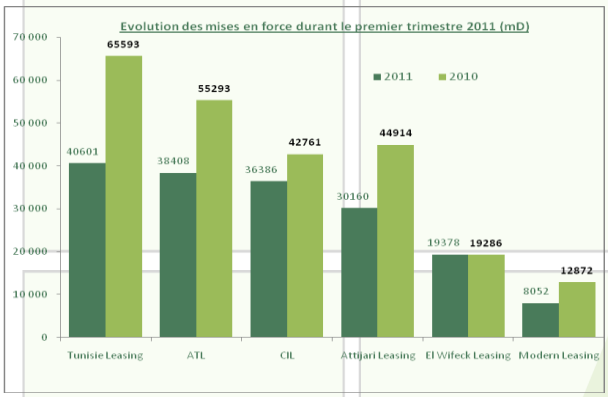
Situation du secteur du leasing durant le premier trimestre 2011

26/04/2011

El Wifeck Leasing s'est distinguée des autres sociétés avec une stabilisation de la production



Tous les secteurs d'activité ont été affecté à l'exception de l'agriculture

(en mD)	1er trimestre 2011	1er trimestre 2010	Var
Agriculture	21 428	21 080	1,7%
Industrie	23 658	40 187	-41,1%
BTP	21 553	32 272	-33,2%
Tourisme	11 269	20 710	-45,6%
Services & Commerce	95 077	126 470	-24,8%
Total	**172 985**	**240 719**	**-28,1%**

Une évolution des produits nets de 3,6% durant le premier quart de l'année

(en mD)	1er trimestre 2011	1er trimestre 2010	Var
Tunisie Leasing	5 146	5 311	-3,1%
ATL	4 201	4 039	4,0%
Attijari Leasing	2 341	1 921	21,9%
Modern Leasing	1 096	1 309	-16,3%
CIL	4 165	3 972	4,9%
El Wifeck Leasing	1 967	1 710	15,0%
Total	**18 916**	**18 262**	**3,6%**

Une dégradation de la productivité de deux points

Coefficient d'exploitation	1er trimestre 2011	1er trimestre 2010	Var
Tunisie Leasing	46,2%	45,5%	-0,7 points
ATL	31,7%	29,9%	-1,8 points
Attijari Leasing	37,8%	38,3%	+0,5 points
Modern Leasing	74,0%	37,1%	-36,9 points
CIL	29,6%	31,4%	+1,9points
El Wifeck Leasing	28,6%	28,2%	-0,4 points
Total	**38,0%**	**36,0%**	**-2 points**

Le ralentissement économique qui prévaut actuellement dans le pays suite à la révolution du 14 janvier 2011 a sensiblement affecté le secteur du leasing. En effet, durant les trois premiers mois de l'année 2011, la production du secteur coté a nettement baissé de 28,1% par rapport à la même période de 2010 pour s'établir à 173MD. Le secteur s'est montré très sensible aux crises économiques.

Toutes les sociétés de leasing ont vu leurs mises en force baissé exception faite pour El Wifeck Leasing. Cette dernière s'est distinguée par sa production qui est restée quasiment stable à 19MD, une performance qui devrait être saluée dans le contexte économique actuel.

La plus forte baisse revient à Tunisie Leasing où les mises en forces ont régressé de 38% à 40,6MD, suivie de l'ATL à 38,4MD contre 55,3MD à fin mars 2010.

La baisse de la production a concerné tous les secteurs d'activité. Le ralentissement de l'investissement privé et la suspension provisoire des quotas d'importation des voitures durant cette première période de l'année sont à notre avis les principales raisons de cette baisse des mises en force.

Les produits nets du secteur se sont appréciés de 3,6% passant de 18,3MD à fin mars 2010 à 18,9MD à fin mars 2011. Attijari Leasing s'est distinguée avec la plus forte progression de 21,9%. Une performance qui s'explique par l'importante hausse des mises en forces durant l'année écoulée (+67% à 170MD).

En matière de productivité, le coefficient d'exploitation du secteur s'est dégradé de deux points passant de 36% à 38%. La plus forte dépréciation revient à Modern Leasing où sa productivité a nettement baissé suite à l'augmentation considérable de ses charges opérationnelles. En effet, la société est en cours de préparation de l'ouverture de sa troisième agence sise à Béjà.
De l'autre côté du spectre, CIL est arrivée à améliorer son coefficient d'exploitation grâce à une très bonne maîtrise des charges. Ces dernières ont baissé de 1,4% par rapport à la même période de 2010.

Yousr BEN SALAH OUERGHI : Responsable du Département « Analyse & Ingénierie Financières »
Mahmoud BABAY - Zied CHENNOUFI : Analystes Financiers
Tél : (+216) 71 139 500 Fax: (+216) 71 860 189 E-mail : analystes@bnacapitaux.com.tn

Un retour d'impayés important et une dégradation des NPL'S

	1er trimestre 2011	1er trimestre 2010	2010
Tunisie Leasing	6,2%	6,4%	6,3%
ATL	10,5%	8,1%	5,8%
Attijari Leasing	16,9%	21,2%	15,2%
Modern Leasing	7,4%	9,1%	5,4%
CIL	7,6%	6,6%	7,6%
El Wifeck Leasing	4,1%	3,6%	2,9%
Total	**8,8%**	**9,2%**	**7,2%**

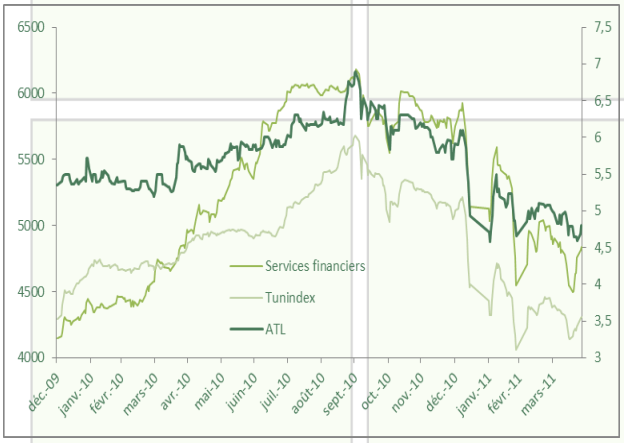
Par ailleurs et suite aux derniers évènements succédant la révolution du 14 janvier 2011, le secteur du leasing a enregistré un retour d'impayés considérable. Les engagements classés ont fortement augmenté de 16,8% par rapport à fin décembre 2010 à 140,8MD. En conséquence, le taux de créances classées s'est dégradé de 1,6 points par rapport à fin décembre 2010 à 8,8%. Tunisie Leasing et CIL sont les seules sociétés qui ont vu leur taux CDL s'apprécier sans doute grâce à une très bonne sélectivité de leur clientèle.

Les réalisations des trois premiers mois de 2011 pour le secteur du leasing ne sont pas très fameuses mais elles étaient en ligne avec nos attentes. Nous estimons une légère amélioration du rythme de croissance pour le reste de l'année compte tenu d'une éventuelle légère reprise économique. Cependant, nous demeurons très vigilants quant à cette reprise et nous suivrons de près le volume du retour des impayés qui devront certainement grever la rentabilité des sociétés par la constitution de provisions supplémentaires.

Recommandation boursière

ATL : Conserver (+)

	ATL	Secteur	Marché
PE 2009	12,4	15,9	15,4
PE 2010e	10,0	12,7	13,4
P/BV	1,7	2,3	2,0
Div Yield	4,2%	2,6%	3,1%



Durant la dernière communication, le management de la société a annoncé une révision à la baisse de ses prévisions pour l'année 2011 et ce compte tenu de la situation actuelle qui prévaut dans le pays. Le bénéfice net estimé pour l'année en cours serait de 5,8MD, soit une baisse de 28,6%. Nous estimons que ces prévisions sont trop pessimistes et que la société pourra faire face à cette conjoncture exceptionnelle et maintenir un niveau d'activité appréciable compte tenu de son expérience et de son positionnement dans le secteur (2ème après Tunisie Leasing). Même si les réalisations du premier quart de l'année ne sont pas très fameuses, nous pensons que la société pourra se rattraper sur le reste de l'année et réaliser un volume d'activité plus important de ce qui a été prévu (120MD, soit une baisse de 47% par rapport à 2010).

Depuis le début de l'année, le titre ATL s'est déprécié de 19% contre -16% pour le secteur et l'ensemble du marché.

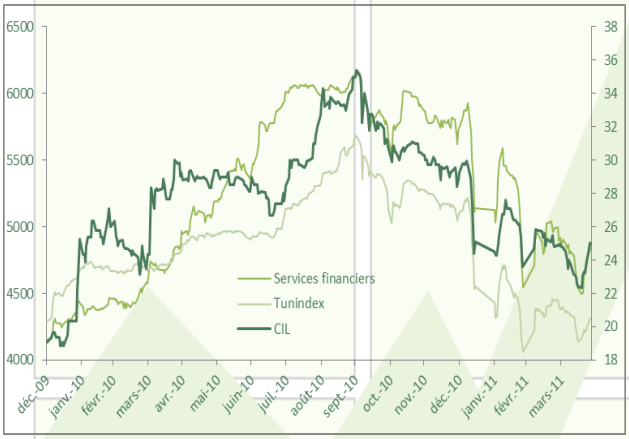
Actuellement, il se valorise à 10 fois ses bénéfices estimés pour 2010 contre une valorisation du secteur du leasing de 12,7. Il offre un rendement de 4,2% (compte tenu d'une distribution de 0,200D par action, soit le même niveau que l'année dernière et que nous jugeons très plausible) soit plus que le marché dans son ensemble.

Compte tenu de ces éléments, nous recommandons de **renforcer votre position sur le titre**.

Yousr BEN SALAH OUERGHI : Responsable du Département « Analyse & Ingénierie Financières »
Mahmoud BABAY - Zied CHENNOUFI : Analystes Financiers
Tél : (+216) 71 139 500 Fax: (+216) 71 860 189 E-mail : analystes@bnacapitaux.com.tn

CIL : Conserver

	CIL	Secteur	Marché
PE 2009	13,6	15,9	15,4
PE 2010e	9,7	12,7	13,4
P/BV	2,6	2,3	2,0
Div Yield	3,0%	2,6%	3,1%



Depuis le début de l'année et à l'instar de l'ensemble du marché boursier, le titre CIL a perdu 14,6% de sa valeur. Il se traite à 9,7 fois ses bénéfices réalisés en 2010. Il est considéré comme le titre le moins cher du secteur coté.

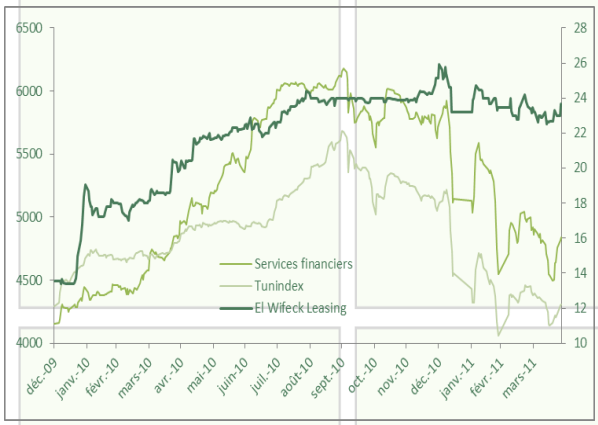
Le conseil d'administration de la société convoquera prochainement ses actionnaires pour une augmentation de capital de 5MD par incorporation de réserves et attribution d'actions gratuites à raison d'une action nouvelle pour 4 détenues. Les nouvelles actions jouiront des dividendes à partir du 1er janvier 2011.

De plus, il a décidé de proposer à la prochaine AGO de distribuer un dividende de 0,750D par action, soit le même niveau que celui de l'année dernière. Sur la base de cette distribution, le titre offre un rendement en dividende de 3%, en ligne avec l'ensemble de la place.

Malgré le niveau de valorisation attrayant du titre ainsi que les fondamentaux solides de la compagnie, nous recommandons de **conserver votre position** sur le titre dans l'attente d'avoir de plus amples informations de la part du management de la société sur les perspectives d'avenir qui seront annoncées très prochainement lors de la tenue de l'AGO.

El Wifeck Leasing : Conserver (-)

	El Wifeck Leasing	Secteur	Marché
PE 2009	28,9	15,9	15,4
PE 2010	21,9	12,7	13,4
P/BV	3,0	2,2	2,0
Div Yield	1,7%	2,6%	3,1%



D'un point de vue boursier, le cours du titre El Wifeck Leasing a baissé de 8,5% seulement depuis le début de l'année contre 15,7% pour l'ensemble du marché. Il se valorise à 21,9 fois les bénéfices de l'année 2010, un niveau que nous jugeons élevé par rapport à l'ensemble du secteur (12,7x).

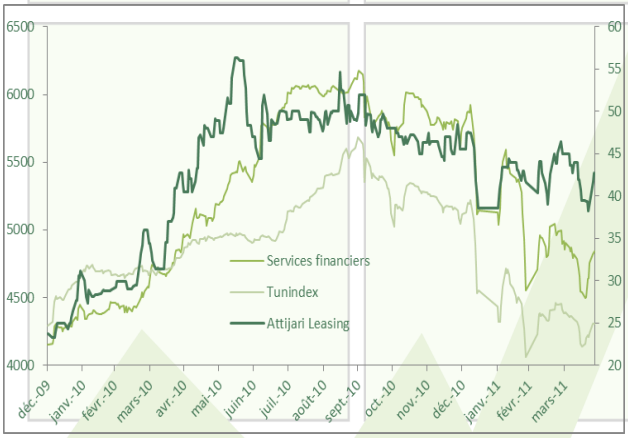
Il offre un rendement en dividende de 1,7% (sur la base de la même distribution de l'année dernière, soit 0,400D par action) jugé très faible par rapport au secteur et la place boursière en général.

Tenant compte d'une valorisation élevée et malgré les bonnes réalisations durant les trois premiers mois de 2011 dans un contexte politico-économique très difficile, nous recommandons **d'alléger votre position** sur le titre.

Yousr BEN SALAH OUERGHI : Responsable du Département « Analyse & Ingénierie Financières »
Mahmoud BABAY - Zied CHENNOUFI : Analystes Financiers
Tél : (+216) 71 139 500 Fax: (+216) 71 860 189 E-mail : analystes@bnacapitaux.com.tn

Attijari Leasing : Conserver (-)

	Attijari Leasing	Secteur	Marché
PE 2009	28,5	15,9	15,4
PE 2010e	16,7	12,7	13,4
P/BV	6,1	2,3	2,0
Div Yield	0,0%	2,6%	3,1%



Malgré l'important effort fourni durant ces dernières années pour booster son activité, assainir son portefeuille et améliorer sa structure financière, la société affiche toujours un niveau de créances classées important (17%) contre une moyenne du secteur de 8,8%. Un niveau qui, rappelons-le, n'est pas en ligne avec les recommandations de l'autorité de tutelle qui exige un taux de CDL de 15%.

La société n'a pas communiqué le montant de ses engagements envers la famille BAT, son exposition vis-à-vis du marché libyen, ainsi que ses chiffres relatifs à l'année 2010.

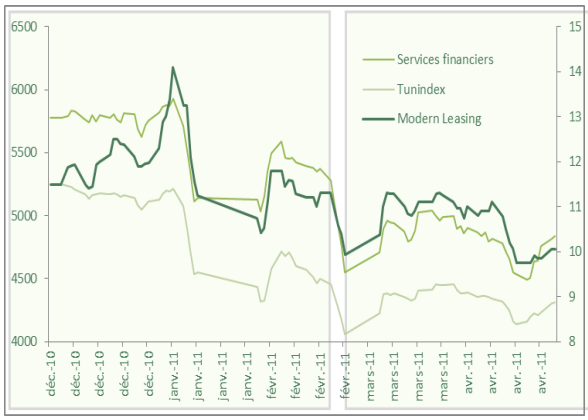
Actuellement, le titre se traite à des niveaux relativement élevés par rapport à son secteur (16,7x contre 12,7x).

La société renouera avec la distribution des dividendes à partir de l'exercice 2012, date à laquelle toutes les pertes cumulées de la société seront absorbées.

Tenant compte de tout ce qui précède, nous recommandons d'**alléger votre position** dans l'attente d'une meilleure visibilité sur la situation économique en Tunisie.

Modern Leasing : Conserver (-)

	Modern Leasing	Secteur	Marché
PE 2009	16,0	15,9	15,4
PE 2010	15,6	12,7	13,4
P/BV	1,3	2,3	2,0
Div Yield	3,5%	2,6%	3,1%



Depuis son introduction en bourse en octobre 2010, le titre Modern Leasing affiche une performance boursière de 18,4%.

Actuellement, le titre se traite à 15,6 fois son bénéfice de 2010 affichant ainsi une surcote de 17,3% par rapport au secteur.

Il offre un rendement de 3,5% jugé appréciable par rapport au secteur coté. Le prochain dividende relatif à l'exercice 2010 (0,350D) sera distribué à partir du 2 mai 2011.

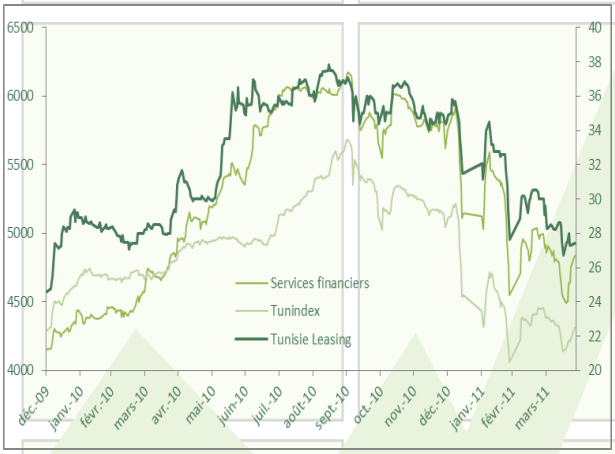
Durant la dernière assemblée, le management de la société a révisé à la baisse son bénéfice net prévu pour l'année en cours compte tenu de la situation économique du pays. Il serait de l'ordre de 2,2MD, soit une baisse de 15,4% par rapport à 2010.

Tenant compte d'une valorisation considérée chère par rapport à ses pairs et des conditions économiques difficiles en cette période de transition politique, nous recommandons d'**alléger votre position**.

Yousr BEN SALAH OUERGHI : Responsable du Département « Analyse & Ingénierie Financières »
Mahmoud BABAY - Zied CHENNOUFI : Analystes Financiers
Tél : (+216) 71 139 500 Fax: (+216) 71 860 189 E-mail : analystes@bnacapitaux.com.tn

Groupe Tunisie Leasing : Conserver

	Tunisie Leasing	Secteur	Marché
PE 2009	13,5	15,9	15,4
PE 2010	12,4	12,7	13,4
P/BV	1,9	2,3	2,0
Div Yield	3,1%	2,6%	3,1%



Depuis le début de l'année, le titre Tunisie Leasing a affiché une baisse de 21,5%. Il se traite à des niveaux de valorisation légèrement en dessous du secteur coté : 12,4 fois les bénéfices réalisés en 2010. Il offre en plus un rendement en dividende de 3,1% (tenant compte d'une distribution de 0,850D par action).

Le titre Tunisie Leasing est très exposé au risque d'une propagation du vent de la révolution arabe en Algérie. L'activité de la filiale du groupe Tunisie Leasing dans ce pays « MLA » pourrait sensiblement être affectée. Rappelons que durant ces dernières années, la croissance de l'activité de cette filiale était exponentielle et générait beaucoup de revenus pour le groupe. A titre d'exemple, en 2010, MLA a contribué au résultat du groupe pour 2,6MD en croissance de 54%.

Nous recommandons de **conserver votre position** sur le titre dans l'attente d'une meilleure visibilité de la part du management du groupe lors de la tenue de la prochaine AGO ainsi que de l'évolution de la situation économique en Tunisie et en Algérie

Yousr BEN SALAH OUERGHI : Responsable du Département « Analyse & Ingénierie Financières »
Mahmoud BABAY - Zied CHENNOUFI : Analystes Financiers
Tél : (+216) 71 139 500 Fax: (+216) 71 860 189 E-mail : analystes@bnacapitaux.com.tn