

Février 2016



BH INVEST
Intermédiaire en Bourse

Le Secteur du



Assurances SALIM-Lotissement AFH/BC5 Bloc A 3^{ème} étage Centre Urbain Nord – 1003 Tunis

Tél: 31 389 800 Fax: 71 948 512

www.bhinvest.com.tn

bhinvest@bhinvest.com.tn

NB :

Cette étude concerne seulement les sociétés cotées en Bourse et basée sur les indicateurs d'activités du 4^{ème} trimestre 2015 (chiffres non encore audités).

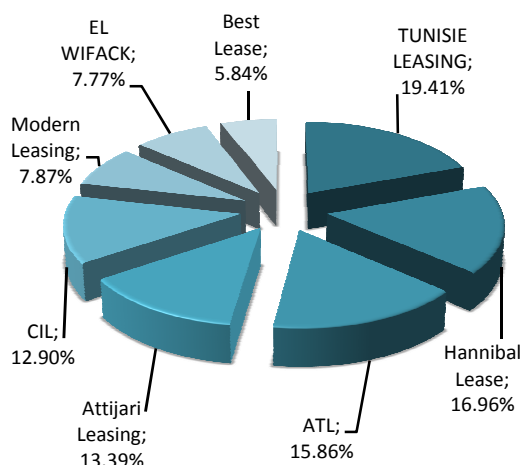
El WIFACK LEASING est considérée comme une compagnie de leasing durant l'exercice 2015 vu que sa conversion en banque universelle s'est concrétisée à la fin de l'année (l'augmentation de capital est annoncée clôturée fin novembre 2015). Notons que les changements et les procédures de la conversion ont altéré la capacité productive de la société. Ceci nous incite à relativiser l'analyse de ses performances.

La production

Les mises en force du secteur ont atteint 1 611,097 MD soit une progression de 7,06% par rapport à 2014.

Avec 19,41% des mises en forces réalisées, Tunisie Leasing accapare en 2015 la part de marché la plus élevée suivie par Hannibal Lease qui a réalisé 16,96% de la production du secteur.

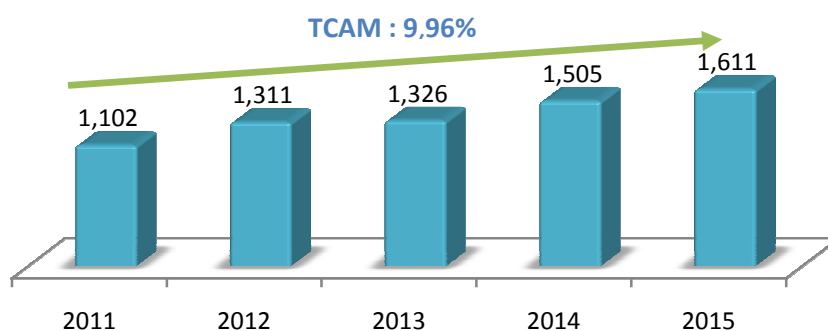
Seules trois compagnies ont amélioré leurs parts de marché respectives à savoir HL, ATL et ML, la baisse la plus significative ayant été enregistrée chez El Wifack.



Mise en force (mD)	2014	2015	Evolution%	part 2014	part 2015	
TUNISIE LEASING	295 026	312 669	5,98%	19,61%	19,41%	▼
Hannibal Lease	234 143	273 266	16,71%	15,56%	16,96%	▲
ATL	220 649	255 557	15,82%	14,66%	15,86%	▲
Attijari Leasing	215 200	215 750	0,26%	14,30%	13,39%	▼
CIL	199 767	207 765	4,00%	13,27%	12,90%	▼
Modern Leasing	108 125	126 865	17,33%	7,19%	7,87%	▲
EL WIFACK	139 061	125 209	-9,96%	9,24%	7,77%	▼
Best Lease	92 872	94 016	1,23%	6,17%	5,84%	▼
Total	1 504 843	1 611 097	7,06%	100,00%	100,00%	

Toutes les sociétés de leasing ont amélioré leur production à l'exception d'EL WIFACK qui a enregistré une baisse de sa production de 9,96%.

Mises en force du secteur (MD)

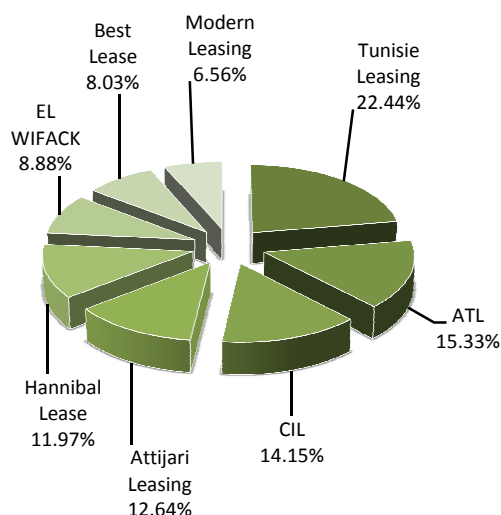


Le produit net de leasing

Les produits nets de leasing ont atteint 135 MD soit une progression de 10,16% par rapport à 2014.

Avec 30 MD de PNL (soit 22% des réalisations du secteur), Tunisie Leasing demeure le leader.

Quatre sociétés ont augmenté significativement leur PNL à savoir Hannibal Lease, Modern Leasing, Best Lease et l'ATL.



	2014	2015	évolution %	
TUNISIE LEASING	29,013	30,492	5.10%	▼
ATL	18,095	20,836	15.15%	▲
CIL	17,809	19,236	8.01%	▼
Attijari Leasing	16,529	17,184	3.96%	▼
Hannibal Lease	13,220	16,266	23.04%	▲
EL WIFACK	11,910	12,070	1.34%	▼
Best Lease	9,325	10,911	17.01%	▲
Modern Leasing	7,480	8,916	19.20%	▲
Total	123,381	135,911	10.16%	

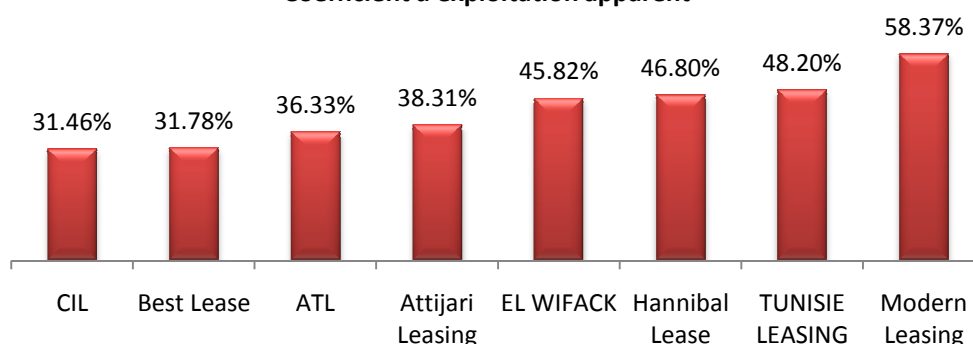
La productivité

Les charges d'exploitation ont connu une augmentation de 4,6% en 2015 par rapport à 2014. Néanmoins, cette augmentation est nettement inférieure à celle du produit net de leasing du secteur qui a évolué de +10,16% en 2015 par rapport à 2014.

De ce fait, le coefficient d'exploitation apparent du secteur coté a connu une amélioration passant de 45,31% en 2014 à 42,12% en 2015.

Ceci conduit à une amélioration de la productivité de l'ensemble du secteur coté. Toutefois, Tunisie leasing et EL WIFACK ont vu leur coefficient d'exploitation augmenter.

Coefficient d'exploitation apparent



La CIL demeure la référence du secteur avec le coefficient d'exploitation le plus faible.

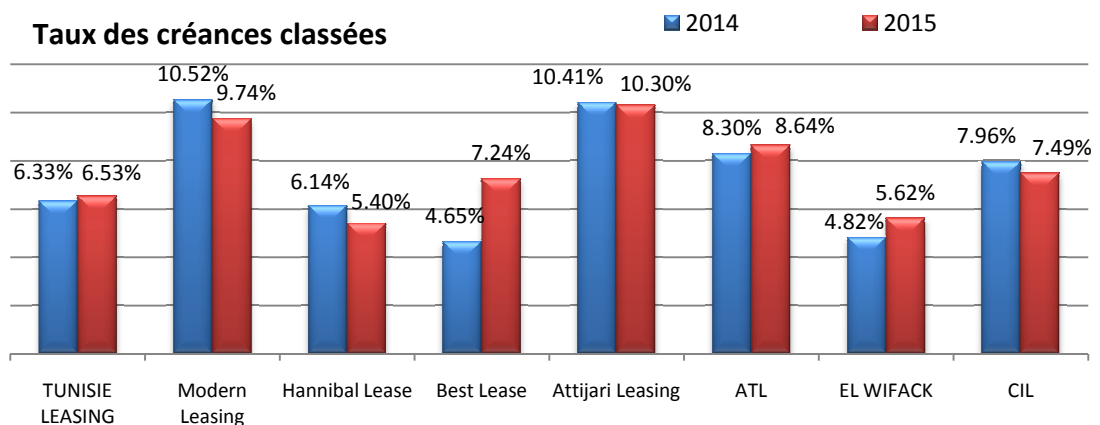
Restant la dernière dans le classement, Modern Leasing a tout de même enregistré une amélioration de son coefficient d'exploitation qui passe de 63% en 2014 à 58% en 2015.

La qualité de portefeuille

En 2015, les créances classées du secteur coté ont augmenté de 11%, passant de 216 MD en 2014 à 240 MD en 2015.

Les engagements totaux des sociétés de leasing cotées ayant augmenté à un rythme inférieur, (+10%), le taux des créances classées du secteur s'est aggravé passant de 7,39% en 2014 à 7,62% en 2015.

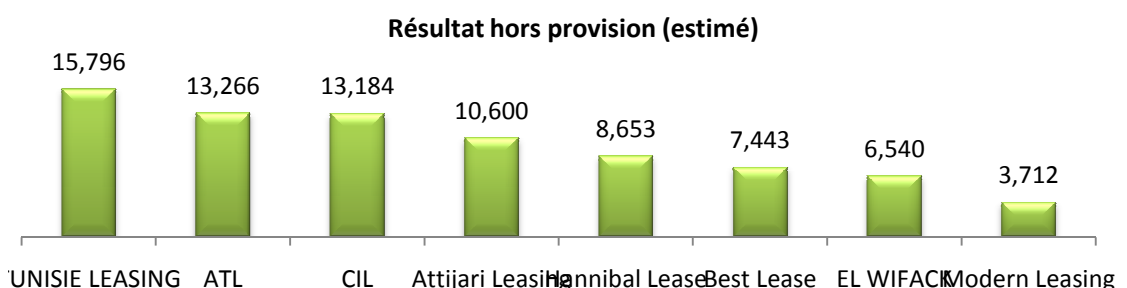
Les plus fortes détériorations sont enregistrées par Best Lease et El Wifack ; les compagnies qui ont enregistré les plus fortes baisses étant Modern Leasing, Hannibal Lease et la CIL.



La rentabilité

On estime que le résultat hors provision du secteur coté en 2015 se situera autour de 79 MD soit une évolution de +14,5% par rapport à 2014.

Hannibal Lease et Modern Leasing accaparent des évolutions les plus élevées soit respectivement +44% et +36% par rapport à 2014.



Côté refinancement, le secteur du leasing a subi en 2015, un renchérissement de son coût de ressources apparent de 36 points de base.

Les deux plus forts renchérissements ont concerné EL WIFACK et Tunisie Leasing avec des augmentations respectives de 48 et 41 points de base. A contrario, Modern Leasing a marqué le plus faible renchérissement avec 18 points de base.

De son côté, le taux de sortie apparent du secteur s'est amélioré de 23 points de base. Cette amélioration a concerné toutes les sociétés exception faite pour El Wifack dont le taux a baissé par rapport à 2014. Le plus fort renchérissement a été de l'ordre de 63 points de base pour Best Lease alors que le plus faible a été de 18 points de base pour Attijari Leasing.

Compte tenu de ce qui précède, il en résulte un spread apparent du secteur en baisse de 13 points de base.

La meilleure évolution du spread étant réalisée par Best Lease qui a amélioré sa marge de 36 points de base. Hannibal Lease, ATL, Modern Leasing et Tunisie Leasing se situant plutôt parmi celles qui ont maintenu leurs marges. Les sociétés qui ont connu une régression de leurs spreads sont : Attijari Leasing, CIL et EL WIFACK. Cette dernière voit sa marge diminuer avec 136 points de base.

Réalisation vs Business Plan*

Concernant les mises en forces, les réalisations du secteur ont été légèrement (96%) en deçà de leurs prévisions.

Trois compagnies de la place ont surperformé leurs prévisions : Hannibal Lease (113%), Modern Leasing (108%) et ATL(102%).

En ce qui concerne les compagnies qui n'ont pas atteint leurs objectifs, Best Lease a enregistré le plus fort écart (une production représentant 65% des objectifs).

(en MD)	2015 réalisé	2015 prévus	écart
Mise en Force	1 485	1 549	-4.10%
Total Engagements	2 909	2 984	-2.52%
Engagement classés	219	222	-1.45%
taux des créances classées	7,91%	7,56%	-0.34%
PNL	123	134	-7.71%

* NB :

Les réalisations et les prévisions du secteur sont établis compte non tenu de la société Wifack Leasing.

Les prévisions de la société Best Lease sont extraites de son prospectus d'introduction en bourse en 2013.

Le PNL réalisé du secteur est également en dessous des estimations avec un écart de -7,7%. L'ATL (109%) et Hannibal Lease (105%) ont surperformé leur BP ; en revanche Best Lease (50,5%), Modern Leasing (88,6%) et Attijari Leasing (93,2%) n'ont pas atteint leurs objectifs.

Synthèse et Recommandations

Le secteur s'est caractérisé par une évolution positive des indicateurs en 2015 par rapport à 2014. Toutefois, ces performances demeurent en dessous des prévisions établies par les sociétés..

Avec un PER 2015 de 11,3 en dessous du PER marché, ce secteur demeure sous évalué et présente des opportunités d'investissement intéressantes. S'ajoutant à ceci, ce secteur présente des rendements en dividende au dessus de 4,5%.

Sociétés	PER 2015	Rend. Div. 2015 _e	Performance 2016*
Tunisie Leasing	12,2	5,88%	2,97%
Modern Leasing	19,9	6,11%	-9,11%
Hannibal Lease	13,1	4,82%	-1,19%
Best Lease	13,1	5,62%	-6,32%
Attijari Leasing	6,6	6,32%	-13,6%
ATL	12,4	6,6%	6,69%
CIL	9,1	4,87%	3,7%

e : Estimé

* : Cours du 09/02/2016

Nous jugeons que la valorisation de l'ensemble des sociétés est à un niveau bas par rapport à l'ensemble du marché et occulte les relais de croissance potentiels qui s'offrent aux sociétés sur le moyen terme.

Le rendement des titres en dividendes est par ailleurs attrayant.

Autant d'arguments qui justifient le positionnement sur les valeurs de leasing.

A l'issue de quelques indicateurs boursiers, les recommandations de BH INVEST sont présentées dans le tableau qui suit :

Sociétés	Recommandations
Tunisie Leasing	Achat
Modern Leasing	Achat
Hannibal Lease	Conserver
Best Lease	Conserver
Attijari Leasing	Achat
ATL	Achat
CIL	Conserver

BH INVEST VOTRE PARTENAIRE CAPITAL

Les informations et opinions figurant dans cette étude ont été obtenues auprès de sources fiables. BH INVEST ne saurait être tenue pour responsable de pertes ou de dommages directs ou indirects découlant de l'utilisation de cette étude ou de son contenu. BH-INVEST se dégage de toute responsabilité d'une perte suite à l'utilisation de cette étude. La responsabilité de la société ne saurait être engagée en cas d'erreur, d'omission ou d'investissement inopportun.

Les informations et opinions figurant dans cette étude reposent sur des jugements émis à la date de publication de l'étude et peuvent être modifiées sans préavis.

Les informations s'adressent à des investisseurs disposant des connaissances nécessaires pour les comprendre et les apprécier.