

## LE SECTEUR DU LEASING EN TUNISIE

## » Le secteur en quelques mots

Le leasing a démarré en Tunisie en 1984 avec la création de Tunisie Leasing. Après 30 ans d'activité, le secteur compte 9 opérateurs dont 7 cotés en bourse. Depuis son démarrage, le secteur a connu une croissance soutenue et opère particulièrement dans les secteurs du commerce et des services. Les émissions des compagnies du leasing représentent 60% de l'ensemble des émissions privées sur le marché obligataire. Très lié à la santé économique du pays, le secteur a marqué un recul suite aux événements de 2011, mais a très vite repris, traduisant de sa forte résilience. Aujourd'hui, deux sociétés se démarquent en terme de parts de marché : Tunisie Leasing et Hannibal Lease.

## » Le secteur en quelques chiffres (30/01/2017)

PER <sub>2015</sub> : 11,3x	PER <sub>2016e</sub> : 10,0x
Div yield <sub>2015</sub> : 5,8%	Div Yield <sub>2016e</sub> : 5,8%
P/B <sub>2015</sub> : 1,1x	
ROE <sub>2015</sub> : 9,9%	
Capitalisation boursière: 495,0 MDT (2,5% de la capitalisation boursière du marché)	
Nombre de sociétés cotées: 7 (sur 79)	

## » Tour d'horizon des sociétés de Leasing cotées en Tunisie

Le secteur du leasing en Tunisie est particulièrement compétitif avec 7 acteurs cotés dont 3 détiennent plus de 60% des parts de marché (Tunisie Leasing, Hannibal Lease et ATL).

**ATL:** troisième société en terme de parts de marché avec 15.4% en 2016, ATL est détenue à 32,6% par l'ATB, à 10% par la BNA, et à 10,7% par le groupe ENNAKL. La présence du concessionnaire automobile dans le tour de table de ATL permet de bénéficier de fortes synergies commerciales. La société se caractérise par son rendement de dividende, le plus haut du secteur à 7,5%.

**ATTIJARI LEASING:** à l'origine nommée Général Leasing, la société a connu des difficultés qui lui ont fait risquer la faillite, jusqu'en 2006 où Attijari bank est entrée au capital de la société (la banque est aujourd'hui actionnaire à hauteur de 65%). En 2007, Général Leasing est renommé Attijari Leasing. Les opérations de recapitalisation et d'épuration du bilan ont permis de relancer l'activité. Aujourd'hui, quatrième opérateur du marché avec 14% des parts de marché, la société bénéficie du réseau de la banque pour développer son portefeuille client, gagner des parts de marché et avoir accès aux ressources de financement.

**BEST LEASE:** plus petite société en terme de parts de marché avec 5,9% en 2016, et dernière introduite en bourse en 2013, Best Lease est détenue à plus de 64% par le groupe saoudien Dallah Al Baraka. La société se distingue par le fait qu'elle offre des services conformes aux principes de la finance islamique. La compagnie de leasing offre un coefficient d'exploitation confortable de 34,6%, parmi les plus bas du marché ainsi qu'un taux de créances classées de 5,5%, là aussi parmi les plus bas.

**CIL:** la société est l'une des deux seules avec Hannibal Lease à ne pas être adossée à une banque. La société a donc privilégié dans son modèle, le refinancement sur le marché obligataire, même si cette tendance s'inverse avec un recours aux banques qui augmente. La société détient une part de marché de 12,5% en 2016 en termes de mises en force, la classant 5ème sur les sept opérateurs cotés. La compagnie est détenue à plus de 30% par son Président Directeur Général, Mr. Brigui, à travers SGF-SICAF et la société OCEANA.

**HANNIBAL LEASE:** au même titre que la CIL, Hannibal Lease n'est pas adossée à une banque et souffre par conséquent du manque de liquidité sur les marchés bancaires et obligataires. Avec des coûts de financement élevés, la société mise sur un effet volume pour assurer sa croissance. Malgré ces freins, HL se détache du peloton ces dernières années, de par sa croissance extrêmement dynamique qui lui permet de détenir à fin 2016, 21,7% des parts de marché en terme de mises en force, se classant ainsi deuxième sur le podium. A noter que HL a pour la première fois à l'issue du S1, légèrement dépassé Tunisie Leasing en termes de parts de marché, leader indétrôné du marché depuis toujours qui a regagné sa première place en fin d'année.

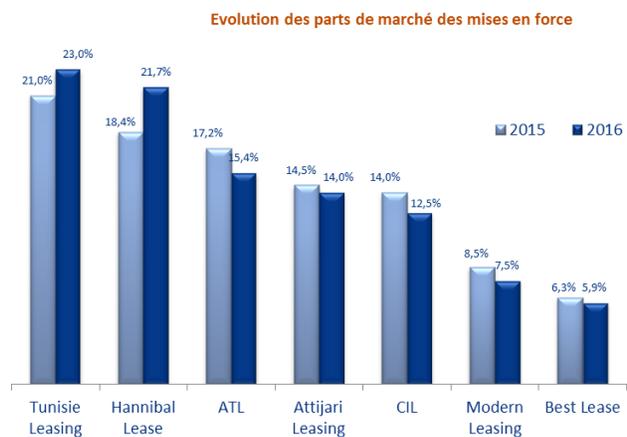
**MODERN LEASING:** suite à l'augmentation de capital de Modern Leasing (15 MDT en début d'année 2015), le Groupe BH, actionnaire majoritaire, s'est retrouvé actionnaire à hauteur de 37,4 % du capital contre 55,8% avant cette opération. Modern Leasing détient aujourd'hui, 7,5% des parts de marché en terme de mises en force en 2016. La société a rencontré des difficultés ces dernières années, notamment en raison de la qualité de son portefeuille. ML détenait le plus haut niveau de créances classées du marché avec un taux de 10,5% en 2015, qui passe à 9,6% en 2016. Par ailleurs, la société détient le coefficient d'exploitation le plus élevé du marché (48,2%), qui marque cependant un recul par rapport à 2015 (57,1%).

**TUNISIE LEASING:** pionnière du secteur avec 23,0% de pdm en terme de mises en force en 2016, Tunisie Leasing a été créée en 1984, leader incontestée depuis, la société s'illustre dans le crédit bail (Tunisie Leasing) mais également dans l'affacturage (Tunisie Factoring), la location longue durée (Tunisie LLD), l'intermédiation boursière (Tunisie Valeurs) et le capital risque (Tuninvest SICAR, Tunisie SICAR, Tuninvest International SICAR et Tuninvest Innovations SICAR). La société est également présente à l'étranger (Maghreb Leasing Algérie et Alios Finance SA).

Principaux actionnaires	
<b>ATL</b>	ATB (32,6%)
<b>Attijari Leasing</b>	Groupe Attijari (64,77%)
<b>Best Lease</b>	Groupe Saoudien Dallah Al Baraka (64,3%)
<b>CIL</b>	PDG Mr. Brigui (28,91%)
<b>Hannibal Lease</b>	Groupe Jilani (39,37%)
<b>Modern Leasing</b>	Banque de l'Habitat (37,44%)
<b>Tunisie Leasing</b>	Amen Bank (32,48%)

» Les mises en force

Mises en Force (MDT) Comptes individuels	2013	2014	2015	2016
ATL	190	221	248	276
Var %		16,1%	12,4%	11,2%
Attijari Leasing	211	215	216	251
Var %		2,0%	0,3%	16,1%
Best Lease	74	93	94	106
Var %		25,5%	1,2%	13,1%
CIL	173	200	208	223
Var %		15,5%	4,0%	7,5%
Hannibal Lease	182	234	273	388
Var %		28,7%	16,7%	42,0%
Modern Leasing	78	108	127	135
Var %		38,6%	17,3%	6,4%
Tunisie Leasing	304	295	313	411
Var %		-3,0%	6,0%	31,5%
<b>Secteur coté</b>	<b>1 212</b>	<b>1 366</b>	<b>1 478</b>	<b>1 790</b>
Var %		12,7%	8,2%	21,1%



Après une année 2013 relativement peu dynamique (taux de croissance des mises en force du secteur autour de 1%), le secteur du leasing a renoué avec la croissance depuis 2014, affichant ainsi un taux de croissance de 12,7% en 2014 et de 8,8% en 2015, et 21,1% en 2016.

L'année 2016 a donc été particulièrement dynamique pour l'ensemble du secteur, qui affiche un taux de croissance global de 21,1%, par rapport au 31/12/2015. En tête de classement se trouvent :

**Tunisie Leasing** qui voit le taux de croissance de ses mises en force retrouver son dynamisme après une hausse modérée de 6% en 2015, en passant à 31,5% en 2016;

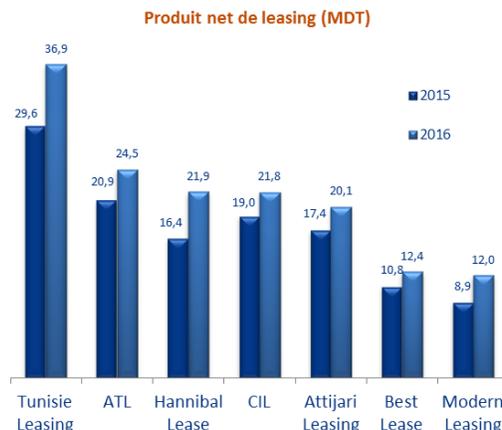
**Hannibal Lease** qui affiche un taux de croissance de ses mises en force impressionnant de 42% sur l'année, devance largement l'ensemble des concurrents en terme de croissance, en passant de 273MDT en 2015 à 388MDT en 2016. Pour rappel, à l'issue du premier semestre, la société de leasing s'était pour la première fois classée première en terme de part de marché des mises en force, très légèrement devant Tunisie Leasing, leader incontesté depuis des années (23,2% de pdm vs 23% pour TL).

Et **ATL** qui affiche un taux de croissance de ses mises en force de 11,2% en 2016, bien plus modéré que les deux premières sociétés.

En terme de parts de marché des mises en force, **Hannibal Lease** est la société la plus dynamique du secteur et passe de 18,4% de part de marché en 2015 à 21,7% en 2016. **Tunisie Leasing**, leader du secteur, détient à l'issue de l'année 2016, une part de marché de 23% contre 21% une année auparavant. En revanche, contrairement aux deux premières qui ont gagné en parts de marché en 2016, et à l'image de tous les autres opérateurs du marché, **ATL** détient à l'issue de la même période, une part de marché en recul de 1,8 point à 15,4%. ATL est la société qui a perdu le plus de part de marché sur l'année 2016. **Attijari Leasing**, quatrième opérateur du marché, affiche un taux de croissance en terme de mises en force de l'ordre de 16,1% et une part de marché en recul de 0,5 point à 14%.

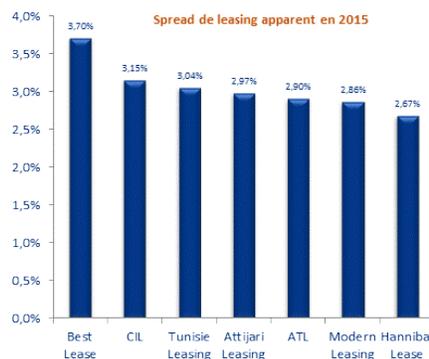
**» Le Produit Net de Leasing**

Produits nets de leasing (MDT)	2013	2014	2015	2016
ATL	18,6	18,1	20,9	24,5
Var %		-2,7%	15,7%	16,9%
Attijari Leasing	15,7	16,5	17,4	20,1
Var %		5,1%	5,7%	15,4%
Best Lease	7,7	9,3	10,8	12,4
Var %		20,8%	16,1%	15,3%
CIL	17,6	17,8	19,0	21,8
Var %		1,1%	6,8%	14,8%
Hannibal Lease	11,4	13,2	16,4	21,9
Var %		15,8%	24,4%	33,2%
Modern Leasing	6,9	7,5	8,9	12,0
Var %		8,4%	19,5%	34,7%
Tunisie Leasing	25,9	29,2	29,6	36,9
Var %		12,5%	1,6%	24,4%
<b>Secteur coté</b>	<b>103,8</b>	<b>111,6</b>	<b>123,2</b>	<b>149,7</b>
Var %		7,4%	10,4%	21,5%



Le produit net de leasing de l'ensemble du secteur a continué d'évoluer en 2016, porté par l'ensemble des opérateurs qui affichent un taux de croissance annuel moyen du PNL en forte hausse sur l'année, et ce, malgré une hausse du coût de financement. Ainsi, le PNL du secteur a marqué une croissance globale de 21,5% à 149,7MDT en 2016 contre un taux de croissance de 10,4% en 2015.

A noter, les taux de croissance de **Hannibal Lease** et **Modern Leasing** qui voient leurs PNL croître respectivement de 33,2% et 34,7% en 2016. Modern Leasing a bénéficié d'une augmentation de capital d'un montant de 10 MDT en numéraire et 5 MDT par incorporation de réserves, clôturée le 26 juin 2015.

**» Coût des ressources et marges**


Coût moyen des ressources	2014	2015
ATL	6,46%	6,77%
Var		0,31pt
Attijari Leasing	6,33%	6,59%
Var		0,26pt
Best Lease	6,26%	6,53%
Var		0,27pt
CIL	6,42%	6,84%
Var		0,42pt
Hannibal Lease	7,18%	7,27%
Var		0,09pt
Modern Leasing	6,48%	6,65%
Var		0,16pt
Tunisie Leasing	6,57%	6,82%
Var		0,24pt
<b>Secteur coté</b>	<b>6,53%</b>	<b>6,78%</b>
Var		0,25pt

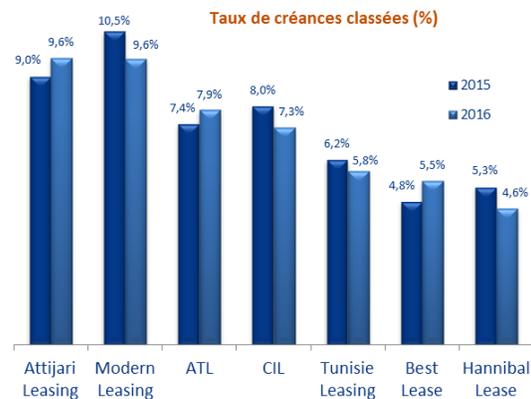
Entre 2014 et 2015, le coût moyen de financement des sociétés de leasing (cotées) affiche une hausse de 25 points de base passant de 6.53% en moyenne en 2014 à 6.78% en 2015. Malgré cette hausse, les sociétés de leasing sont parvenues à maintenir leurs marges entre 2014 et 2015 avec une moyenne stable à 3%, en répercutant cette augmentation sur les taux de sortie.

**CIL** et **BEST LEASE** se distinguent en affichant les spread de leasing les plus élevés en 2015. Ces niveaux s'expliquent notamment par un coût des ressources relativement bas pour BEST LEASE qui se finance à meilleur prix que ses concurrents et des taux de sorties élevés grâce à son positionnement sur un secteur de niche (finance islamique). La CIL, affiche des taux de sortie globalement supérieurs à la moyenne.

En bas du tableau, **HANNIBAL LEASE** présente la marge la plus faible (2.67%) en 2015, en raison d'un coût de financement plus élevé que ses concurrents (7.27%). Ceci n'a pourtant pas empêché la société d'afficher le taux de croissance du Produit Net de Leasing le plus élevé parmi ces pairs, en 2015 (24.4%). Cette croissance de la rentabilité est donc à attribuer à un effet volume et non à un effet marge, preuve de l'agressivité commerciale de la société.

» Qualité du portefeuille

Taux de créances classées	2013	2014	2015	2016
ATL	8,6%	8,6%	7,4%	7,9%
Var		0,0pt	-1,2pt	0,5pt
Attijari Leasing	9,9%	10,4%	9,9%	9,6%
Var		0,5pt	-0,5pt	-0,3pt
Best Lease	5,9%	4,5%	4,8%	5,5%
Var		-1,4pt	0,3pt	0,7pt
CIL	7,8%	7,7%	8,0%	7,3%
Var		-0,1pt	0,3pt	-0,7pt
Hannibal Lease	7,6%	6,1%	5,3%	4,6%
Var		-1,5pt	-0,8pt	-0,7pt
Modern Leasing	12,8%	11,3%	10,5%	9,6%
Var		-1,5pt	-0,8pt	-0,9pt
Tunisie Leasing	6,1%	6,3%	6,2%	5,8%
Var		0,2pt	-0,1pt	-0,4pt
<b>Secteur coté</b>	<b>8,4%</b>	<b>7,8%</b>	<b>7,4%</b>	<b>7,2%</b>
Var		-0,1pt	-0,1pt	-0,04pt



Taux de couverture	2013	2014	2015
ATL	70,4%	71,2%	70,5%
Var		0,8pt	-0,7pt
Attijari Leasing	62,9%	64,0%	64,0%
Var		1,1pt	0,0pt
Best Lease	75,0%	70,3%	-
Var		-4,7pt	-
CIL	71,8%	68,0%	68,3%
Var		-3,8pt	0,3pt
Hannibal Lease	66,5%	70,8%	74,8%
Var		4,3pt	4,0pt
Modern Leasing	66,0%	60,3%	57,9%
Var		-5,7pt	-2,4pt
Tunisie Leasing	79,7%	78,1%	80,2%
Var		-1,6pt	2,1pt
<b>Secteur coté</b>	<b>70,3%</b>	<b>69,0%</b>	<b>69,3%</b>
Var		-1,9pt	0,5pt



Sur les trois dernières années, la qualité des portefeuilles s'est globalement améliorée pour retrouver son niveau d'avant révolution. Le taux de créances classées moyen du secteur est passé de 8,4% en 2013, à 7,2% en 2016. Entre 2013 et 2016, toutes les sociétés du secteur ont vu leur taux de créances classées diminuer. Cette tendance fait suite à une dégradation de la qualité des portefeuilles après la révolution et marque la volonté des sociétés de leasing de faire un effort sur la qualité des créances.

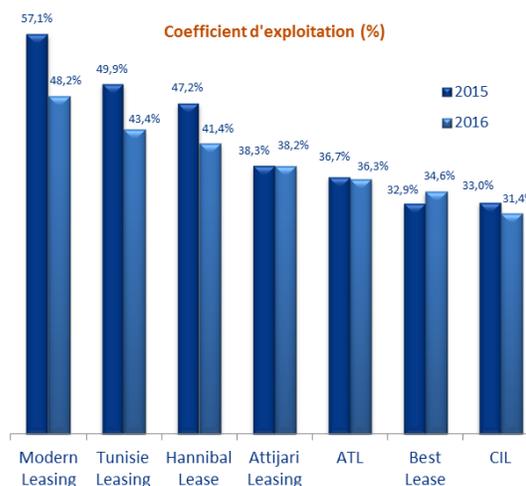
En 2016, **Tunisie Leasing**, **Hannibal Lease** et **Best Lease** présentent les taux de créances classées les plus bas du secteur.

**Hannibal Lease** a largement réduit son taux de créances classées entre 2013 et 2016, passant de 7,6% à 4,6% pour une moyenne sectorielle de 7,0% en 2016, affichant ainsi le taux le plus bas du marché. En 2015, et pour la deuxième année consécutive, la société affiche également un taux de couverture supérieur à 70% (limite requise par les autorités de contrôle). Ces améliorations de la qualité de portefeuille ajoutées aux croissances dynamiques du PNL et des mises en force ainsi que l'amélioration du coefficient d'exploitation font de **Hannibal Lease**, la société la plus performante du secteur ces trois dernières années. L'une des explications pourrait être sa capacité à recruter les meilleurs éléments du secteur, qui se traduit dans le niveau de masse salariale important, qui représente 28% du PNL en 2015. Il est à noter cependant que la société est l'une des deux du secteur (avec CIL) à ne pas être adossée à une banque, ce qui l'oblige à avoir recours à des moyens de financement coûteux. La société a eu recours à trois émissions obligataires depuis le 31/12/2015, à des taux plus élevés que ses concurrents, d'où un spread de leasing apparent relativement faible par rapport à la moyenne du secteur. La croissance du PNL est ainsi à attribuer à un effet volume, comme le montre la forte croissance des mises en force, plutôt qu'à un effet marge.

Sans surprise donc, **Hannibal Lease** offre le taux de couverture parmi les plus hauts du secteur à 74,8% en 2015, juste après **Tunisie Leasing** (80,2% en 2015), ce qui leur confère une sécurité confortable quant à l'impact de l'obligation réglementaire de provisionnement, sur leurs résultats nets.

» Le coefficient d'exploitation

Coefficient d'exploitation (Comptes individuels)	2013	2014	2015	2016
ATL	38,0%	40,2%	36,7%	36,3%
Var		2,2pt	-3,5pt	-0,4pt
Attijari Leasing	35,0%	38,9%	38,3%	38,2%
Var		3,9pt	-0,7pt	-0,01pt
Best Lease	38,0%	39,7%	32,9%	34,6%
Var		1,7pt	-6,8pt	1,8pt
CIL	32,0%	34,1%	33,0%	31,4%
Var		2,1pt	-1,2pt	-1,6pt
Hannibal Lease	54,0%	54,8%	47,2%	41,4%
Var		0,8pt	-7,6pt	-5,8pt
Modern Leasing	63,6%	63,3%	57,1%	48,2%
Var		-0,3pt	-6,29	-8,87
Tunisie Leasing	47,1%	46,1%	49,9%	43,4%
Var		-1,0pt	3,8pt	-6,4pt
<b>Secteur coté</b>	<b>44,0%</b>	<b>45,3%</b>	<b>42,1%</b>	<b>39,1%</b>
Var		1,4pt	-3,2pt	-3,0pt

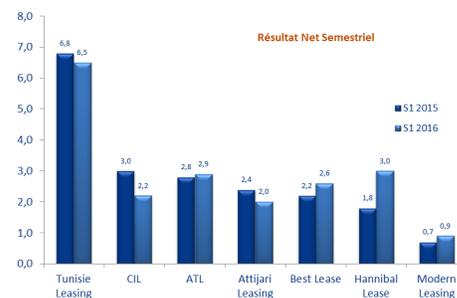
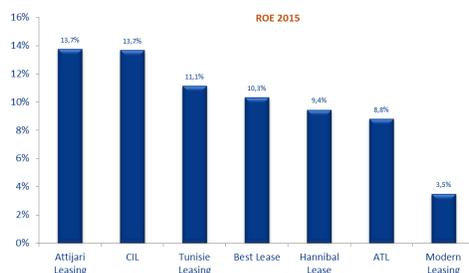


Meilleur indicateur de la qualité de gestion des coûts de fonctionnement, le coefficient d'exploitation est globalement en recul depuis 2015, ce qui reflète une amélioration du ratio charges d'exploitation/PNL, contrairement à l'année 2014, qui avait été particulièrement pénalisée par une faible croissance du PNL du secteur et qui affichait un coefficient d'exploitation moyen en hausse. Sur l'année 2016, **Best Lease** est le seul acteur qui a vu son coefficient d'exploitation augmenter pour passer de 32,9% à 34,6%.

**CIL** et **Best Lease** affichent les coefficients d'exploitation les plus faibles du secteur en 2016, faisant ainsi preuve de la plus grande rigueur en terme d'optimisation des charges de fonctionnement. Par opposition, **Modern Leasing** présente le coefficient d'exploitation le plus élevé du secteur avec un niveau de 48,2% en 2016, qui est toutefois en forte baisse sur une année (57,1% en 2015). La société est depuis toujours caractérisée par l'importance de ses charges d'exploitation, qu'elle ne parvient pas à rationaliser.

» La rentabilité

Résultat Net Comptes consolidés	2013	2014	2015
ATL	6,5	6,1	6,5
Var		-6,2%	6,7%
Attijari Leasing	5,8	6,0	5,3
Var		3,4%	-11,2%
Best Lease	3,2	4,2	4,7
Var		30,6%	13,2%
CIL	8,6	8,2	8,6
Var		-4,4%	5,1%
Hannibal Lease	2,4	3,5	4,7
Var		45,8%	34,3%
Modern Leasing	0,2	1,1	1,5
Var		433,5%	36,0%
Tunisie Leasing	14,7	14,6	14,2
Var		-0,7%	-2,5%
<b>Secteur coté</b>	<b>5,9</b>	<b>6,2</b>	<b>6,5</b>
Var		5,5%	4,4%



En terme de Résultat Net, **ATL**, **Best Lease**, **Hannibal Lease** et **Modern Leasing** améliorent leurs résultats nets (en 2015 et S1 2016). Cette hausse est notamment à attribuer aux croissances des mises en force (20,6% pour tout le secteur coté au S1 2016 à 831MDT vs 689MDT au S1 2015), malgré des coûts du risque en hausse de 61% sur la même période à 15,5 MDT au total, contre 9,6 MDT une année auparavant. En terme de rentabilité financière sur l'exercice 2015, **Modern Leasing** présente la plus faible du secteur avec un ROE 2015 à 3,5% contre des ROE compris entre 8,8% et 13,7% pour l'ensemble des autres opérateurs. En revanche, **Attijari Leasing**, **Tunisie Leasing** et **CIL** voient leur RN se dégrader au S1 2016, pénalisés par la hausse du coût du risque qui n'a pas pu être absorbée par la hausse du PNL. A noter tout de même que ces trois sociétés offrent les meilleures rentabilités financières du secteur en 2015.

## » Valorisation et commentaires

Données boursières 30/01/2017	Cours clôture (DT)	Nombre d'actions (Millions de titres)	Capitalisation boursière (MDT)	Performance YTD	P/E <sub>2016e</sub> (x)	P/B <sub>2016e</sub> (x)	Div. Yield <sub>2016e</sub>
ATL	2,9	25,0	73,5	-2,3%	10,8	1,0	7,5%
Attijari Leasing	19,8	2,1	42,1	0,5%	7,2	1,1	7,1%
Best Lease	1,9	30,0	57,0	8,0%	11,0	1,2	5,3%
CIL	15,5	5,0	77,5	3,3%	8,3	1,2	5,5%
Hannibal Lease	9,3	5,7	53,2	0,0%	8,0	1,1	4,4%
Modern Leasing	4,0	7,0	27,9	3,6%	13,7	0,7	6,3%
Tunisie Leasing	18,2	9,0	163,8	-0,9%	10,8	1,0	5,5%
<b>Secteur Leasing (coté)</b>					<b>10,0</b>	<b>1,1</b>	<b>5,8%</b>

## Les leaders du marché

Deux sociétés dominent ainsi le marché : **Hannibal Lease** et **Tunisie Leasing**. Sans surprise, les deux leaders, qui détiennent 45% des parts de marché, résistent mieux que leurs concurrents en bourse ou les deux titres se sont démarqués des autres opérateurs en 2016 avec des performances annuelles respectives de 15,1% et 17,3%.

Les deux sociétés se distinguent également par la qualité de leurs portefeuilles en terme de créances classées (respectivement 4,6% et 5,8% en 2016 pour une moyenne de 7,0%) et avec les taux de couverture les plus hauts (respectivement 74,8% et 80,2% en 2015).

## Les autres sociétés cotées

Les cinq sociétés restantes ont toutes perdu des points de parts de marché entre 2015 et 2016.

En bourse, ATL affiche une performance positive sur l'année 2016 de 13,7%, suivie de CIL avec 6,7%, alors que les titres Attijari Leasing, Best Lease et Modern Leasing ont clôturé l'année 2016 avec des performances respectivement en recul de 4,1%, 2,1% et 8,9%. Attijari Leasing et CIL offrent actuellement des PER<sub>2016e</sub> inférieurs à la moyenne du secteur (7,2x et 8,3x vs 10,0x secteur) alors que Modern Leasing et ATL ont des PER supérieur à la moyenne (13,7x et 10,8x).

En terme de qualité de portefeuille, **Best Lease** se distingue avec un taux de créances classées de l'ordre de 5,5% et un taux de couverture supérieur à 70%.

**Attijari Leasing** et **CIL** offrent les meilleures rentabilités financières du marché en 2015 avec des ROE à 13,7%.

**Modern Leasing** et **Attijari Leasing** détiennent les plus mauvaises qualités de portefeuille avec le taux de créances classées les plus hauts du secteur en 2016 (9,6%) et les taux de couverture les plus bas (57,9% et 64%), inférieurs au minimum légal de 70%. Modern Leasing affiche également un coefficient d'exploitation particulièrement haut à 57,1%. Par ailleurs, cette dernière est la moins rentable en 2015 en terme de rentabilité financière avec le ROE 2015 le plus faible, loin derrière les autres opérateurs (3,5%).