

Secteur : Leasing

Nombre de titres offerts : 1 000 000 titres

Prix : 8,500D

Jouissance des actions : 1^{er} janvier 2010

Capitalisation boursière après OPF : 34MD

Notation par Fitch Rating:

LT : A- (tun)

CT : F2 (tun)

Perspective d'évolution: Stable

Principaux actionnaires

	Avant OPF	Après OPF
Groupe BH	74,00%	55,50%
AlBaraka Bank	8,84%	6,63%
Société ELBOUNIANE	5,00%	3,75%
Flottant	-	25,00%

Chiffres clés :

ROE 2010/2011: 7,7% / 10,9%

PE 2010/2011: 16,1 / 11,2

P/BV 2010/2011: 1,2 / 1,1

Div Yield = 4,1%

But de l'ouverture de capital :

La levée de fonds de 8,5MD de la société « Modern Leasing » sur le marché principal est destinée à :

- Consolider les fonds propres afin d'atténuer le risque de taux et améliorer les ratios de solvabilité;
- Accéder directement au marché financier pour ses refinancements futurs visant ainsi l'amélioration du coût de ses ressources ;
- Accroître la notoriété de la société et améliorer ses parts de marché.

Points clés :

- Une concurrence très acharnée et un resserrement au niveau des marges
- Un soutien financier et commercial de l'actionnaire de référence : la Banque de l'Habitat ;
- Une forte exposition au risque de hausse des taux d'intérêt ;
- Un portefeuille clientèle très sain ;
- Un développement à l'échelle nationale avec l'ouverture de nouvelles agences ;
- Un business plan ambitieux qui lui permet de doubler son bénéfice au terme de l'exercice 2013 ;
- Une valorisation attrayante avec une politique de distribution des dividendes généreuse.

Caractéristiques de l'opération

Nombre d'actions mises à la disposition du public : 1 000 000 actions nouvelles à émettre dans le cadre d'une augmentation de capital en numéraire, représentant 25% du capital après augmentation

Valeur nominale : 5 dinars

Prix d'émission des actions nouvelles : 8,500 dinars, soit une valeur nominale de 5 dinars et une prime d'émission de 3,500 dinars

Montant de l'opération : 8 500 000 dinars

Période de souscription : du 25 Octobre au 8 Novembre 2010 inclus

Jouissance des actions : Les actions nouvelles porteront jouissance à partir du 1^{er} janvier 2010

Offre proposée : Une offre à prix ferme de 1 000 000 actions réparties comme suit :

Catégories	Part d'allocation	Nombre d'actions allouées	Montant (en dinars)
Catégorie A : OPCVM désirant acquérir au minimum 400 actions et tout en respectant les dispositions légales notamment celles régissant les ratios prudentiels.	30%	300 000	2 550 000
Catégorie B : Personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères désirant acquérir au minimum 401 actions et au maximum 20 000 actions	50%	500 000	4 250 000
Catégorie C : Personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères désirant acquérir au minimum 20 actions et au maximum 400 actions	15%	150 000	1 275 000
Catégorie D : Personnel du groupe BH et Modern Leasing	5%	50 000	425 000
Total	100%	1 000 000	8 500 000

La demande de souscription doit porter sur un nombre d'actions qui ne peut être inférieur à 20% ni supérieur à :

- 0,5% du capital social, soit 20 000 actions pour les non institutionnels ;
- 5% du capital social, soit 200 000 actions pour les institutionnels.

Le mode de satisfaction des demandes de souscription se fera de la manière suivante :

Pour les catégories A et B : Les demandes de souscription seront satisfaites au prorata sur la base d'un taux d'allocation déterminé par le rapport Quantité Offerte / Quantité demandée et retenue ;

Pour la catégorie C : Les demandes de souscription seront satisfaites également par palier jusqu'à l'épuisement des titres alloués à cette catégorie.

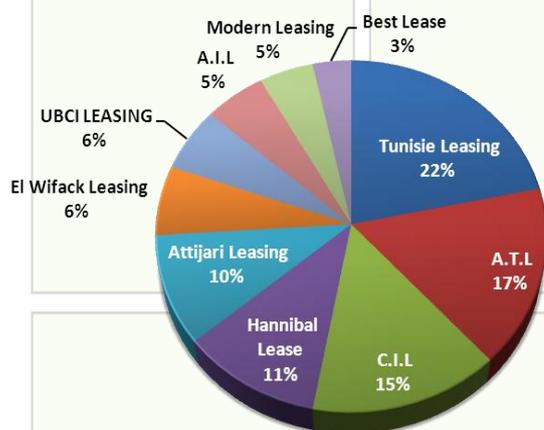
Pour la catégorie D : Les demandes de souscription du personnel du groupe BH et Modern Leasing seront satisfaites également par palier jusqu'à l'épuisement des titres alloués à cette catégorie. La répartition sera faite comme suit :

- 4% pour le personnel du groupe BH autre que le personnel de la société «Modern Leasing» ;
- 1% pour le personnel de la société «Modern Leasing».

En cas d'excédent de titres offerts non demandés par une catégorie, le reliquat sera affecté en priorité à la catégorie A puis à la catégorie B, puis à la catégorie C, puis à la catégorie D.

Contrat de liquidité : Portant sur 850 000D et 100 000 actions pour une période de 6 mois à partir de la date d'introduction sera prochainement établi.

Présentation générale du secteur du leasing :



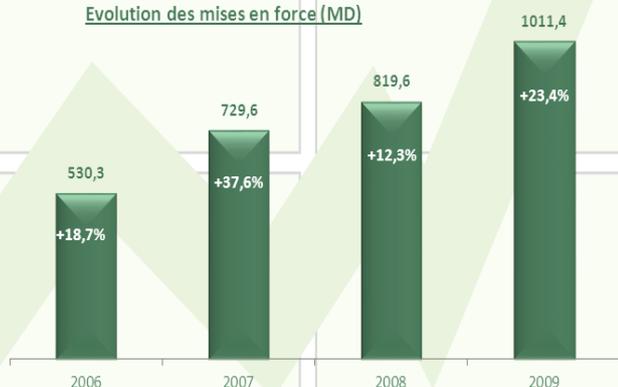
Depuis 1984, année de lancement du secteur du leasing en Tunisie et de la première société à savoir Tunisie Leasing, le secteur a vu l'arrivée sur la scène de nouveaux acteurs. Actuellement, le secteur du leasing compte 10 sociétés de leasing dont 5 cotées sur le marché principal de la bourse de Tunis.

Le leasing est venu doter le paysage des services financiers en Tunisie d'un mode de financement simple, rapide et plus accessible aux PME tunisiennes, qui trouvent des difficultés de financement dans le circuit traditionnel à savoir bancaire (exigence de garantie réelle, lourdeur de traitement du dossier,...).

Durant ces dernières années, le secteur du leasing a enregistré une croissance moyenne de ses mises en force de 24%. L'année 2007 a affiché un pic de 37,6% en raison de la crainte de l'entrée en vigueur en 2008 de la nouvelle loi relative à la défiscalisation des charges d'amortissements des biens. Mais le constat est tout autre puisque l'année 2008 a suivi la même croissance mais à un rythme beaucoup moins soutenu (+12,3%).

En 2009, le secteur a continué sur sa lancée avec une progression de 23,4% à 1 011,4 MD.

Evolution des mises en force (MD)



Pour 2010, la croissance du secteur devrait être à deux chiffres surtout au vu des réalisations des sociétés cotées durant les neuf premiers mois de l'année en cours. En effet, les sociétés cotées ont affiché une croissance de ses mises en force de 45,3 % par rapport à la même période de 2009. Modern Leasing a affiché une croissance moins soutenue que le secteur mais qui se compare favorablement par rapport aux années passées (+33% à 49,5MD).

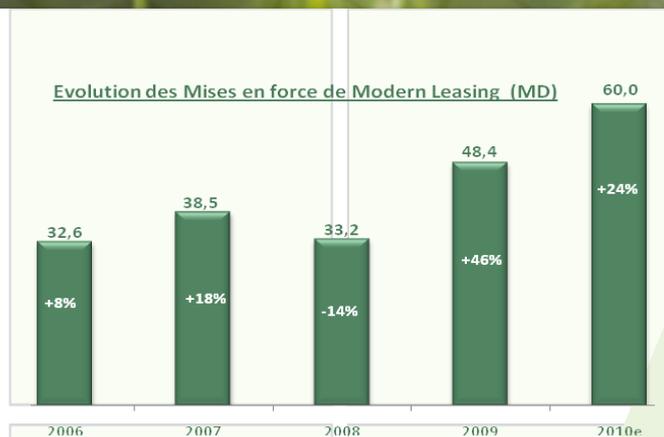
Présentation de Modern Leasing et de son activité :

La société « Modern Leasing » Elle a pour objet social la réalisation d'opérations de leasing portant sur des biens mobiliers et immobiliers à usage professionnel, industriel, agricole, commercial et de service.

En attendant la mise en place d'un réseau propre, la société dispose du réseau de la BH fort de 89 agences réparties sur les différents gouvernorats du pays. De plus, la société a réalisé depuis les deux dernières années des actions promotionnelles et plusieurs missions de prospection à l'intérieur du pays.

En 2010, « Modern Leasing » compte ouvrir 3 points de vente dont une à Sousse qui est déjà opérationnelle. A partir de 2011 la société prévoit l'ouverture d'une agence par an, ce qui lui permet d'être présente sur tout le territoire tunisien.

En termes de part de marché, « Modern Leasing » reste à la traîne de ses concurrentes avec 5% du total des mises en force du secteur. Elle se positionne à l'avant dernière place sur l'ensemble du secteur. Cette faible part de marché s'explique par le manque de synergies avec les représentations régionales de la BH d'une part et la faible agressivité commerciale de la société d'autre part.



	Secteur coté	Modern Leasing
Créances classées	9,7%	9,3%
Couverture	87,0%	84,6%
Coefficient d'exploitation	36,7%	47,4%
Coût des ressources	6,0%	6,0%
Taux de financement apparent	10,9%	10,6%
ROE	19,9%	13,4%
ROA	2,4%	3,2%

La société « Modern Leasing » a affiché une croissance moyenne de 14% sur les 3 dernières années à 48,4MD en 2009, une croissance qui est tout de même inférieure à celle affichée par l'ensemble du secteur (+24%).

La structure des mises en force de « Modern Leasing » par type de produit se caractérise par une prépondérance du matériel roulant (60%) offrant un bon rapport Rendement / Risque compte tenu de son faible ticket d'investissement. L'exposition au risque immobilier est très faible avec 3% du total des mises en force.

En termes de qualité d'actifs, les engagements classés représentent 9,3% du total des engagements contre 9,7% pour le secteur coté. Il faut signaler que la moyenne du secteur hors Attijari leasing s'établit à 5,7%.

En revanche, la couverture de ces engagements classés est inférieure à la moyenne sectorielle (87%), mais demeure tout de même largement respectée par les prérogatives de l'autorité de contrôle (BCT).

En matière de productivité, Modern leasing affiche un coefficient d'exploitation de 47,4% en détérioration de presque 3 point par rapport à 2008, suite à une progression plus prononcée des charges d'exploitation (+16%) que les produits nets de leasing (+9%). Ce coefficient est largement supérieur à la moyenne sectorielle qui est de 36,7%.

Par ailleurs, et malgré une concurrence de plus en plus rude, « Modern leasing » arrive à afficher un taux de financement qui se compare favorablement par rapport à ses paires cotées (10,6% contre 10,9% pour le secteur).

En matière de ressources, le financement de « Modern Leasing » repose principalement sur les crédits bancaires. Le coût moyen des ressources est en ligne avec celui de l'ensemble des sociétés cotées (6%). Néanmoins, il ya lieu de signaler que la société est très exposée à un risque de hausse des taux puisque la moitié des crédits bancaires ont été souscrits à des taux variables.

D'un point de vue rentabilité, la compagnie de leasing affiche une rentabilité des fonds propres de 13,4% jugée très satisfaisante. En 2009, la société a clôturé l'exercice avec un bénéfice net de 2,5MD quasiment le double de 2008 réalisé notamment grâce à l'apurement des créances accrochées d'une part et la progression de l'activité d'autre part.

Activité de Modern Leasing durant le premier semestre 2010 :

Durant la première moitié de l'année en cours, les mises en force se sont accrues de 69% à 30,3MD. Les produits nets de leasing ont enregistré une croissance de 35,3% par rapport au mois de juin de l'année dernière pour s'établir à fin juin 2010 à 2,88MD. Le résultat net de la société s'établit à 1,2MD enregistrant un bond de plus de 67% par rapport au résultat net affiché au 30/06/2009.

Modern leasing affiche un coefficient d'exploitation de 48,4%, en repli de 1,7 point par rapport à fin juin 2009 en raison de la forte progression des charges opérationnelles.

Sur le volet risque, Modern leasing affiche au 30 juin 2010 un taux de créances classées de 7,6% en amélioration de 1,6 points par rapport à fin décembre 2009. Par contre, le ratio de couverture s'est contracté de presque 1 point à 83,7% par rapport au 31/12/2009.

Stratégie de développement :

La stratégie de développement de la société pour la période à venir s'articule au tour des axes suivants :

- Consolider les fonds propres en vue de permettre l'évolution de l'activité;
- Développement des synergies avec le groupe BH : Ramener le taux de participation du groupe BH dans les mises en force de la société de 9% en 2009 à 30% au terme du business plan ;
- Amélioration de la part de marché de la société et densification du réseau commercial avec l'ouverture de 7 nouvelles agences ;
- Avoir un accès direct au marché financier pour ses refinancements futurs visant ainsi l'amélioration du coût de ses ressources;
- Améliorer les ratios de solvabilité de la société ;
- Motiver et fidéliser le personnel en l'associant au capital de la société.

Ainsi et tenant compte de l'évolution du marché du leasing durant les 5 prochaines années, les produits nets de leasing de « Modern Leasing » devraient passer de 4,4MD en 2009 à 11,7MD en 2014. Son bénéfice net quant à lui, devrait plus que doubler en passant de 2,5MD en 2009 à 6,0MD en 2014. Une meilleure maîtrise des charges sera ressentie à travers le coefficient d'exploitation qui passera de 47,4% à 35,3% à fin 2014.

Compte de résultat : Historique & Prévisionnel

(en mD)

	2007	2008	2009	2010p	2011p	2012p	2013p	2014p
Total produits d'exploitation	7 261	7 223	7 239	8 790	11 759	14 840	17 451	19 489
Charges financières nettes	-3 265	-3 178	-2 829	-3 261	-4 300	-4 587	-6 244	-7 780
Produits nets de leasing	3 995	4 045	4 410	5 529	7 459	10 253	11 207	11 709
<i>Evolution</i>	18%	1%	9%	25%	35%	37%	9%	4%
Charges d'exploitation dont:	-2 606	-2 411	-1 240	-2 660	-3 316	-4 511	-4 112	-3 524
- Charges de personnel	-881	-836	-1 032	-1 224	-1 574	-1 798	-2 055	-2 299
- Dotations nettes aux provisions pour créances douteuses	-735	-537	826	-3	-16	-960	-195	703
Résultat d'exploitation	1 389	1 634	3 170	2 869	4 143	5 742	7 095	8 185
<i>Evolution</i>	40%	18%	94%	-10%	44%	39%	24%	15%
Autres gains ordinaires	124	145	271	-	-	-	-	-
Autres pertes ordinaires	-145	-111	-17	-	-	-	-	-
Résultat des activités ordinaires avant impôt	1 368	1 667	3 424	2 869	4 142	5 742	7 096	8 185
Impôt sur les sociétés	-284	-357	-915	-760	-1 093	-1 517	-1 873	-2 154
Résultat net de l'exercice	1 084	1 311	2 509	2 109	3 049	4 225	5 223	6 032
<i>Evolution</i>	10%	21%	91%	-16%	45%	39%	24%	15%

Ratios : Historique & Prévisionnel

	(en mD)								
	2007	2008	2009	2010p	2011p	2012p	2013p	2014p	
Mises en forces	38 547	33 201	48 358	60 000	78 000	93 000	106 000	124 000	
<i>Evolution</i>	18%	-14%	46%	24%	30%	19%	14%	17%	
Coefficient d'exploitation	57,8%	44,6%	47,4%	47,0%	40,8%	33,2%	33,5%	35,3%	
Coût du risque	18,4%	13,3%	-18,7%	0,1%	0,2%	9,4%	1,7%	-6,0%	
Marge nette	14,9%	18,2%	34,7%	24,0%	25,9%	28,5%	29,9%	31,0%	
ROE	8,7%	10,2%	13,4%	7,7%	10,9%	14,2%	16,2%	17,1%	
ROA	1,6%	2,1%	3,2%	2,2%	2,5%	2,7%	2,8%	2,7%	
Taux des créances classées	17,8%	15,4%	9,3%	7,0%	5,5%	5,1%	4,4%	3,3%	
Ratio de couverture des créances classées	64,5%	77,4%	84,6%	88,0%	90,0%	91,0%	92,0%	94,0%	

Evaluation de la société :

L'évaluation de la société « Modern Leasing » a été réalisée par la Banque d'Affaires de Tunisie sur la base d'un business plan pour une période allant de 2010 à 2014.

L'évaluateur a utilisé 4 méthodes :

- La méthode du Goodwill;
- La méthode des rendements excessifs ;
- La méthode de la valeur de rendement ;
- La méthode des multiples boursiers.

Le taux d'actualisation utilisé est le Coût des capitaux propres déterminé par les paramètres suivants :

- Un taux sans risque de 5,31% ;
- Une prime de risque de marché de 6,8% ;
- Un bêta de 0,82 ;

Soit un taux d'actualisation de 10,88% correspondant ainsi au coût des fonds propres du fait de la nature de l'activité de la société « Modern Leasing ».

Pour la détermination de la valeur terminale, il a été utilisé un taux de croissance à l'infini de 2% pour la méthode des rendements excessifs et d'un PE de sortie de 15,9x en 2014 pour la méthode d'actualisations des dividendes.

Méthode	Coefficient de pondération	Capitalisation Théorique	Prix de l'action
Goodwill	25%	31 239 671	7,810
Des rendements excessifs	25%	40 326 952	10,082
D'actualisations des dividendes	25%	29 199 478	7,300
Multiples boursiers	25%	53 179 669	13,295
Moyenne pondérée	100%	38 485 535	9,622

La moyenne pondérée des quatre méthodes fait ressortir une capitalisation de 38 485 535 dinars soit une valeur par action de 9,622 dinars pour un total de 4 000 000 actions.

Prix proposé :

Le prix proposé est de 8,500D, soit une décote de 11,66% par rapport à la moyenne pondérée des méthodes. Ce prix correspond à une valorisation pour Modern Leasing de 34MD.

Avec un prix d'introduction de 8,500D, le titre affiche des niveaux de valorisation qui se comparent favorablement par rapport à ses paires cotées:

- 16,1 fois les bénéfices estimés de 2010 : en ligne avec le marché ;
- 11,2 fois les bénéfices prévus pour 2011 contre 14,9 pour l'ensemble du secteur, affichant ainsi une décote de 24,8% ;
- Un rendement en dividende de 4,1% : une rémunération attrayante par rapport aux autres sociétés cotées du secteur du leasing, ainsi qu'à l'ensemble du marché.

	PE 2010e	PE 2011e	Div Yield	P/BV
Modern Leasing	16,1	11,2	4,1%	1,2
ATL	13,4	11,4	3,1%	2,2
Attijari Leasing	19,4	18,1	-	5,2
CIL	15,7	15,6	2,2%	3,3
El Wifek Leasing	21,4	22,6	1,7%	3,0
Tunisie Leasing	15,3	13,9	2,4%	2,3
Secteur du leasing	16,0	14,9	2,3%	2,7

Synthèse et Recommandation :

Depuis sa création à l'initiative de la BH, « Modern Leasing » n'a cessé de croître et développer son activité. Malgré sa faible part de marché et une concurrence de plus en plus acharnée, la société arrive tout de même à afficher un taux de sortie qui se compare favorablement par rapport au secteur. Un grand effort a été réalisé au niveau de la qualité d'actif qui a permis à « Modern Leasing » d'afficher un portefeuille clientèle très sain avec un taux de couverture par les provisions en ligne avec les prérogatives de l'autorité de contrôle.

La stratégie de développement mise en place par la société pour les 5 prochaines années repose essentiellement sur le développement des synergies avec l'actionnaire de référence « BH », l'accroissement de la part de marché ainsi que la densification du réseau commercial, le renforcement des fonds propres et l'amélioration des ratios de solvabilité.

Avec un prix de 8,500D, le titre « Modern Leasing » se valorise convenablement par rapport à ses paires et à l'ensemble du marché d'une façon générale. Il offre un rendement en dividende très attractif.

Nous vous recommandons de souscrire à l'OPF.