



MAC SA - Intermédiaire en Bourse

Green Center Bloc C, 2ème étage, 1053 Les Berges du Lac- Tunis – Tunisie

Tél.: + 216 71 964 102 / + 216 71 962 472 Fax: + 216 71 960 903

Email: macsa@macsa.com.tn

www.macsa.com.tn

Le secteur du leasing en Tunisie

Août 2010

Un secteur qui gagne du terrain sur le paysage financier tunisien

Département Recherches

Salma Zammit
Analyste Financier
Salma@macsa.com.tn

Ahmed Ibrahim Cherif
Analyste Financier
Ibrahim@macsa.com.tn

Abdelmonam Jebali
Assistant Analyste Financier
Abdelmonam.jebali@macsa.com.tn

Introduction

- *Le secteur du leasing occupe une place de taille dans le paysage financier tunisien. Sa contribution au financement de l'économie prend plus en plus d'ampleur dans le financement de l'économie*
- *En dépit de la nouvelle législation relative à la défiscalisation des charges de loyers, et contrairement à ce qui été attendu, l'activité du leasing a continué sa progression. En 2009, les mises en force ont atteint 1 011,4MDT, soit une hausse de 23,4% contre 12% en 2008 et 38% à la fin de l'année 2007.*
- *La nature du tissu économique tunisien composé d'un grand nombre de PME fait que le recours au secteur du leasing s'intensifie d'une année à l'autre. La célérité du traitement du dossier et la souplesse des procédures de financement restent les points forts du secteur. De ce fait, le recours au financement leasing est devenu le choix préféré pour un grand nombre de sociétés.*
- *La concurrence entre les différents opérateurs sur le marché pourrait être une source de soucis pour certaines sociétés. La guerre des parts de marché ne devrait pas être au détriment de la rentabilité et la pérennité de la société. Les opérateurs du secteur de leasing devraient obéir dans les années à venir à des règles déontologiques pour préserver les acquis du secteur.*
- *Le secteur de leasing recèle des potentialités de croissance considérables. Sauf événements exceptionnels, les professionnels sont unanimes quant à l'évolution favorable du secteur.*

I. Le secteur du leasing en Tunisie

- Le secteur du leasing compte actuellement dix sociétés dont neuf sont filiales de banques et cinq sont cotées sur la bourse de Tunis.

Tab 1 : Présentation des sociétés de leasing

Société	Raison sociale	Capital social (DT)	Part de marché 2009	Principaux actionnaires
TLS	Tunisie Leasing	35 000 000	21,7%	Groupe Amen
TJL	Attijari Leasing	21 250 000	10,1%	Attijari Bank
CIL	Compagnie Internationale de Leasing	20 000 000	14,8%	PDG de la société
ATL	Arab Tunisian Leasing	17 000 000	16,5%	ATB
WIFACK	El Wifack Leasing	15 000 000	6,5%	Invest Sicaf-STB
UBCI Leasing	UBCI Leasing	10 000 000	6,0%	UBCI
Modern Leasing	Modern Leasing	15 000 000	4,8%	Banque d'Habitat
AIL	Arab International Lease	10 000 000	5,4%	Banque Tuniso-Koweitienne
Best Lease	Best Lease	10 000 000	3,4%	Best Bank
HL	Hannibal Lease	20 000 000	11,0%	Groupe Djilani

Source : MAC SA

- Le taux de pénétration du secteur ne cesse d'augmenter grâce à un recours croissant des PME au produit leasing. La célérité du traitement du dossier et la souplesse des procédures de financement sont considérés les facteurs attractifs du financement par le leasing.
- Tunisie Leasing, Compagnie Internationale de leasing et Arab Tunisian de leasing* accaparent 53% du marché. Les autres sociétés partagent le reste du marché avec des proportions assez différentes. La guerre des taux s'est intensifiée ces dernières années et certaines sociétés tentent de gagner des parts de marchés à tout prix.
- Toutes les sociétés de leasing se sont penchées sur la maîtrise du coût des ressources et ce afin d'assurer l'équilibre de leurs situations financières. L'émission des emprunts obligataires reste la forme préférée de refinancement.

Le secteur du leasing est en plein croissance en dépit de la promulgation en 2008 de la loi relative à la défiscalisation des charges d'amortissement des biens.

Le recours des PME au financement leasing prend de l'ampleur.

1. Evolution du secteur de leasing en Tunisie

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 tunisienne et de relayer le financement par endettement bancaire. Le leasing a connu un franc succès auprès des PME qui représentent la grande part du tissu économique tunisien. Entrée en vigueur en 2008, la loi relative à la défiscalisation des charges d'amortissements des biens n'a nullement touché l'activité qui continue à être l'une des sources de financement préférées des PME. Actuellement, le secteur du leasing est confronté à diverses menaces telles que l'étroitesse du marché tunisien, la baisse de la marge nette en raison de la rude concurrence, la liquidité serrée et la forte dépendance à l'égard de l'évolution de la situation économique.

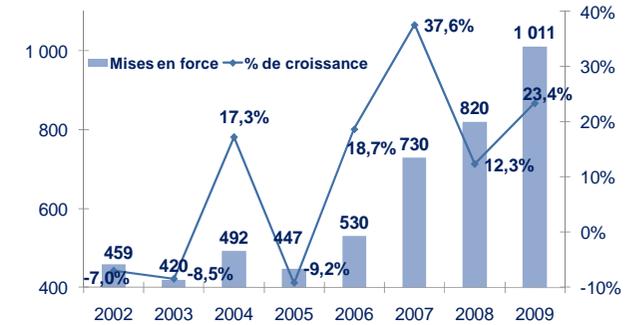
1.1. Evolution des mises en force

Le montant global des mises en force a enregistré, en 2009, une hausse de 23,4% à 1 011,4MDT contre une évolution de 12,3% en 2008 et 37,6% à la fin de l'année 2007. Rappelons que le taux de croissance exceptionnel enregistré en 2007 est dû à l'effet d'anticipation de la part des clients des retombées de la nouvelle loi relative aux sociétés de leasing (Loi de finance 2008).

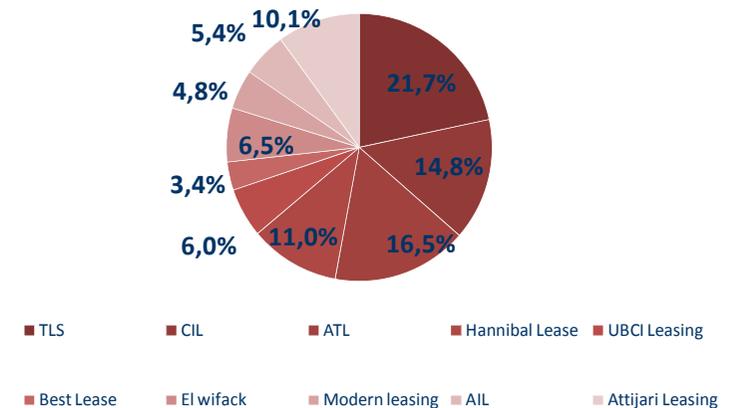
En dépit de la baisse de sa part de marché, *Tunisie Leasing* demeure le leader avec une part de 21,7% soit 219,07 MDT en progression de 5,2% par rapport à 2008. *ATL* vient en deuxième position avec une part de marché de 16,5 %, soit un total de mises en force de 166,68 MTND, en hausse de 20,9 % comparé à 2008. En troisième position figure *CIL* avec une part de marché de 14,8 % à 149,48MDT, soit une hausse de 10,4% par rapport à 2008. Ces trois sociétés *TLS*, *CIL* et *ATL* raflent presque 53% du marché. *Hannibal Lease* a continué, en 2009, sa dynamique de développement et la société est classée quatrième avec une part de marché de 11%.

Soutenu par son actionnaire majoritaire Attijari Bank, l'activité de la société *Attijari Leasing* a connu une nette reprise et ce sous le double effet de la consolidation des fonds propres et d'une politique commerciale agressive. Sa part de marché est passée en 2009 à 10,1%. En outre, *El Wifack Leasing* et *UBCI Leasing* sont classées respectivement en sixième et septième places.

Graph 1 : Evolution des mises en force (Source : Rapports de gestion 2009)



Graph 2 : Répartition des mises en force par société (Source : Rapports de gestion 2009)



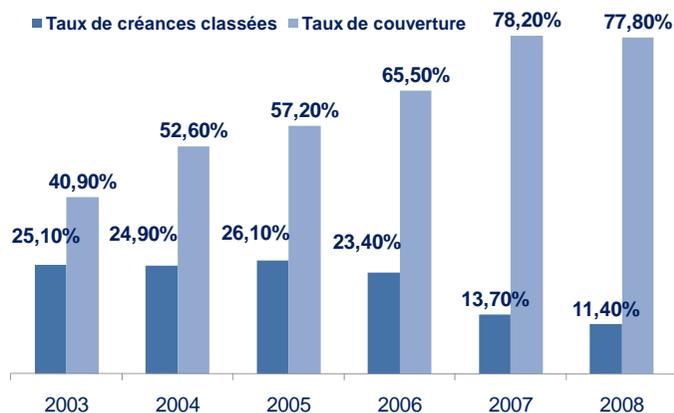
1.2. Evolution des encours

Le montant global des encours a signé, en 2009, une hausse de 21% à 1 541MDT contre 1 247,8 fin Décembre2008. *Tunisie Leasing* est la société la plus engagée avec une part de marché de 24,2%. Elle est suivie par *CIL* et *ATL* avec des parts respectives de 16 % et 16,2 %. *Hannibal Lease* vient en quatrième place avec une part de marché de 9,6%.

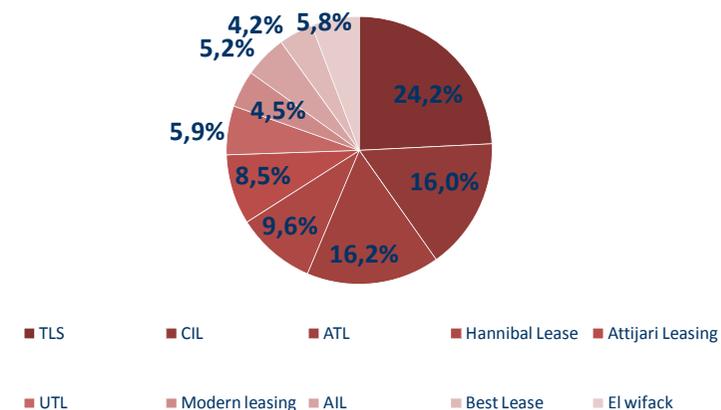
1.3. La qualité du portefeuille

Conformément aux recommandations de la Banque Centrale de Tunisie, les sociétés de leasing se sont pliées à la réglementation en se penchant ces dernières années sur l'amélioration de la qualité de leurs portefeuilles. En effet, la BCT appelle toujours à respecter les normes internationales en termes de risque soit un taux de créances classées de 15% et un taux de couverture de 70%. Reflétant les efforts consentis par les sociétés à ce sujet, le taux des créances classées s'est amélioré sensiblement en 2008 terminant au niveau des 11,4% contre 13,7% en 2007, 23,4% en 2006, 26,1% en 2005 et 24,9% en 2004.

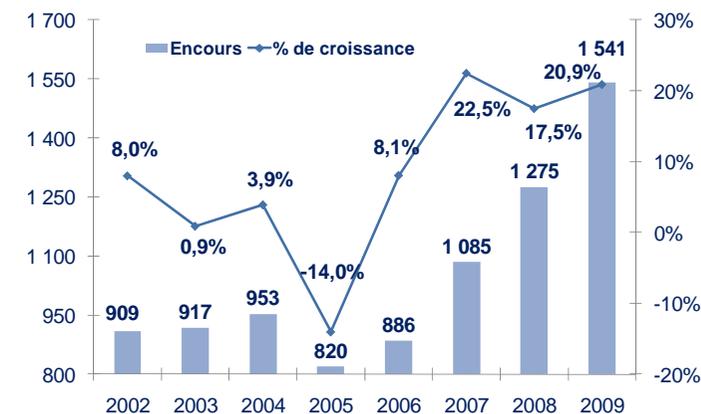
Graph 5 : Qualité de l'actif (Source rapports de gestion 2009)



Graph 3 : Répartition des encours par société (Source rapports de gestion 2009)



Graph 4 : Evolution des encours (Source rapports de gestion 2009)



2. Avantages par rapport au secteur bancaire

- o La célérité du traitement du dossier reste le point fort des sociétés de leasing. Les comités de financement se réunissent périodiquement pour approuver les différents dossiers. Les financements à petits montants peuvent se faire après 24 heures de l'approbation du dossier et ce à l'instar du financement des véhicules légers. Pour les grands montants, le traitement du dossier pourrait prendre une semaine au maximum en cas de disponibilité du produit. Dans certaines situations, les sociétés de leasing trouvent des difficultés à apporter quelques types de matériel provenant d'autres pays et les sociétés pourraient accuser ainsi des retards lors de l'opération de l'importation.
- o Les sociétés de leasing sont focalisées sur un monoproduit contrairement aux banques qui offrent plusieurs types de produits.
- o La récupération des biens est beaucoup plus facile dans le secteur du leasing que dans le bancaire et ce pour deux raisons : La première est que le dossier leasing entre en contentieux à partir du deuxième défaut de paiement contrairement au crédit bancaire où on peut avoir entre 3 mois et un an d'impayés. La deuxième raison est relative à l'appareil juridique qui a bien compris ces dernières années l'activité leasing. Le délai de récupération des biens a été bien réduit.

3. Les dernières nouveautés sur le plan juridique

La défiscalisation des charges de loyers, entrée en vigueur en 2008, a légèrement touché les mises en forces relatifs à l'acquisition des terrains. Avant cette loi, la totalité des charges était fiscalement déduite. Selon la nouvelle loi, le terrain comptabilisé comme actif dans le bilan d'une société ne peut être amortissable et seuls les intérêts sont fiscalement déduits. Selon les professionnels, cette loi n'a pas fait de distinction entre acquéreurs pour des raisons de spéculation et acquéreurs pour des raisons d'exploitation. Pour les autres biens immobiliers autres que les terrains, le législateur a lié la période d'amortissement à la durée du contrat leasing. Pour les banques, l'amortissement se fait sur une période qui va de 20 à 25 ans.

En outre, la loi de finance 2008 a annulé la possibilité de comptabiliser des grands montants comme premiers loyers. Depuis Janvier 2008, les loyers sont linéaires comme ils sont amortissables sur une période minimale de 3 ans.

La célérité du traitement du dossier reste le principal avantage par rapport au secteur bancaire.

La nouvelle loi entrée en vigueur en 2008 a légèrement touché les mises en forces liés à l'acquisition de terrains et a stipulé également un amortissement linéaire pour les charges de leasing.

II. Les perspectives d'avenir du secteur

Les perspectives d'avenir du secteur du leasing en Tunisie sont fortement corrélées à l'évolution de l'économie tunisienne dans les années à venir. Selon le plan de développement 2010-2014, le taux d'évolution moyen annuel des investissements devrait se situer à 11,2%. Cette progression devrait se répercuter positivement sur tous les secteurs entre autres le secteur du leasing.

Dissipant des craintes sur le rendement du secteur après le déclenchement de la crise financière, le secteur a été faiblement exposé, en 2009, au risque des mauvaises retombées de cette crise mondiale en raison d'un degré d'engagement faible voire même inexistant avec des contreparties opérant dans des secteurs qui ont été touchés à savoir le secteur du textile, celui des pièces de rechange automobiles et le tourisme.

L'évolution de l'activité est également liée à un facteur endogène très important en l'occurrence le taux de sortie (Taux appliqué) qui a connu ces dernières années un effritement. Certaines sociétés appliquent des taux bas surtout celles adossées à des banques. Ces dernières bénéficient de lignes spéciales de crédits pour assurer leur refinancement. Certains professionnels ont exprimé leur mécontentement face à ces pratiques et ont appelé la Banque Centrale à harmoniser le mode de refinancement. Ils proposent également de fixer un taux de sortie minimum comme était le cas pour le taux maximum fixé à 12,5% et ce afin de préserver la pérennité du secteur.

Les perspectives du secteur sont prometteuses grâce à la croissance attendue des investissements dans le pays

La rude concurrence est à l'origine de l'effritement des taux de sortie

III. Etude des valeurs cotées à la bourse de Tunis

Seulement cinq sociétés du secteur sont cotées à la Bourse de Tunis à savoir *ATL, TLS, TJL, CIL* et *El Wifack leasing*.

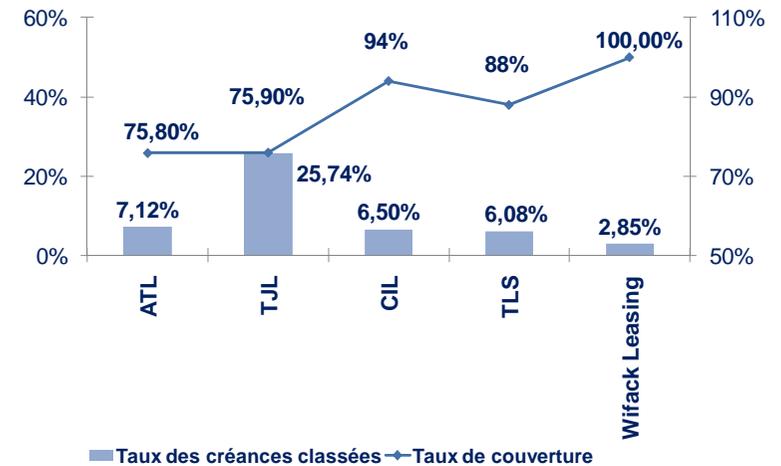
1. Qualité d'actif en amélioration continue

En dépit de l'amélioration de la situation financière de la société *TJL*, le taux de créances classées est resté à un niveau assez élevé soit 25,74%. Selon le management, le taux a été réduit grâce à la constitution des comités de suivi hebdomadaire instaurés au sein de la société afin de stopper le flux de dégradation de la qualité de l'actif.

Le taux de créances classées de *TLS* est passé en 2009 à 6,08% contre 7,2% en 2008, avec un taux de couverture de 88%. Cette amélioration reflète l'efficacité des procédures de recouvrement de ladite société.

En outre, la société *CIL* s'est démarquée par un taux de couverture des créances de 94 % et un taux de créances classées de 6,5%. WIFACK affiche un taux de créances classées de 2,85% et un taux de couverture de 100% soit le plus élevé du secteur. Cette performance pourrait être due à l'aspect jeune du portefeuille de la société en le comparant avec les portefeuilles des autres sociétés de leasing. Pour l'*ATL*, le taux de créances classées s'est amélioré en 2009 affichant ainsi un taux de 7,12% contre 8,6% en 2008. Par contre, le taux de couverture s'est légèrement rétracté en se situant à 75,8% (contre 78,3% en 2008).

Graph 6 : Qualité d'actif des sociétés cotées (Source rapports de gestion 2009)



2. Bilan condensé : Orientation vers la consolidation des fonds propres

Selon le bilan consolidé des sociétés de leasing cotées, le total des actifs s'est inscrit en hausse de 258,13MDT à 1 238,98MDT, soit une augmentation de 26,31% par rapport à l'année 2008. Cette évolution est due principalement à la progression du montant des créances sur la clientèle de leasing & factoring qui a augmenté de 201,91 MTND et qui représente 88,11% du total des actifs.

Le total des passifs a totalisé, en 2009, 1 038,36 MDT contre 828,84 MDT en 2008, soit une hausse de 25,27%. Cette progression revient principalement à l'accroissement des emprunts dont le montant s'est élevé, en 2009, à 909,48MDT et a représenté 87,5% du total des passifs.

En 2009, quatre sociétés cotées ont émis des emprunts obligataires : *Tunisie Leasing* (35 MDT), *ATL* (80 MDT), *CIL* (60 MDT) et *Attijari Leasing* (20 MDT). Le recours aux emprunts obligataires devrait se poursuivre cette année afin de disposer de ressources moins coûteuses afin de profiter de la baisse du TMM.

Egalement, la valeur des fonds propres des sociétés de leasing est passée sur la période 2008-2009 de 152 MDT à 200,62 MDT soit une évolution de 31,98%. Deux sociétés de leasing ont renforcé leurs fonds propres par des opérations d'augmentation de capital en numéraire à savoir :

- *EI Wifack Leasing* a augmenté son capital de 10 MDT à 15 MDT. Le prix d'émission était 6,5 DT soit un nominal de 5DT et 1,5DT de prime d'émission
- *TLS* a porté son capital de 29 MDT à 34 MDT. Le prix d'émission était 15 DT soit une valeur nominale de 5DT et une prime d'émission de 10 DT.

Tab 2 : Bilan consolidé des sociétés de leasing cotées (En MDT)

En MDT	2008	2009
ACTIF		
Liquidité et équivalents de liquidités	9,68	28,01
Créances sur la clientèle de Leasing&Factoring	889,80	1 091,71
Portefeuille-titres commercial	12,69	27,30
Portefeuille d'Investissement	27,51	50,77
Valeurs immobilisées	16,35	16,38
Autres actifs	16,91	19,42
Total des actifs	980,85	1 238,98
Passifs		
Concours bancaires	7,45	7,48
Dettes envers la clientèle	16,16	19,62
Emprunts et dettes rattachées	736,37	909,48
Fournisseurs et comptes rattachés	51,95	82,36
Autres passifs	16,91	19,42
Total des passifs	828,84	1 038,36
Capitaux propres		
Capital social	91,75	102,75
Réserves	44,61	65,47
Résultats reportés	-9,44	-1,37
Résultats de la période	21,70	30,09
Autres Capitaux Propres	3,38	3,68
Total des capitaux propres	152,00	200,62
Total des capitaux propres et des passifs	980,84	1 238,98

Source: Etats financiers des sociétés de leasing cotées

3. Coefficient d'exploitation : Volonté de maîtriser les charges d'exploitation

Avec l'accroissement de l'activité, les revenus de leasing ont suivi la même tendance en 2009 pour augmenter de 15,37%. Avec une évolution moins importante des charges financières (+6%), le PNL a gagné, en 2009, 22,8%. Dans une optique de compression des charges afin de compenser la baisse continue de la marge brute, les charges opératoires ont évolué de 18,3% en 2009 générant ainsi un coefficient d'exploitation de 37% soit plus bas niveau depuis 9 ans.

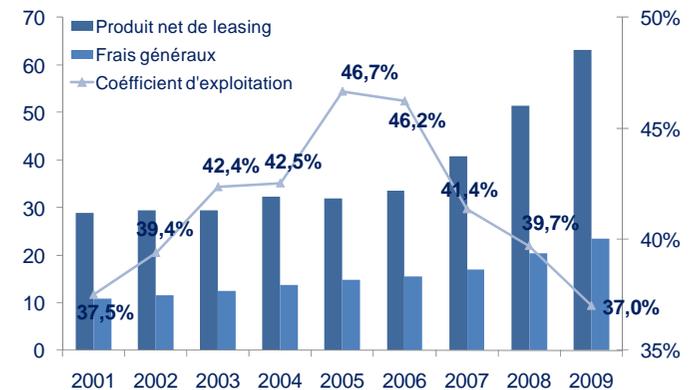
Presque toutes les sociétés sont parvenues à baisser leur coefficient d'exploitation. En tête de liste, c'est *Attijari leasing* qui a réussi à baisser sensiblement son coefficient d'exploitation passant ainsi de 83% en 2008 à 40% en 2009 suite à la nette progression de son produit net de leasing (+120,1%).

Tab 3 : Etat de résultat consolidé des sociétés de leasing cotées

En MDT	2008	2009
Revenus de leasing	94,3	108,8
Charges financières nettes	47,2	50,0
Produits des placements	3,2	2,8
Produits net de leasing	51,4	63,1
Charges de personnel	-10,3	-12,6
Autres charges d'exploitation	-7,7	-8,7
Dotations nettes aux provisions sur risques clients et résultat des créances radiées	-4,5	2,8
Dotations nettes pour dépréciations de titres	0,1	-0,8
Dotations aux amortissements des immobilisations propres et provisions pour risques divers	-2,5	-2,1
Résultat net de la période	21,7	30,1

Source: Etats financiers des sociétés de leasing cotées

Graph 6 : Evolution du coefficient d'exploitation (Source rapports de gestion 2009)



4. Etude de la rentabilité : Tendance haussière pour les résultats

Pour les sociétés cotées, le total des résultats nets a signé au cours de la période 2008-2009 une hausse de 38,7% passant 21,7 MDT à 30,09 MDT. Cette performance est expliquée par l'effet conjugué de l'accroissement de l'activité et de la baisse des provisions nettes. En effet, les dotations nettes aux provisions sur risques clients et créances radiées ont passé de 4,5MDT à -2,8MDT et ce grâce à des reprises importantes sur provisions enregistrées par Attijari leasing et dont le montant était de 6,5MDT.

Attijari Leasing, *EI Wifack* et *CIL* ont affiché les hausses les plus importantes en termes de résultat net avec respectivement +71,3%, +71,7% et +69%.

Quoiqu'en évolution de seulement 20%, le résultat net de *TLS* reste le plus élevé du secteur soit 10,5MDT bénéficiant ainsi de sa position de leader du marché.

Tab 4 : Evolution des résultats nets des sociétés

MDT	2006	2007	2008	2009
TLS	4,00	5,43	8,79	10,54
<i>% croissance</i>	<i>21,6%</i>	<i>35,8%</i>	<i>61,8%</i>	<i>19,9%</i>
Attijari Leasing	-11,60	1,59	1,86	3,18
<i>% croissance</i>	<i>-145,4%</i>	<i>113,7%</i>	<i>17,3%</i>	<i>71,3%</i>
CIL	2,80	3,47	4,27	7,34
<i>% croissance</i>	<i>13,5%</i>	<i>23,8%</i>	<i>23,2%</i>	<i>71,7%</i>
ATL	2,29	3,35	5,33	6,57
<i>% croissance</i>	<i>74,6%</i>	<i>46,6%</i>	<i>58,8%</i>	<i>23,4%</i>
WIFACK	0,93	1,08	1,45	2,46
<i>% croissance</i>	<i>33,7%</i>	<i>16,1%</i>	<i>34,9%</i>	<i>69,0%</i>
Total du groupe	-1,58	14,92	21,70	30,09
<i>% croissance</i>	<i>-151,9%</i>	<i>1046,1%</i>	<i>45,5%</i>	<i>38,7%</i>

Source : Etats financiers des sociétés de leasing, MAC SA

5. Rentabilité des capitaux propres : Une rentabilité qui dépend de l'équation résultat-capital

La rentabilité des capitaux propres est passée sur la période 2008-2009 de 16,7% à 17,6%. A l'exception de Tunisie Leasing, toutes les sociétés de leasing ont signé une amélioration de leur rentabilité financière dont principalement *CIL* et *TJL*. Leurs ROE ont gagné respectivement 8 et 10 points terminant à 28,2% et 27,3%. Cette belle hausse est imputée à l'amélioration considérable de leurs résultats nets.

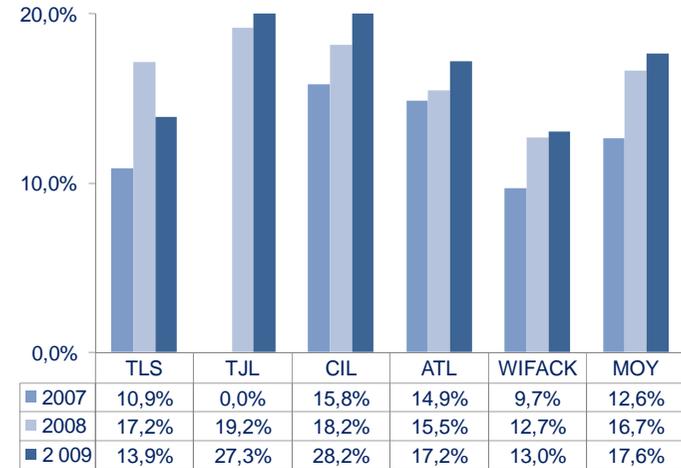
Le taux de la rentabilité financière de la société *TLS* s'est rétréci de 3,3 points et ce sous l'effet de l'opération d'augmentation de capital réalisée en 2009.

Rentabilité de l'actif : Un ROA fortement corrélé à l'évolution des créances sur la clientèle

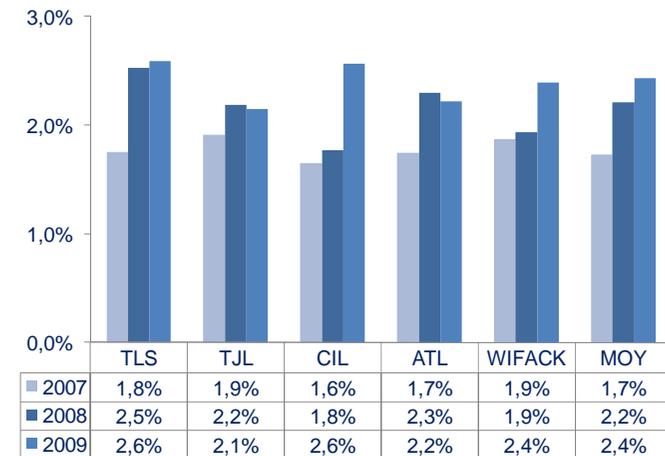
Pareillement, la rentabilité des actifs a affiché une progression de 0,2 points de pourcentage entre 2008 et 2009 suite à la progression plus accélérée de la capacité bénéficiaire des sociétés de leasing par rapport à leur total bilan.

Individuellement, *CIL* enregistre la meilleure amélioration au niveau de la rentabilité de ses actifs (suite à la progression sensible de son résultat net de 0,8 points de pourcentage), rejoignant ainsi le leader du marché *TLS*. Par contre, la rentabilité des actifs de *TJL* a reculé de 0,1 points de pourcentage suite à la nette progression de son total bilan de 74%. Cette évolution provient essentiellement de l'augmentation du poste créances sur clientèle plus particulièrement crédits.

Graph 7 : Rentabilité des capitaux propres (Source rapports de gestion 2009)



Graph 8 : Rentabilité de l'actif (Source rapports de gestion 2009)



7. Indicateurs d'activité au 30 Juin 2010

Toutes les sociétés de leasing cotées ont signé une amélioration de leurs indicateurs d'activité. La reprise de l'activité de la société Attijari leasing a été assez remarquable. Les mises en force ont signé une hausse considérable de 138,9% tandis que le produit net de leasing a pris 121,03%. La société Attijari Leasing profite amplement du soutien de la banque Attijari Bank son principal actionnaire et ce via son réseau de distribution.

Les indicateurs d'activité de la société El Wifack Leasing ont confirmé le parcours florissant de ladite société qui ne cesse de gagner du terrain. Les mises en force ont avancé de 41,23% alors que le produit net de leasing s'est accordé 69,43%.

Tab 5 : Evolution du total des mises en force et du produit net de leasing

En MDT	Total des mises en force			Produit net de leasing		
	Juin. 2010	Juin.2009	Variation	Juin. 2010	Juin.2009	Variation
TLS	148,51	101,70	46,03%	19,619	11,28	73,93%
ATL	114,65	83,28	37,67%	8,39	7,13	17,69%
CIL	97,85	72,74	34,51%	8,15	7,06	15,42%
Attijari Leasing	98,80	41,36	138,89%	4,635	2,10	121,03%
Wifack Leasing	46,24	32,74	41,23%	3,863	2,28	69,43%

Source : Indicateurs d'activité

Le produit net de leasing de la société Tunisie Leasing a augmenté de 73,93% à 19,619MDT contre 11,28MDT une année auparavant. Les mises en forces de la société sont passées sur la même période de 101,7MDT à 148,51MDT. ATL et CIL ont affiché des performances similaires. Les mises en force ont évolué respectivement de 37,67% et 34,51% contre 17,69% et 15,42% pour le produit net de leasing.

La bonne tenue de l'activité des sociétés de leasing cotées confirme une autre fois la forte demande sur le financement leasing. Cette tendance augure une année 2010 fructueuse pour l'ensemble du secteur.

8.Comportement boursier

Ci-dessous les principaux indicateurs boursiers des titres des sociétés de leasing sur la période 2007-2009. Pour l'année 2010, les calculs sont arrêtés en date du 27 Juillet 2010. Les cours retenus pour l'élaboration de ces tableaux sont des cours ajustés

Tab 6 : Comportement boursier des titres TLS et CIL

Indicateurs boursiers TLS	2008	2009	2010 *
Cours plus haut (DTN)	27,50	24,67	38,49
Cours plus bas (DTN)	13,04	19,48	24,27
Cours moyen (DTN)	19,48	21,51	20,61
Cours de Clôture (DTN)	20,19	24,08	35,48
Volume d'affaires par jour (MDTN)	0,22	0,17	0,15
Volume d'échange moyen par jour	9 374	7 117	4 861
Performance	54,81%	18,81%	46,96%
Indicateurs boursiers CIL			
Cours plus haut (DTN)	16,90	21,56	38,49
Cours plus bas (DTN)	8,39	12,81	20,97
Cours moyen (DTN)	11,23	15,82	26,65
Cours de Clôture (DTN)	12,44	21,11	27,40
Volume d'affaires par jour (MDTN)	0,08	0,09	0,08
Volume d'échange moyen par jour	4 294	4 022	2 155
Performance	48,31%	64,78%	31,58%

* Les calculs sont arrêtés en date du 27 Juillet 2010

Graph 9 : Evolution cours TLS vs Tunindex



Graph 10 : Evolution cours CIL vs Tunindex



Tab 7 : Comportement boursier des titres ATL et Wifack

Indicateurs boursiers ATL	2008	2009	2010 *
Cours plus haut (DTN)	4,64	5,28	6,01
Cours plus bas (DTN)	2,11	3,39	5,01
Cours moyen (DTN)	3,03	3,94	20,61
Cours de Clôture (DTN)	3,32	5,17	5,90
Volume d'affaires par jour (DTN)	0,07	0,11	0,20
Volume d'échange moyen par jour	15 542	26 847	35 770
Performance	57,54%	51,38%	14,02%
Indicateurs boursiers EL WIFACK	2008	2009	2010 *
Cours plus haut (DTN)	8,04	13,93	22,88
Cours plus bas (DTN)	5,36	7,27	17,00
Cours moyen (DTN)	6,23	11,34	19,27
Cours de Clôture (DTN)	7,83	17,46	22,60
Volume d'affaires par jour (MDTN)	0,04	0,06	0,13
Volume d'échange moyen par jour	5 562	5 625	6 906
Performance	41,15%	72,57%	69,74%

* Les calculs sont arrêtés en date du 27 Juillet 2010

Graph 11 : Evolution cours ATL vs Tunindex



Graph 12 : Evolution cours El Wifack vs Tunindex



Tab 8 : Comportement boursier des titres Attijari Leasing

Indicateurs boursiers Attijari Leasing	2008	2009	2010 *
Cours plus haut (DTN)	13,60	25,90	56,39
Cours plus bas (DTN)	9,21	12,96	23,31
Cours moyen (DTN)	10,72	17,87	38,41
Cours de Clôture (DTN)	12,98	23,71	50,00
Volume d'affaires par jour (MDTN)	0,00	0,01	0,04
Volume d'échange	82 749	191 253	142 954
Volume d'échange moyen par jour	335	765	986
Performance	18,16%	82,67%	110,88%

* Les calculs sont arrêtés en date du 27 Juillet 2010

Graph 13 : Evolution cours Attijari Leasing vs Tunindex



IV. Evaluation

Pour déterminer la Fair Value ou la juste valeur des sociétés de leasing étudiées, nous avons utilisé deux méthodes d'évaluation : L'approche des cash flows représentée par la méthode Dividend Discounting Model et l'approche du marché représentée par la méthode des comparables.

Dividend Discounting Model-DDM : Etant des sociétés de services financiers, les free cash flow sont difficiles à estimer d'où la dépendance vis-à-vis des dividendes. De plus, l'effet de levier des sociétés de services financiers s'est élevé et n'est pas appelé à changer dans le temps. D'où le choix de l'approche de la méthode DDM pour évaluer les sociétés de leasing. Le modèle DDM construit est basé sur des prévisions de trois ans des dividendes en tant que cash flow (2010-2012). Les dividendes pour la période de prévisions et la valeur terminale sont actualisés au coût du capital pour déterminer la valeur actuelle de chaque société de leasing. Nous avons également supposé deux périodes à savoir une période de croissance normale (2010-2012) et une période de croissance stable. Dans nos calculs, nous avons pris les hypothèses de calculs suivantes :

- Taux sans risque de 4,495% (BTA 4ans "5% Mars 2013", courbe des taux du 26/07/2010)
- La prime de risque de 8,5%
- Les Bêtas respectifs des sociétés de leasing ont été calculés depuis début 2008
- Le taux de croissance pendant une période stable est estimé à 5%
- Le coût du capital pendant une période stable est estimé à 10%

Tab 9 : Valorisation par l'approche des cash flows

En DT	Valeur par action
TLS	27,19
CIL	33,58
ATL	6,03
EL Wifack Leasing	17,03

Source : MAC sa

Tab 10 : Multiple des capitaux propres moyen des sociétés de leasing cotées

	Nombre de titres	Actif net 2009	P/BV 2009	Cap. boursière MDT*
TLS	7 000 000,00	86,34	2,88	248,36
Attijari Leasing	2 125 000,00	14,86	7,15	106,25
CIL	4 000 000,00	33,32	3,29	109,6
ATL	17 000 000,00	44,80	2,24	100,3
EL Wifack Leasing	3 000 000,00	21,32	3,18	67,8
Total/Moyenne		200,63	3,15	632,31

* Sur la base des cours boursiers au 27 Juillet 2010

Source : Etats financiers des sociétés de leasing, MAC sa

Nous avons supposé un taux de distribution des dividendes de 46%, soit la moyenne du secteur en 2008 que nous le considérons comme année de référence. Nous pensons que la recommandation de la Banque Centrale de limiter le taux de distribution des dividendes devrait être révisée. Cette recommandation pourrait considérablement léser le petit porteur qui accorde assez d'importance au taux de distribution des dividendes. **La méthode DDM ne peut pas être retenue pour l'évaluation d'Attijari leasing vue que la société n'entend pas distribuer des dividendes dans les années à venir.**

Méthode des comparables : La méthode des comparables est basée sur la comparaison des multiples des capitaux propres ou P/BV des sociétés de leasing étudiées. Le secteur de leasing coté affiche une valorisation moyenne de 3,15x son actif net.

Moyenne des méthodes : Une pondération de 50% a été attribuée à chacune des deux méthodes sauf pour la société El Wifack Leasing où les pondérations ont été de 80% pour la méthode de DDM et 20% pour la méthode de l'approche du marché. Ce choix est justifié par la nature du portefeuille de El Wifack Leasing considéré comme « un portefeuille jeune » qui occulte d'éventuels risques.

Tab 13 : Valorisation moyenne

Société	Cours actuel	YTD 2010	Valeur	Reco
ATL	6,03	14,2%	7,17	Acheter
CIL	28,49	32,6%	29,92	Conserver
TJL	49,02	110,9%	22,03	Vendre
TLS	36,00	47,4%	33,03	Conserver
WIFACK	22,60	69,8%	18,10	Réduire

Source: MAC SA; Cours de bourse du 30 Juillet 2010

Tab 11 : Valorisation par le multiple des capitaux propres

En DT	Valeur par action
TLS	38,87
Attijari Leasing	22,03
CIL	26,25
ATL	8,31
EL wifack leasing	22,40

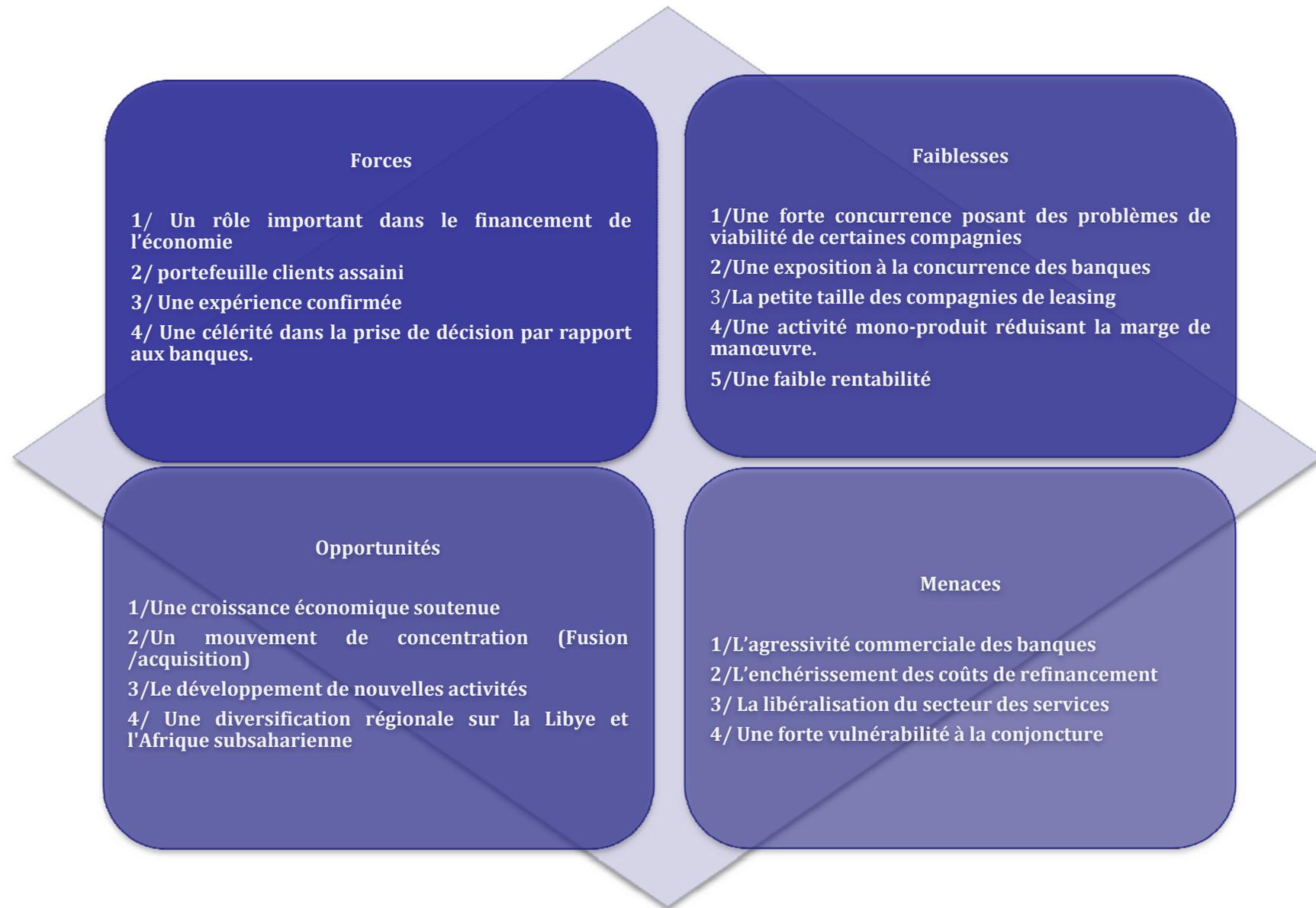
Source : MAC sa

Tab 12 : Valorisation moyenne

En DT	Valeur DDM	Valeur P/BV	Valeur Pondérée
TLS	25,10	38,87	31,99
Attijari Leasing		22,03	22,03
CIL	31,18	26,25	28,72
ATL	6,03	8,31	7,17
EL Wifack Leasing	15,81	22,40	17,13

Source : MAC sa

Analyse SWOT du secteur



Conclusion

- *Etant un maillon de la chaîne de financement de l'économie, le secteur du leasing contribue fortement au financement des PME qui représentent la grande part du tissu économique tunisien.*
- *La bonne orientation du secteur en 2008 et confirmé en 2009 a dissipé toutes les craintes des opérateurs relatives à la nouvelle loi promulguée en 2008. Cette progression a confirmé la forte compétitivité de l'activité leasing. Toutefois, il importe de signaler que bien que les taux appliqués par les sociétés de leasing restent élevés, ils s'approchent de plus en plus de ceux appliqués par les banques.*
- *La rude concurrence observée depuis quelques années dans le secteur a eu des effets négatifs sur les taux de sortie. Pour pallier à ce problème, les sociétés de leasing ont été appelées à réduire leurs coûts de refinancement.*
- *Comme les banques, les sociétés de leasing doivent veiller sur la qualité de leurs actifs, suivre une politique de provisionnement assez rigoureuse et maîtriser leurs charges d'exploitation et ce afin de faire face à des éventuels risques opérationnels.*
- *Au sujet du développement régional, l'expansion sur l'Algérie ne devrait plus être un axe de développement stratégique pour les sociétés de leasing tunisiennes. La nouvelle législation en Algérie exige désormais un capital minimum de 70 millions de dinars pour la création d'une société de leasing. Un tel niveau de capital reste inaccessible pour les sociétés de leasing tunisiennes vue la petitesse de leur taille et par conséquent de leur capitalisation. Les sociétés de leasing pourraient avoir un potentiel de croissance sur le marché libyen et celui de l'Afrique subsaharienne.*

Informations importantes

Ce document n'est pas une offre, sollicitation ou recommandation à l'achat ou à la vente du titre mentionné.

Les jugements et estimations constituent notre réflexion personnelle et sont sous réserve de modifications sans préavis préalable. Elles reflètent les opinions de l'analyste et peuvent coïncider ou pas avec les réalisations de la société. Les informations contenues dans le présent document sont obtenues de sources considérées fiables mais ne peuvent pas être garanties quant à leur précision.

MAC.SA se désengage de toute responsabilité quant à l'inexactitude ou omission de ce ou tout autre document préparé par MAC.SA au profit ou envoyé par MAC.SA à toute personne. Toute personne susceptible d'utiliser ce présent document est appelée à mener sa propre enquête et analyse de l'information contenue dans ce document et d'évaluer les bien-fondés et les risques liés au titre qui constitue le sujet de ce ou autre tel document.

MAC.SA se dégage de toute responsabilité d'une perte directe ou conséquente survenant suite à l'utilisation de ce document.

MAC.SA n'a pas perçu et ne percevra aucune compensation de la part des sociétés mentionnées ou autres tiers pour la préparation du présent document.

Ce document vous est fourni uniquement pour votre information et ne devrait en aucun cas être reproduit ou redistribué à toute autre personne.

En acceptant ce rapport vous êtes tenus par les limitations précitées.