparativement aux années 'glorieuses' du secteur (+40% par an sur la période 2006-2010 !).

A moyen terme et au-delà de cette période transitoire que traverse la Tunisie, nous pensons que le secteur est bien disposé à rebondir dans un climat plus favorable à l'investissement. Le leasing est devenu aujourd'hui l'interlocuteur incontournable des PME, bien plus que les banques qui continuent à se ruer sur les 'grands' groupes.

2- Le produit net de leasing:

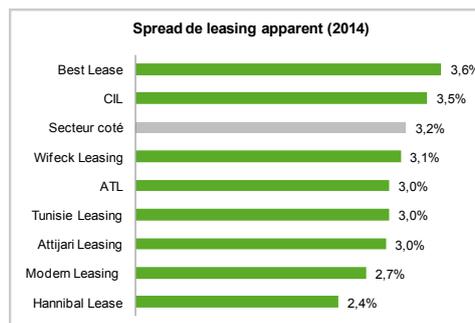
Le refinancement est par essence au cœur de l'activité de leasing: les sociétés **se financent en « gros » pour prêter au « détail »**.

Depuis quatre ans, les leaseurs tunisiens font face à un **effet ciseau négatif** avec d'un côté, un renchérissement du coût de ressources dans un contexte d'illiquidité et de l'autre, une pression sur les prix dans un environnement de plus en plus concurrentiel.

Sur la période 2010 - 2014, le spread de leasing du secteur (apparent) a baissé de plus de 100 points de base pour se retrouver à 3.2% et ce, en dépit de l'augmentation généralisée des taux de sortie (+90 points en deux ans).

| Produit net de leasing (MDT) | 2013 | 2014 | 2015e | Var 14-13 | Var 15e-14 |
|------------------------------|--------------|--------------|--------------|-----------|------------|
| Tunisie Leasing* | 22,7 | 22,8 | 24,6 | 1% | 8% |
| Hannibal Lease | 11,4 | 13,2 | 13,9 | 16% | 5% |
| ATL | 18,6 | 18,1 | 18,4 | -2% | 2% |
| Attijari Leasing | 15,7 | 16,5 | 17,7 | 5% | 7% |
| CIL | 17,6 | 17,8 | 18,6 | 1% | 4% |
| Wifeck Leasing | 10,2 | 11,9 | 13,3 | 17% | 12% |
| Modern Leasing | 6,9 | 7,5 | 9,1 | 9% | 22% |
| Best Lease | 7,7 | 9,3 | 10,7 | 21% | 15% |
| Secteur coté | 110,7 | 117,2 | 126,3 | 6% | 8% |

*Retraité des dividendes des filiales



Les taux moyens de sortie de la **CIL** et de **Best Lease** - et par conséquent leurs spread de leasing - se situent au dessus de la moyenne du secteur en partie grâce à une proportion relativement plus forte de leasing immobilier où les taux pratiqués sont plus élevés mais également pour avoir affiché une croissance prudente et sélective pour la **CIL** et pour avoir une singularité 'islamique', pour **Best Lease**, qui la met à l'écart de la guerre des prix.

A l'opposé, et en raison d'une forte proportion de billets de trésorerie dans la structure de financement, **Hannibal Lease** affiche un coût de ressources bien plus élevé que ses pairs (7.2%) et par conséquent la marge la plus faible de la place (2.4%). La croissance du produit net de la société semble reposer sur le volume au dépens de la rentabilité.

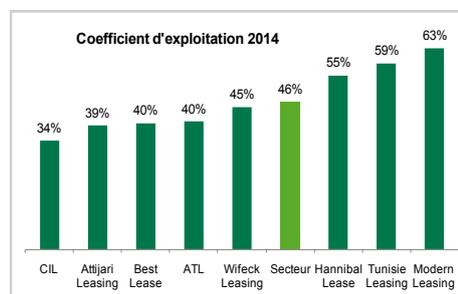
Malgré la poursuite de la hausse du coût des ressources, **nous nous attendons pour 2015** à une progression de 8% du produit net profitant d'un effet plein de la hausse des taux de sortie réalisée au courant de l'année dernière.

Avec une croissance attendue de plus de 20% au niveau de son produit net, **Modern Leasing** sera l'exception. La filiale de la BH devrait profiter de l'augmentation de capital (10 MDT) pour soulager les tensions sur son produit net, avec un effet plein sur l'exercice 2016.

3- La productivité

Dans un environnement commercial et financier aussi hostile, l'optimisation des charges de fonctionnement devient un facteur clé de performance. En 2014, et pour la deuxième année successive, la productivité du secteur s'est globalement détériorée face à une évolution timide du produit net de leasing.

| Coefficient d'exploitation | 2013 | 2014 | 2015e | Var 14-13 | Var 15-14 |
|----------------------------|------------|------------|------------|-----------|-----------|
| Tunisie Leasing | 54% | 59% | 57% | ▲ | ▼ |
| Hannibal Lease | 54% | 55% | 56% | ▲ | ▲ |
| ATL | 38% | 40% | 42% | ▲ | ▲ |
| Attijari Leasing | 35% | 39% | 39% | ▲ | ≈ |
| CIL | 32% | 34% | 34% | ▲ | ≈ |
| Wifeck Leasing | 39% | 45% | 44% | ▲ | ▼ |
| Modern Leasing | 65% | 63% | 57% | ▼ | ▼ |
| Best Lease | 38% | 40% | 38% | ▲ | ▼ |
| Secteur coté | 43% | 46% | 46% | ▲ | ≈ |



Même si en hausse ces dernières années, le coefficient d'exploitation de la **CIL** demeure le plus faible du secteur faisant preuve - à juste titre - d'une rigueur dans une période où l'activité a été bridée. En queue de peloton, nous retrouvons trois sociétés : **Hannibal Lease**, **Tunisie Leasing** et **Modern Leasing**.

Le dérapage au niveau des charges est particulièrement frappant chez **Hannibal Lease** dont les charges de fonctionnement ont progressé de 15% par an sur la période 2010 - 2014 (contre seulement 4% pour le produit net) pour accompagner la vigueur commerciale des dernières années. Pour rappel, le coefficient d'exploitation de la société ne dépassait pas les 37% en 2010 !

Quant à **Tunisie Leasing**, son coefficient élevé découle de l'extension du réseau sur le dernier quinquennat (à Djerba et à Béja) sans que ces nouvelles agences n'aient pu atteindre leur seuil de rentabilité, mauvaise conjoncture oblige.

Enfin, pour ce qui est de **Modern Leasing**, la société a de tout temps affiché une faible productivité par rapport à ses paires, une carence que le management s'est engagé à rétablir lors de son introduction en Bourse en 2010. Une promesse qui n'a pas pu être tenue dans le climat difficile des dernières années.

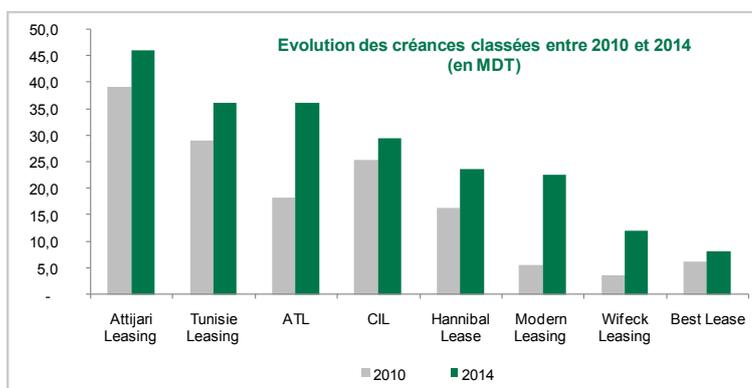
4- Coût du risque & Qualité de portefeuille

La qualité de portefeuille s'est globalement détériorée depuis la Révolution alors qu'en 2010, quasiment tous les opérateurs affichaient un taux de couverture supérieur à 70% - conformément au seuil minimum fixé par la BCT à l'époque. Pourtant, beaucoup d'efforts de provisionnement ont été conciliés : en moyenne 15% du produit net de leasing a été alloué à la couverture des risques (contre 5% en 2009).

| Taux de créances classées | 2010 | 2014 | | Taux de couverture | 2010 | 2014 | |
|---------------------------|-------------|-------------|----------|---------------------|--------------|--------------|----------|
| Tunisie Leasing | 6,3% | 6,3% | ≈ | Tunisie Leasing | 77,5% | 78,1% | ▲ |
| Hannibal Lease | 6,2% | 6,1% | ≈ | Hannibal Lease | 64,7% | 70,8% | ▲ |
| ATL | 5,7% | 8,6% | ▲ | ATL | 79,9% | 71,2% | ▼ |
| Attijari Leasing | 15,9% | 10,4% | ▼ | Attijari Leasing | 74,9% | 64,0% | ▼ |
| CIL | 7,6% | 7,7% | ≈ | CIL | 75,2% | 68,0% | ▼ |
| Wifeck Leasing | 3,0% | 4,8% | ▲ | Wifeck Leasing | 100,0% | 78,0% | ▼ |
| Modern Leasing | 5,4% | 11,3% | ▲ | Modern Leasing | 84,0% | 60,3% | ▼ |
| Best Lease | 6,1% | 4,5% | ▼ | Best Lease | 72,5% | 70,3% | ▼ |
| Secteur coté | 7,2% | 7,9% | ▲ | Secteur coté | 76,4% | 70,4% | ▼ |

Avec un taux de couverture de 78%, **Tunisie Leasing** et **Wifeck Leasing** sont celles qui ont plus grande marge de manœuvre pour décontracter leur politique de provisionnement sur les prochaines années. A l'opposé, des sociétés comme **Attijari Leasing** ou **Modern Leasing** devront sacrifier de leur bénéfice pour se conformer au ratio de couverture de 70%.

Modern Leasing est incontestablement celle dont le portefeuille a le plus souffert de la conjoncture avec des créances classées multipliées par 4 entre 2010 et 2014.

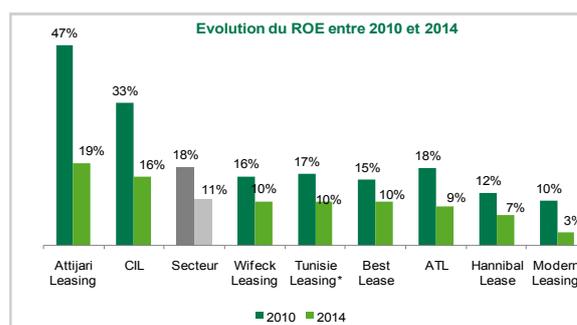


5- Résultat net & ROE

La rentabilité financière (ROE) du secteur du leasing est faible dans l'absolu (11%) et comparativement à l'industrie bancaire (15%). Il y a cependant lieu de noter qu'hormis **Attijari Leasing** et **CIL**, tous les autres opérateurs ont procédé à des augmentations de capital en numéraire entre 2010 et 2014; des recapitalisations intervenues dans des périodes où l'évolution de l'activité a été réprimée (effritement des marges, baisse de la productivité, coût du risque), de quoi expliquer la dilution de la rentabilité.

| Résultat net (MDT) | 2013 | 2014 | 2015e | Var 14-13 | Var 15e-14 |
|---------------------|-------------|-------------|-------------|-----------|------------|
| Tunisie Leasing* | 14,7 | 14,6 | 15,8 | -1% | 9% |
| Hannibal Lease | 2,4 | 3,1 | 3,3 | 29% | 5% |
| ATL | 6,5 | 6,1 | 6,1 | -7% | 1% |
| Attijari Leasing | 5,8 | 6,0 | 6,0 | 3% | 0% |
| CIL | 8,6 | 8,1 | 8,5 | -5% | 4% |
| Wifeck Leasing | 4,1 | 4,2 | 4,4 | 2% | 5% |
| Modern Leasing | 0,2 | 0,9 | 1,5 | 466% | 61% |
| Best Lease | 3,2 | 3,9 | 4,2 | 22% | 8% |
| Secteur coté | 45,4 | 46,8 | 49,7 | 3% | 6% |

* comptes consolidés



*ROE calculé sur la base des comptes consolidés

Pour ce qui est de **Tunisie Leasing**, le résultat net ainsi que le ROE s'appréhendent mieux au niveau du groupe qui rappelons-le intègre l'activité de factoring, de LLD, de leasing en Algérie ainsi que des activités annexes (capital risque et intermédiation en Bourse).

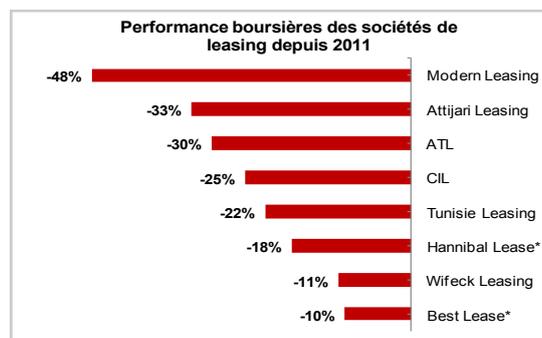
5- Valorisation & Opinion de Tunisie Valeurs

Quatre ans après la révolution, les valeurs de leasing restent boudées en bourse alors que le secteur bancaire entrevoit des jours meilleurs. Pour certaines sociétés, la correction a été surdimensionnée comparativement à la qualité des fondamentaux et à la capacité de rebond à moyen terme.

Sur la base du Price to Book, qui reste le ratio de valorisation le plus pertinent pour les sociétés financières en général, deux sociétés **Wifack Leasing** et **Attijari Leasing** affichent des ratios décalés par rapport à la moyenne du secteur.

| | Capitalisation (MDT) | PER _{2015e} | P/B _{2015e} | Yield _{2015e} | Opinion |
|---------------------|----------------------|----------------------|----------------------|------------------------|---------------|
| Tunisie Leasing* | 180 | 11,4 | 1,1 | 4,6% | Acheter |
| Hannibal Lease | 45 | 13,6 | 0,9 | 5,1% | Conserver |
| ATL | 66 | 10,6 | 0,9 | 7,7% | Acheter |
| Attijari Leasing | 57 | 9,6 | 1,4 | 4,4% | Conserver (+) |
| CIL | 71 | 8,6 | 1,2 | 5,3% | Acheter |
| Wifack Leasing | 77 | 17,3 | 1,6 | 3,2% | Conserver (+) |
| Modern Leasing | 32 | 21,0 | 1,0 | 4,6% | Conserver |
| Best Lease | 51 | 11,8 | 1,1 | 6,1% | Acheter |
| Secteur coté | 578 | 11,6 | 1,1 | 5,0% | |

*Ratios calculés sur la base des comptes consolidés



* Performance depuis l'introduction en Bourse

- Tunisie Leasing** : la société se distingue par rapport à ses paires par une plus grande diversité et un moindre risque. Le moteur de croissance du groupe est aujourd'hui en dehors de frontières (MLA); la filiale algérienne semble avoir résolu sa problématique de refinancement qui a longtemps freiné son essor. TL est sur le point de finaliser une prise de participation stratégique dans la société panafricaine ALIOS; une opération d'envergure qui réduira d'autant la comparaison avec le reste du secteur. Le groupe affiche des fondamentaux solides et un portefeuille sain. La valorisation est attractive. **Nous réitérons notre opinion positive sur le titre.**
- Hannibal Lease** : Parti à la course aux parts de marché, la société a réussi à relever le défi de la croissance, mais aux dépens des marges et de la productivité. Encore bonne, la société pourrait payer, à moyen terme, le prix de la cette croissance rapide par un dérapage au niveau de la qualité de son portefeuille. A ce stade, nous préférons jouer la carte de la prudence et émettons une opinion **neutre sur la valeur.**
- ATL** : Bien positionnée sur le marché, la société a pâti des effets de la crise sur son portefeuille mais les ratios prudentiels demeurent globalement bons. La valorisation est intéressante par rapport à la qualité des fondamentaux. Avec un payout de 80%, ATL affiche le yield le plus élevé du secteur (7.7%). Le contrôle capitalistique fragmenté en fait une cible opérable pour un établissement - financier - qui souhaite se positionner dans le secteur. **Le titre est à l'achat.**
- Attijari Leasing** : Commercialement, le succès d'Attijari Leasing n'en dément pas. La société a pu en quelques années se refaire une place dans le secteur après une hibernation pour cause de nettoyage de bilan. Tirant les bonnes leçons de la volatilité observée sur les marchés des taux, **Attijari Leasing** a équilibré la structure de ses ressources sur les dernières années en augmentant la proportion des ressources à taux fixe. La problématique de la couverture des risques n'étant pas encore réglée, la société se voit consacrer encore des efforts de provisionnement. La valorisation est plus chère que le reste des acteurs, néanmoins le potentiel de cette société est important si les synergies avec la maison mère sont réellement déployées. **Nous recommandons de conserver le titre avec perspectives positives.**
- CIL** : le portefeuille de la société aura eu gain de cause avec la décision de réduire la voilure. Si la société a perdu sa place dans le top 3, elle a le mérite d'avoir préservé la qualité de son portefeuille. Encore très peu de sacrifice à concilier pour conformer le portefeuille aux recommandations de la BCT. La productivité n'est plus à démontrer et la valorisation est intéressante. **Nous recommandons d'acheter le titre.**
- Wifack Leasing** : se voulant « régionale », la société est partie, à ses débuts, à la conquête du Sud du pays mais a élargi, au fil des années, son champ d'intervention sur la capitale. La société a pu se trouver une place dans le secteur tout en conservant sa rentabilité. Principal reproche à faire à Wifack Leasing : la société n'a pas su profiter du marché obligataire pour diversifier ses sources de financement qui restent à majorité d'origine bancaire, fortement exposées au risque de taux. De prime abord, et d'un point de vue financier, le projet de transformation en banque universelle ne nous semble pas très séduisant : dotée de 190 MDT, la nouvelle entité mettrait bien du temps pour retrouver le niveau de ROE actuel d'El Wifack (10%). Nous en saurons plus d'ici quelques semaines, sitôt que le projet sera exposé dans ses détails (d'ici fin juillet selon le management). **Wait and see alors.**

- **Modern Leasing** : C'est sans doute la plus grande perdante de la 'Révolution' puisque tous les indicateurs de la filiale de la BH ont viré au rouge, particulièrement la qualité d'actifs. Déjà très faible, la rentabilité financière devrait être davantage diluée avec l'augmentation de capital en vue et les efforts de provisions qui devraient se poursuivre. La société a repris la distribution de dividendes après trois années de non distribution. L'adossement de la société au groupe BH est un élément qui plaide pour la valeur. **Nous recommandons de conserver le titre.**
- **Best lease** : Dernier arrivant en Bourse, Best Lease affiche un cachet unique dans le secteur puisqu'il s'agit de la seule société de leasing islamique, une rareté qui peut attirer certains investisseurs à la quête de ce type de papier. Cette singularité a maintenu la société en dehors de la guerre des prix et a permis d'afficher les meilleures marges du secteur. La promulgation (très prochaine?) du cadre réglementaire des sukuks permettra à la société de diversifier ses sources de financement et d'accélérer sa croissance. Les fondamentaux de la société sont globalement bons et se comparent à la moyenne sectorielle. Le parcours boursier du titre depuis son introduction en Bourse (-9.5%) a dégagé un potentiel d'upside. **Nous recommandons le titre à l'achat.**

Département Recherches & Etudes

Rym GARGOURI BEN HAMADOU
Lilia KAMOUN TURKI
Aicha MOKADDEM
Hamza BEN TAARIT

Tel : 71 189 600

www.tunisievaleurs.com