

# Modern Leasing

Leasers/loueurs / Tunisie

6, rue Jamel Eddine El Afghani 1002 Tunis

Tel +216 71 788 870

Email [sales@alphamena.fr](mailto:sales@alphamena.fr)Web [WWW.ALPHAMENA.NET](http://WWW.ALPHAMENA.NET)

La société AlphaMena n'a et ne recherche aucun intérêt commercial avec les sociétés qu'elle suit dans le cadre des travaux d'analyse payés par abonnement par les clients d'AlphaMena. En conséquence, les investisseurs peuvent être confiants dans l'absence de conflit d'intérêt qui pourrait affecter l'objectivité des travaux de recherche d'AlphaMena.

## Plus agressive, mais à quel prix ?

Nouvelle importante - 19/01/2012

### ■ Actualité

Le T4 2011 a confirmé la reprise de l'activité pour Modern Leasing. Le carnet de commandes de la filiale de la BH a augmenté de 32,3% à 35,209 MTND. De nouveau, la forte demande émanant du segment « Agriculture » est la principale contributrice à la progression (60,0% des commandes nouvelles au T4 2011). Côté production seules l'« Industrie » et l'« Agriculture » ont progressé en 2011, respectivement de 100,6% à 21,188 MTND et 49,8% à 14,773 MTND. Le PNL a progressé de 11,5% à 6,465 MTND. L'endettement monte à 109,915 MTND, +52,0% par rapport à 2010.

### ■ Analyse

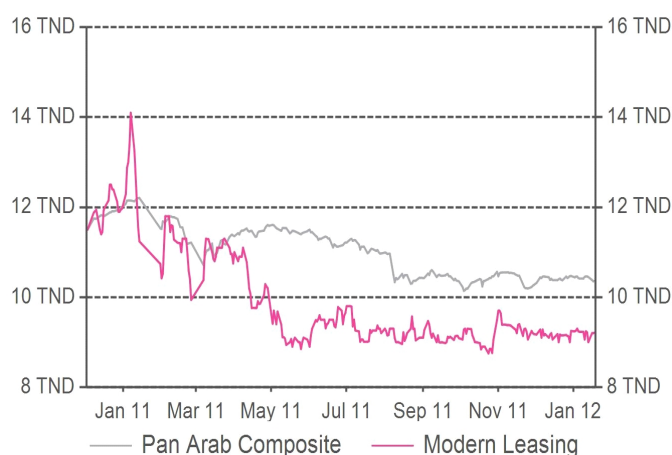
La reprise de l'activité de Modern Leasing a dépassé nos estimations. Nous sommes convaincus que la compagnie a monté d'un cran en termes d'agressivité, en s'orientant vers les agriculteurs, mais ce choix est risqué, avec une cible dont la solvabilité dépend largement de la pluviométrie. D'ailleurs, l'absence des chiffres sur les créances classées, pour le deuxième trimestre de suite, nous inquiète, et nous craignons, sérieusement, de mauvaises surprises lors de la publication des comptes annuels. Le niveau d'endettement est de plus en plus un sujet de préoccupation, puisqu'il a explosé (croissance estimée à 33,5% à 96,486 MTND). Même si nous avons pris en compte l'incapacité de la filiale de la BH à sortir sur le marché obligataire en 2011, un tel alourdissement lui coûterait des points de croissance en termes de PNL dans les années à venir. Ce dernier, même s'il a dépassé nos prévisions de 13,1%, ne nous donne pas une idée claire sur le résultat final, puisque les provisions seraient difficilement estimables vu leur caractère aléatoire, accentuée par la montée du risque de défaut en Tunisie après la révolution.

### ■ Impact

Nous réitérons pour le moment notre modèle en attendant la publication des comptes définitifs 2011.

Accumuler	Potentiel : 22,0 %
Cours objectif à 6 mois	11,2 TND
Cours	9,21 TND
Capitalisation boursière MTND	36,8
Momentum du cours	<b>DÉFAVORABLE</b>
Extrême 12 mois	8,75 ▶ 11,8
Newsflow	Négatif
Bloomberg	ML TU Equity

Reuters

[Page valeur](#)


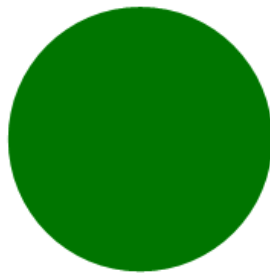
Performance	1s	1m	3m	12m
Modern Leasing	-0,32 %	0,33 %	4,19 %	-18,1 %
Autres Financières	-1,18 %	-1,62 %	0,16 %	-8,91 %
SEMGPCPD Index	-0,97 %	-0,16 %	-0,27 %	-14,5 %

Meilleur potentiel	CIL- Cie International de Leasing
Plus mauvais potentiel	Poulina Group

Dernière maj : 04/12/2011	12/09A	12/10A	12/11E	12/12E
PER ajusté (x)	14,7	14,3	45,6	13,8
Rendement du dividende (%)	2,84	3,80	1,30	3,58
P/ANC (x)	1,74	1,17	1,20	1,11
BPA ajusté (TND)	0,63	0,65	0,20	0,67
Croissance du BPA (%)	91,5	2,81	-68,5	228
Dividende (TND)	0,26	0,35	0,12	0,33
Ratio de fonds propres durs...	20,3	17,7	15,2	13,0
Produit Bancaire Global (M...)	4,41	5,80	5,71	7,48
Résultat net publié, pdg (M...)	2,51	2,58	0,81	2,66
Retour sur fonds propres (%)	14,2	9,78	2,60	8,31
Capitaux propres part du g...	21,2	31,5	31,0	33,1
Actif total (MTND)	76,1	111	136	171

[Valorisation](#) - [Comptes](#)

## Géographie du chiffre d'affaires



Tunisie (100,0 %)

## Valorisation

Méthodes	Valeur	Poids	Principaux comparables
Somme des parties	14,8 TND	25 %	● Arab Tunisian Lease
Valeur intrinsèque	7,46 TND	25 %	● Attijari Leasing
Cours/Actif net comptable	15,3 TND	15 %	● CIL- Cie Internation...
Rendement	12,1 TND	15 %	● El Wifack Leasing
P/E	9,77 TND	10 %	● Tunisie Leasing
Capi./Résultat d'exploitation brut	5,82 TND	10 %	
Objectif de cours	11,2 TND	100 %	

Calcul NAV/SOTP

## Compte d'Exploitation Consolidé

	12/10A	12/11E	12/12E
Produit Net Bancaire	MTND 5,29	5,41	7,11
Produit Bancaire Global	MTND 5,80	5,71	7,48
Coûts de personnel	MTND -1,56	-2,15	-2,37
Produit Brut Bancaire	MTND 2,62	1,80	3,07
Coût du risque	MTND 0,80	-0,38	0,27
<b>Résultat opérationnel courant</b>	<b>MTND 3,19</b>	<b>1,15</b>	<b>3,04</b>
Marge opérationnelle courante	% 55,0	20,1	40,6
Coefficient d'exploitation bancaire	%		
<b>Résultat d'exploitation (EBIT)</b>	<b>MTND 3,07</b>	<b>1,10</b>	<b>2,94</b>
Impôts sur les sociétés	MTND -0,70	-0,30	-0,70
Mises en équivalence	MTND		
Intérêts minoritaires	MTND		
<b>Résultat net ajusté, pdg</b>	<b>MTND 2,58</b>	<b>0,81</b>	<b>2,66</b>
Résultat corrigé et dilué	MTND 2,58	0,81	2,66
Acquisitions de titres	MTND -0,85	-2,38	-0,33
Dividendes (maison mère)	MTND -0,70	-1,40	-0,48
Charge d'intérêts sur dette Tier 1	MTND 0,00	0,00	0,00
Augmentation de capital	MTND 8,50	0,00	0,00
Variation de dette Tier 1	MTND		

## Mesure Du Risque

	12/10A	12/11E	12/12E
Encours pondérés totaux	MTND 178	204	256
Total actifs / fonds propres	% 28,3	22,8	19,3
Ratio de liquidité (dépôts de la client...)	% 0,68	1,42	1,42
Coefficient de charge du risque	bp -77,0	30,0	-17,0
Taux de couverture des prêts douteux	% 100	100	100
Taux de couverture des prêts compro...	% 70,6	71,0	72,0

## Données Par Action

	12/10A	12/11E	12/12E
Nbre d'actions net de l'autocontrôle (f...)	Mio 4,00	4,00	4,00
Nombre d'actions dilué (moyen)	Mio 4,00	4,00	4,00
<b>BPA ajusté (avant amort. des survale...</b>	<b>TND 0,65</b>	<b>0,20</b>	<b>0,67</b>
Actif net réévalué par action	TND		
<b>Dividende net par action</b>	<b>TND 0,35</b>	<b>0,12</b>	<b>0,33</b>

## Bilan

	12/10A	12/11E	12/12E
Prêts et créances sur la clientèle	MTND 101	123	156
Instruments financiers en valeur de ...	MTND 0,00	0,00	0,00
<b>Actif total</b>	<b>MTND 111</b>	<b>136</b>	<b>171</b>
Capitaux propres part du groupe	MTND 31,5	31,0	33,1
Dont gains et pertes comptabilisés ...	MTND		
Actions de préférence	MTND		
Intérêts minoritaires	MTND		
Dette subordonnée	MTND		
Provisions pour retraite	MTND	0,00	0,00
Dépôts de la clientèle	MTND 0,76	1,92	2,44
Total quasi-fonds propres (actions de...)	MTND 0,00	0,00	0,00
<b>Passifs totaux</b>	<b>MTND 111</b>	<b>136</b>	<b>171</b>
Endettement net moyen / (trésorerie)	MTND 0,00	0,00	0,00
Actifs sous gestion	MTND		
Hors-bilan: engagements de garantie...	MTND 53,5	51,2	65,2
Hors-bilan: engagements de finance...	MTND		

## Tier 1

	12/10A	12/11E	12/12E
Fonds Tier 1 fin de période	MTND 31,5	31,0	33,1
dont dette	MTND 0,00	0,00	0,00
dont intérêts minoritaires	MTND 0,00	0,00	0,00
<b>Ratio Tier 1</b>	<b>% 17,7</b>	<b>15,2</b>	<b>13,0</b>
Ratio de fonds propres durs (hors det...)	% 17,7	15,2	13,0

## Ratios De Valorisation

	12/10A	12/11E	12/12E
PER ajusté	x 14,3	45,6	13,8
P/ANC	x 1,17	1,20	1,11
Capi. / Résultat d'exploitation brut	x 14,1	20,5	12,0
Rendement du dividende	% 3,80	1,30	3,58

Analyste : Bassem Neifer, Changements de prévisions : 04/12/2011.