



Etude du secteur de Leasing

Un secteur en mauvaise passe depuis deux années déjà

Points clés

- Une baisse d'activité en 2019 tirée par la hausse des taux de refinancement et une contraction de l'activité économique nationale;
- Un secteur subissant des contraintes structurelles (la non éligibilité au refinancement de la BCT, plafonnement des taux des crédits au Seuil du Taux Excessif, etc..) et conjoncturelles qui pèsent sur ses perspectives de croissance;
- Une qualité d'actifs détériorée et un coût du risque plus élevé pesant lourdement sur la rentabilité du secteur ;
- Un secteur qui sera plus fragilisé par cette crise sanitaire sans le soutien de la Banque Centrale de Tunisie en matière de refinancement et d'accompagnement et ce afin de mieux jouer son rôle dans l'investissement. Un rôle fort nécessaire pour la reprise des PME post COVID

Un important contributeur au financement des PME

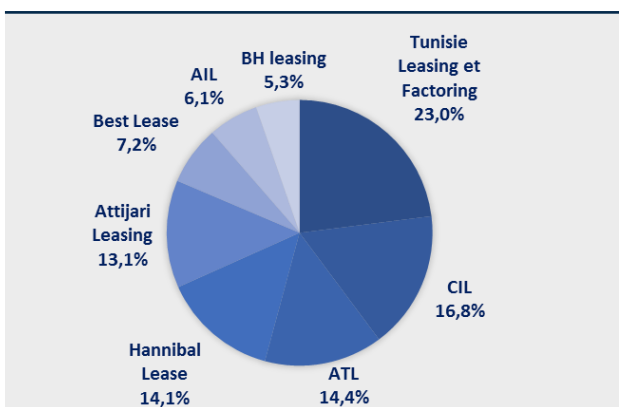
Comparée au bancaire, l'activité du leasing en Tunisie est une activité relativement jeune. Elle a été instaurée en 1984 date à laquelle la première société de leasing, à savoir Tunisie Leasing, a été créée. Cette activité est venue consolider le paysage des services financiers en Tunisie afin de contribuer au financement de l'économie et de relayer le financement par endettement bancaire.

Mises en force du secteur par rapport à la formation brute de capital fixe



Source : Mac sa

Part de marché des sociétés de leasing en 2019



Source : Indicateurs d'activité

Le leasing a connu un franc succès auprès des PME qui représentent la grande part du tissu économique tunisien. Le secteur compte actuellement 8 sociétés dont 6 sont adossées à des banques et 7 sont cotées à la Bourse de Tunisie. En 2019, la société **Tunisie Leasing et Factoring** s'est accaparée la grande part des mises en force soit 23% du marché talonnée par **CIL** (16,8%), **ATL** (14,4%), **Hannibal Lease** (14,1%) et **Attijari Leasing** (13,1%). Les trois autres sociétés se sont partagées le reste de la production du secteur avec des proportions assez différentes.

Présentation des sociétés de leasing

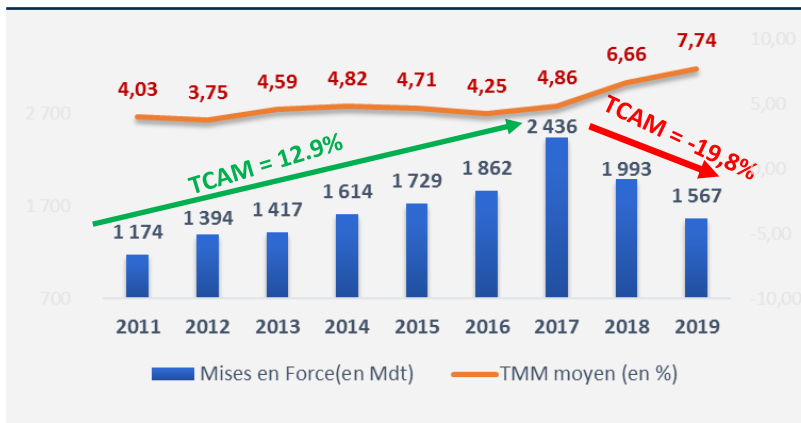
Société	Date de création	Principaux actionnaires	Capital Social (en Mdt)
Tunisie Leasing	1984	Groupe Amen	54.0
Hannibal Lease	2001	Groupe Djilani	40.2
Arab Tunisian Leasing	1993	Arab Tunisian Bank	32.5
Attijari Leasing	1994	Attijari Bank	27.5
Compagnie Internationale de Leasing	1992	Sté Générale Financière	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

Qu'est ce qui explique cette nette baisse de l'activité ?

Depuis la période post-révolution et jusqu'à 2017, le secteur du leasing a connu une croissance à deux chiffres affichant un taux d'évolution annuel moyen de 12,9%. Mais le trend haussier a été interrompu depuis 2018 où l'activité a baissé de 18,2% puis de 21,4% en 2019. Comment un secteur aussi important dans le financement des PME (environ 3 800 Mdt d'encours à fin 2019) peut subir une telle baisse d'activité ?

Evolution des mises en forces du secteur en Mdt



Source : Mac sa

En Mdt	2017	2018	2019	TCAM 2017-19
TLF	534,2	431,7	360,5	-17,8%
CIL	310,6	261,0	264,0	-7,8%
ATL	350,0	306,4	224,9	-19,8%
HL	551,0	355,2	221,3	-36,6%
Attijari Lease	279,9	263,1	205,2	-14,4%
BL	147,5	130,2	112,9	-12,5%
AIL	88,9	74,4	95,1	3,4%
BH Leasing	173,8	171,6	83,6	-30,7%
Total Secteur	2 435,9	1 993,4	1 567,5	-19,8%

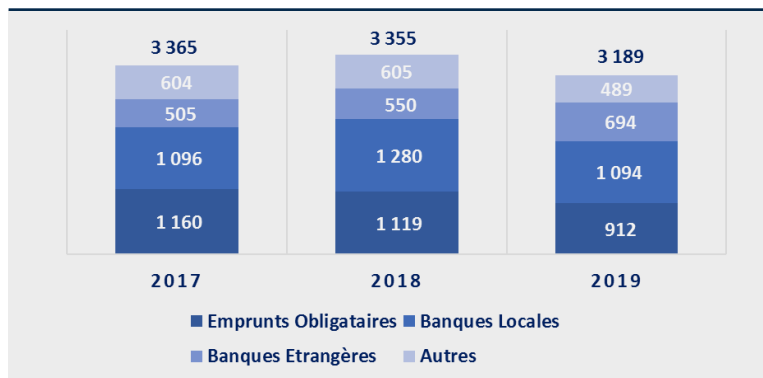
Source : Indicateurs d'activité

Presque toutes les sociétés ont été touchées par cette baisse et à des degrés différents. Ce repli est attribuable principalement à deux facteurs à savoir: (1) la hausse vertigineuse du coût de refinancement suite à l'assèchement de la liquidité sur le marché, et (2) la conjoncture économique et le tassement de l'investissement et par conséquent la baisse de la demande.

1. La baisse de l'activité en relation avec la hausse considérable 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 et la hausse par conséquent des taux de refinancement ont modifié relativement cette répartition classique du schéma.

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



Source : Etats financiers

La modification était plus significative pour le **marché obligataire** dont la contribution dans le refinancement des sociétés de leasing est passée de 34,5% en 2017 à 31,5% en 2018 et à moins de 30% en 2019. Les sociétés de leasing ont limité leurs recours au marché obligataire suite à la hausse vertigineuse des taux d'émissions. En 2019, seulement trois sociétés de leasing sont sorties sur le marché obligataire à savoir Attijari Leasing, Tunisie Leasing et Factoring et ATL. Les deux tableaux ci-dessous illustrent la chute importante des émissions des emprunts dont principalement celles des sociétés de leasing.

Evolution des émissions des titres de créances (en Mdt)

en Mdt	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Sociétés Admises à la cote	390,2	581,3	789,0	778,4	648,0	460,0
Variation	22,9%	49,0%	35,7%	-1,3%	-16,8%	-29,0%
Nombre d'opérations	13	16	18	20	15	11
Capitaux levés	ND	ND	645,3	767,0	409,0	109,0
Capitaux levés par le leasing	ND	ND	276,4	236	184,4	78,5
Variation				-14,6%	-21,8%	-57,4%

Source : CMF et Mac sa

Les trois émissions des sociétés de leasing en 2019

	Date	Montant sollicité	Montant Collecté	Durée	Taux catégorie A	Taux catégorie B
TLF	Avril 2019	Entre 20 et 30 Mdt	25 Mdt	5 ans Catégorie A 7 ans avec 2 ans de grâce Catégorie B	11,4% et/ou TMM +2,7%	11,7% et/ou TMM+3%
ATL	Août 2019	Entre 15 et 20 Mdt	20 Mdt	5 ans	Catégorie A et B	11.6% TMM+2,5%
Attijari Leasing	Mars 2019	Entre 20 et 30 Mdt	20 Mdt	5 ans	Catégorie A et B	11% TMM+2,75%

Les emprunts bancaires auprès des banques locales, deuxième source de refinancement pour les sociétés de leasing, ont vu leur contribution baisser en 2019 pour passer à 34,3% contre 36% en 2018 et 32,6% en 2017.

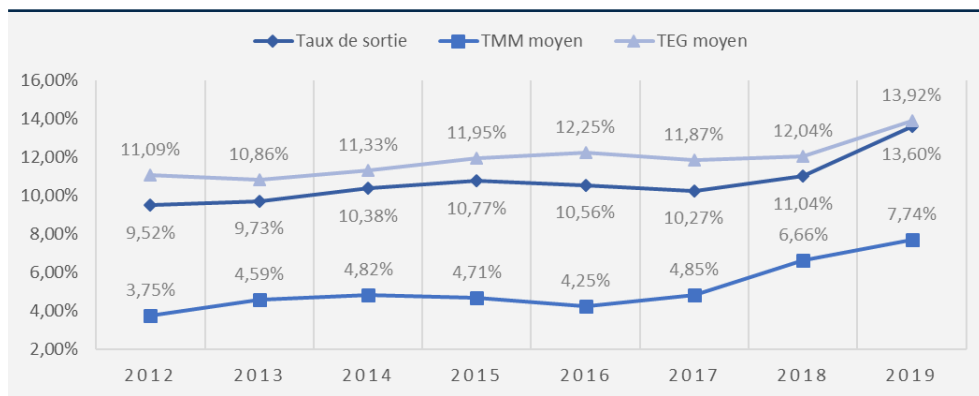
Dans la pratique, le refinancement des sociétés de leasing auprès des banques dépend de plusieurs facteurs dont la relation capitaliste puisque certaines sociétés sont affiliées à des banques, la solidité financière de la société et le relationnel. Rappelons que contrairement aux banques, les leasers sont privés d'un refinancement direct auprès de la banque centrale.

Pour le refinancement auprès banques étrangères, l'accès n'est pas donné pour 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 ces dernières années une hausse considérable faisant subir aux sociétés de leasing un rétrécissement du spread de crédit, un rétrécissement qui a été plus accentué en 2019 malgré la révision à la hausse par la Banque Centrale du taux excessif global. La marge de manœuvre sur le taux de sortie reste relativement limitée en raison de la rude concurrence.

Evolution annuelle des taux moyen de sortie et du Taux effectif Global du secteur



Source : Mac sa

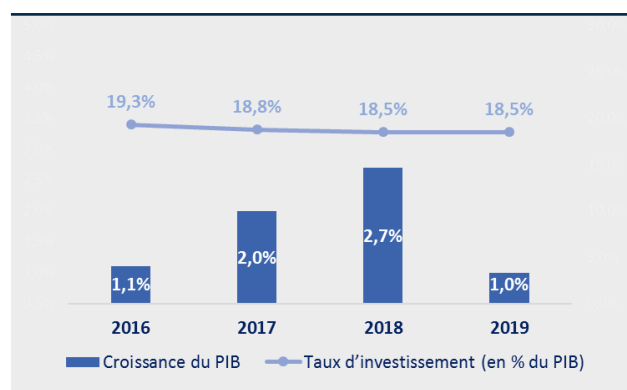
2. La baisse de l'activité en relation avec la conjoncture économique

La croissance économique n'était pas au rendez-vous en 2018 et encore moins en 2019. Les moteurs classiques de croissance à savoir, l'investissement, la consommation et l'export ont tourné au ralenti. L'évolution du PIB a été de 2.7% en 2018 et seulement 1% en 2019 malgré une saison touristique réussie et une bonne récolte de l'huile d'olives et de dattes.

En outre, la dépréciation du dinar face à l'Euro et au dollar s'est répercutée sur le coût du matériel de transport qui représente entre 65% et 70% de la production du secteur de leasing. Selon l'Agence Technique des Transports Terrestres, les ventes des véhicules légers ont été en repli de 4% en 2019. Pour le segment des véhicules industriels (PTAC > 16 tonnes), la baisse a nettement plus accentuée à savoir 32.4% puisque le nombre des véhicules immatriculés est passé de 1 015 unités en 2018 à 686 unités en 2019.

La dépréciation du dinar a aussi impacté les investissements des industriels suite à la hausse du coût d'importation des équipements dans un marché en berne. Le bon comportement du secteur touristique courant 2018 et 2019, est venu limiter en partie la baisse de l'activité du secteur du leasing.

Croissance économique et taux d'investissement en Tunisie

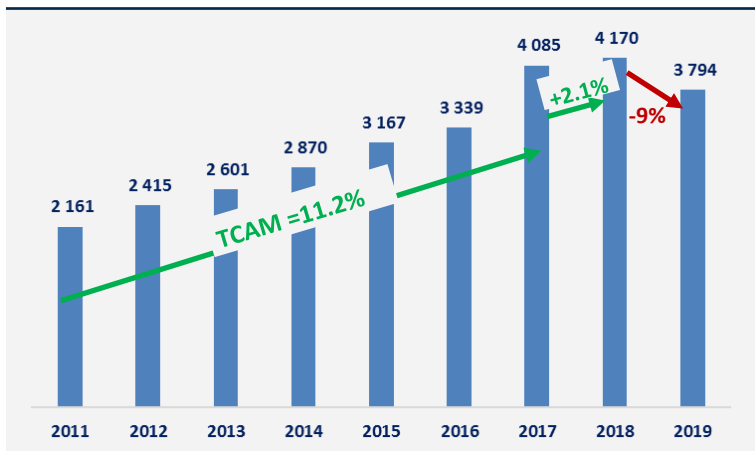


Source : Rapports économiques

2019, un exercice difficile à tous les niveaux

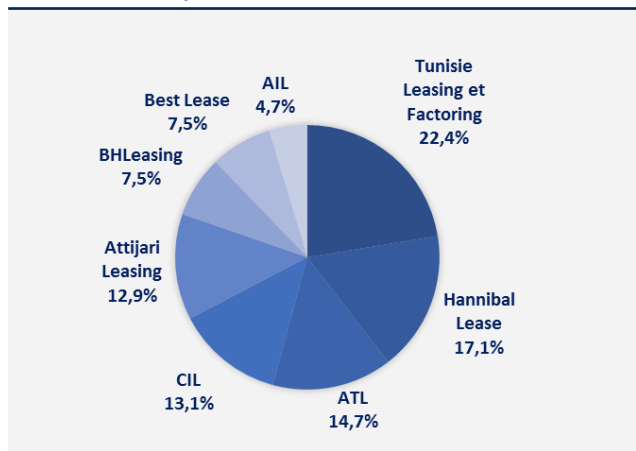
Depuis 2011, c'est la première année où les encours du secteur connaissent un repli de 9% même si le ton a été donné depuis 2018 où la croissance n'a été que de 2,1% contre un TCAM 2011-2017 de 11,2%. Eu égard à sa séniorité, Tunisie Leasing reste la société la plus engagée du secteur avec une part de 22,4%, suivie par Hannibal Lease et ATL avec des parts respectives de 17,1 % et 14,7 %.

Evolution annuelle des encours du secteur en Mdt



Source : Indicateurs d'activité

Parts de marché par société



Source : Etats financiers

Un produit net de leasing tiré par le coût des ressources

La baisse de l'activité et la hausse des coûts des ressources (alors que les taux de sortie restent plafonnés par la BCT) ont bien pesé sur le produit net du secteur qui a baissé de 5% en 2019 (hors AIL) contre -3,5% en 2018 et +18,4% en 2017.

Une productivité réduite

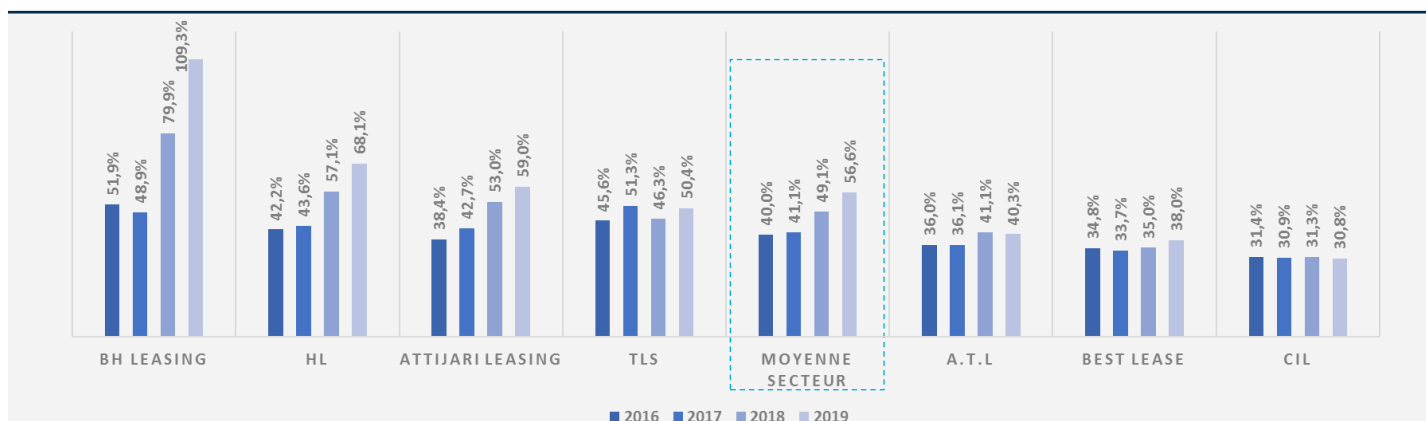
Malgré les efforts de maîtrise des charges d'exploitation, la productivité du secteur a encore été mise à l'épreuve avec un coefficient d'exploitation qui s'est détérioré pour augmenter à 56,6% en 2019 contre 49,1% en 2018 alors qu'il était contenu aux alentours de 40% en 2016 et 2017.

Evolution annuelle du produit net de leasing

En MDT	2016	2017	2018	2019	Var 18-19
TLF	35,9	46,2	52,2	48,2	-7,5%
A.T.L	24,3	28,0	27,1	28,2	4%
CIL	22,2	25,7	27,4	28,7	4,8%
Hannibal Lease	22,0	25,7	21,2	17,5	-17,3%
Attijari leasing	20,0	21,2	18,6	17,7	-4,8%
Best Lease	12,6	15,8	14,8	14,6	-1,7%
BH Leasing	11,9	13,7	9,0	6,7	-24,7%
Secteur coté	148,9	176,3	170,2	161,6	-5,0%

Source : Etats financiers

Productivité du secteur de leasing (secteur coté)

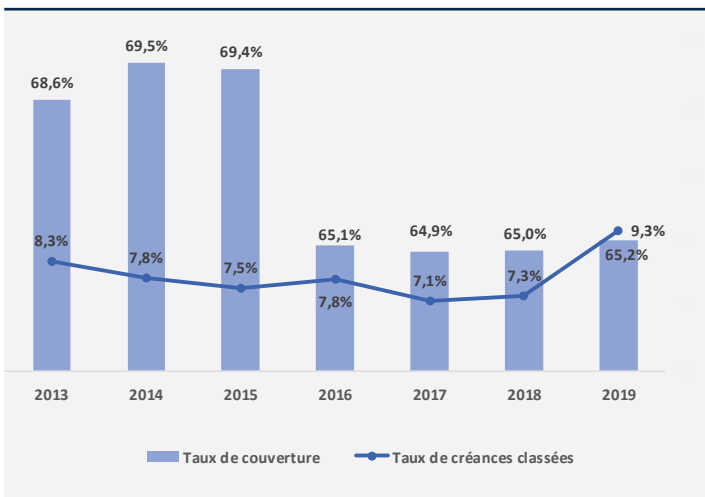


Source : Mac sa

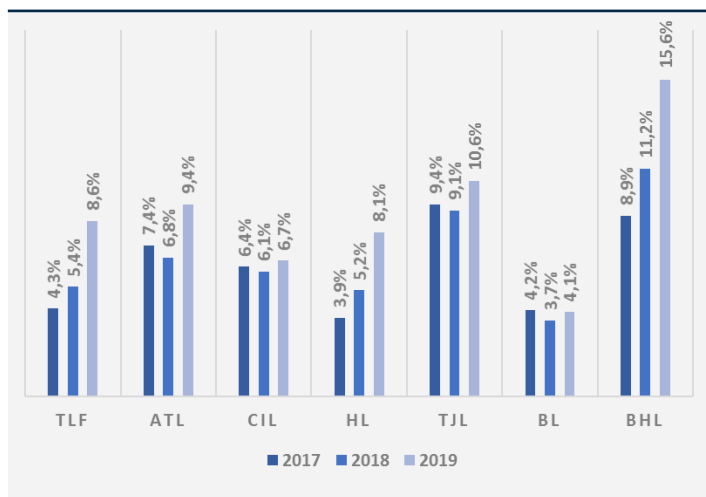
Une détérioration de la qualité des actifs

Inévitablement, et dans le contexte économique et monétaire actuel, la maîtrise du coût du risque et la préservation d'une bonne qualité d'actifs reste la grande bataille à mener par les sociétés de leasing et le recouvrement reste un axe central. Après les années fastes durant lesquels le taux des créances classées du secteur de leasing a été réduit de 9,1% en 2011 à 7,5% en 2015, il s'est relativement stabilisé durant la période 2016-2018, mais en 2019 ce taux est revenu à un niveau très élevé soit 9,3%.

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



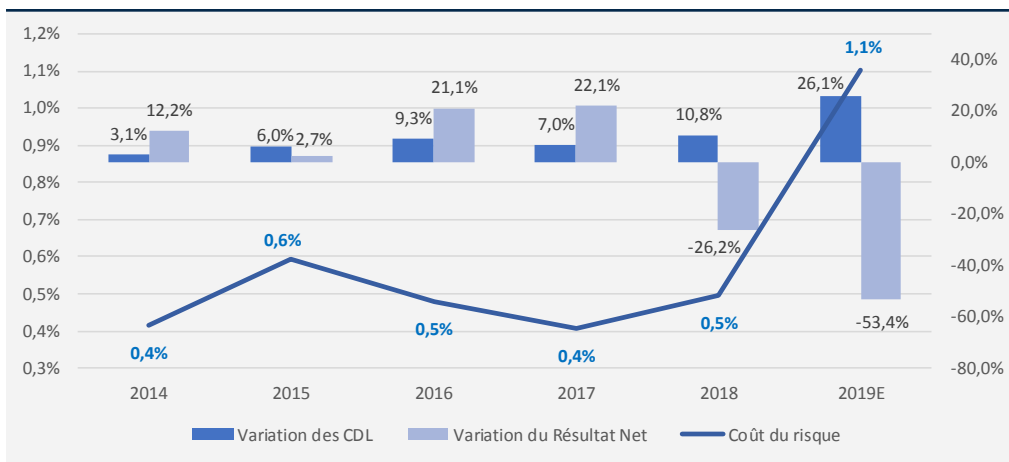
Evolution du taux des créances classées 2017-2019 (sociétés cotées)



En 2019, la qualité des créances du secteur a été altérée suite à l’augmentation considérable de 26,1% des créances classées par rapport à 2018, soit près de 73,3 Mdt et la baisse des engagements courants de près de 8,6%, soit 343,5 Mdt. Hormis Best Lease et CIL, toutes les autres sociétés ont connu une forte dégradation de leur qualité d’actifs. Cela dit, la politique de couverture des sociétés de leasing de la place s’est légèrement renforcée avec un taux de couverture de 65,2% en 2019.

La hausse des créances accrochées a inéluctablement impacté le coût net du risque qui a doublé (passant de 0,5% en 2018 à 1,1% en 2019) afin de couvrir les risques additionnels de l’exercice ce qui a lourdement pesé sur la rentabilité du secteur (une baisse de 53,4% de la capacité bénéficiaire).

Evolution du coût net du risque (secteur coté)



Source : Etats financiers

A l’exception de la CIL, toutes les sociétés cotées ont subi une hausse du coût net du risque. En haut du tableau, ATL a vu son coût du risque exploser de 317,1% contre une augmentation de 155,4% pour Tunisie Leasing et factoring, +108,7% pour Attijari Leasing et +85,9% pour Hannibal Lease. Les résultats nets desdites sociétés ont accusé des baisses respectives de 81,6%, 53,4%, 38,2% et 98,5%. Best Lease a maintenu son résultat quasiment stable alors que BH Leasing a creusé ses pertes terminant l’année 2019 avec un déficit de 8,5 MDT. D’autre part, la palme d’or est revenue, en 2019, à la CIL seule société du secteur qui a réussi à faire baisser son coût du risque (-51,1%) et à afficher une hausse du résultat net (+8,6%).

En MDT	Coût net du risque			En % des engagements			Résultat Net		
	2019	2018	Var	2019	2018	Var	2019	2018	Var
TLS	13,7	5,4	155,4%	1,5%	0,6%	▲	4,9	10,5	-53,4%
ATL	12,2	2,9	317,1%	2%	0,4%	▲	1,7	9	-81,6%
CIL	1,6	3,2	-51,1%	0,3%	0,6%	▼	13,2	12,2	8,6%
HL	4,5	2,4	85,9%	0,6%	0,3%	▲	0,1	4,5	-98,5%
Attijari Leasing	3,2	1,5	108,7%	0,6%	0,3%	▲	3,5	5,6	-38,2%
Best Lease	1,2	0,9	32,1%	0,4%	0,3%	▲	6,1	6,3	-4,5%
BH Lease	7,7	4,7	63,5%	2,3%	1,2%	▲	-8,5	-3,3	-154%
Secteur coté	44,1	21,0	109,6%	1,1%	0,5%	▲	20,9	44,8	-53,4%

Comportement boursier et opinion

En 2019, et compte tenu de tout ce qui a précédé, les valeurs de leasing ont été boudées en bourse. 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 (P/BV), qui reste le ratio de valorisation le plus pertinent pour les sociétés financières en général, le secteur semble bien sous valorisé.

Société	Capi en MDT	Performance 2019	YTD 2020*	P/E 2019	P/BV 2019	ROE 2019	Capi/PNL
Tunisie Leasing	97,2	-36,0%	7,1%	19,9	0,6	3%	2,0
A.T.L	51,7	-29,0%	-6,5%	31,0	0,5	2%	1,8
CIL	74,7	4,0%	-0,1%	5,7	0,8	17%	2,6
Hannibal Lease	48,1	-36,3%	31,9%	NS	0,7	0,1%	2,7
Attijari leasing	25,9	-17,4%	-24,7%	7,5	0,5	7%	1,5
Best Lease	52,2	7,0%	-5,4%	8,6	0,6	8%	3,6
BH Leasing	10,4	-45,5%	-15,4%	N	0,3	N	1,5
Secteur coté				17,2	0,6	3,7%	2,0

Données boursières arrêtées en date du 17 Avril 2020

Quel avenir pour le secteur du leasing?

Alors que l'économie tunisienne connaît un ralentissement manifeste, la propagation de la pandémie COVID 19 dans notre pays est venue rajouter une couche et mettre l'appareil de production à l'arrêt avec le confinement total de plus de 10 millions d'habitants. Le secteur de leasing, serait à l'instar de la majorité des secteurs face à un risque opérationnel majeur qui vient s'ajouter aux risques d'avant cette pandémie. On ne parle plus maintenant du problème de la hausse du coût de refinancement, de la révision de la méthode du calcul du « Taux Excessif Global » et de la recherche d'autres relais de croissance mais plutôt comment traverser cette période difficile sans pour autant que les équilibres financiers ne s'effondrent.

La dernière décision de la Banque Centrale de Tunisie relative au report de paiement des échéances des professionnels et des entreprises de six mois (de Mars à fin Septembre 2020) est venue intensifier davantage les tensions sur les liquidités des leaseurs. Selon les professionnels, les répercussions de cette décision seraient plus perceptibles sur les sociétés de leasing qui restent privées du droit de se refinancer auprès de la Banque Centrale contrairement aux banques. La BCT devrait réagir sous peu pour permettre aux leaseurs de gérer cette nouvelle donne et d'honorer leurs engagements envers les fournisseurs, les clients et toutes les autres parties. Au moment de la finalisation de notre étude, nous avons appris de sources concordantes que 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.

Au-delà de cette crise sanitaire, la reprise du secteur dépendra du rythme de relance de l'économie nationale et internationale mais aussi de la mise en application des revendications des opérateurs du secteur (le mode de calcul du TEG, le leasing opérationnel) pour que le secteur puisse résister et continuer à jouer son rôle dans le financement de l'économie et notamment les PME.

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