

**Informations boursières :**

Secteur: Leasing  
 Prix: 9,500 dinars  
 Valeur Nominal: 5 dinars  
 Nombre d'actions offertes: 1 740 000 actions nouvelles  
 Montant de l'offre : 16 530 000 dinars  
 Jouissance des actions: 1er janvier 2013  
 Période de souscription: 28 mai au 12 juin 2013 inclus  
 Capitalisation boursière après introduction : 54 530 000 dinars.

**Actionnariat :**

Actionnaires	% du capital	
	Avant	Après
Famille DJILANI	57,69%	40,20%
United Gulf Bank	16,00%	11,15%
AL-Mal Investment	10,00%	6,97%
Tunisian International	4,00%	2,79%
Autres actionnaires	12,31%	8,58%
OPF	–	18,65%
Placement garanti	–	11,66%
<b>Total</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

**Ratios Boursiers :**

	2012	2013p
P/E	13,6x	16,4x
P/BV	1,6x	1,3x
Div yield	3,7%	4,2%

**Données financières :**

	2012	2013p
BPA	0,701	0,578
DPA	0,350	0,400
ROE	11,1%	7,6%
ROA	1,0%	1,1%
Ratio des créances classées	9,4%	8,4%
Taux de couverture des créances classées	56,7%	68,7%

**Points Forts / Opportunités:**

- Occupe la cinquième place en terme de part de marché ;
- Constituer un réseau d'agences et augmenter sa part de marché ;
- Un taux d'encadrement élevé du personnel (76,62% en 2011) ;
- Besoin en financement des PME pouvant profiter au secteur du leasing.

**Points Faibles / Menaces :**

- Rentabilité et productivité faibles par rapport au secteur ;
- Société non adossée à une banque ;
- Concurrence de plus en plus rude sur le marché ;
- Risque de hausse des taux d'intérêt et enchérissement du coût des ressources.

**Objectif de l'introduction en Bourse :**

- L'accroissement de la notoriété de la société ;
- La réduction du coût des ressources financières par la renégociation des conditions des lignes de crédits ;
- L'amélioration du rating.

**Caractéristiques de l'opération :**

La société Hannibal Lease s'introduit sur le marché principal de la cote de la bourse de Tunis à travers une augmentation de capital portant sur 1 740 000 actions nouvelles représentant 30,31% du capital après introduction.

L'émission se fera par le moyen de :

- **Une Offre à Prix Ferme** de 1 070 500 actions représentant 61,52% du capital à émettre, réparties en 3 catégories :

Catégories	Nombre d'actions	% de l'OPF	Montant (en dinars)	% du capital après offre
<b>Catégorie A :</b> Personnel de la société Hannibal Lease sollicitant au min 50 actions et au max 28 700 actions.	105 500	9,86%	1 002 250	1,84%
<b>Catégorie B :</b> Personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères et institutionnels tunisiens et/ou étrangers sollicitant au min 50 actions et au max 2 000 actions.	242 000	22,61%	2 299 000	4,22%
<b>Catégorie C :</b> Personnes physiques et/ou morales tunisiennes et/ou étrangères et institutionnels tunisiens et/ou étrangers sollicitant au min 2 001 actions et au max 28 700 actions pour les non institutionnels et 287 000 actions pour les institutionnels.	723 000	67,54%	6 868 500	12,60%
<b>Total</b>	<b>1 070 500</b>	<b>100,0%</b>	<b>10 169 750</b>	<b>18,65%</b>

La demande d'acquisition doit porter sur un nombre d'actions qui ne peut être inférieur à 50 actions ni supérieur à :

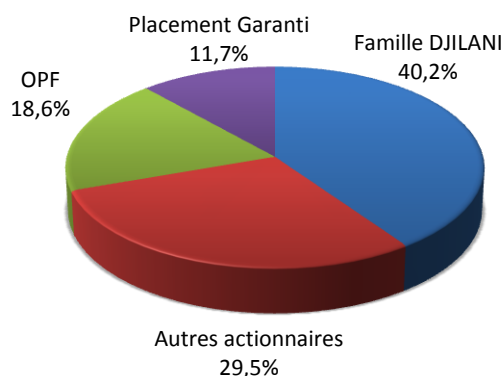
- 287 000 actions, soit 5% du capital social après augmentation pour les institutionnels ;
- 28 700 actions, soit 0,5% du capital social après augmentation pour les non institutionnels.

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

**Pour la catégorie A:** les souscripteurs à cette catégorie ne doivent pas souscrire dans les autres catégories. La souscription à cette catégorie sera centralisée chez l'intermédiaire en Bourse MAC SA.

**Pour la catégorie B:** les demandes de souscription seront satisfaites également par palier jusqu'à l'épuisement des titres alloués à cette catégorie. Les paliers de satisfaction seront fixés par la commission de dépouillement.

**Pour la catégorie C :** 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. Le reliquat non servi sera réparti par la commission de dépouillement, sans que la part de chaque institutionnel ne dépasse 5% du capital à l'issue de l'opération.



Par ailleurs, les demandes de souscription pour les OPCVM ne doivent pas porter sur plus de 10% des actifs nets, ayant servi pour le calcul de la dernière valeur liquidative publiée, précédant la date de souscription. Tout non respect de cette condition entraîne la nullité de la demande de souscription.

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

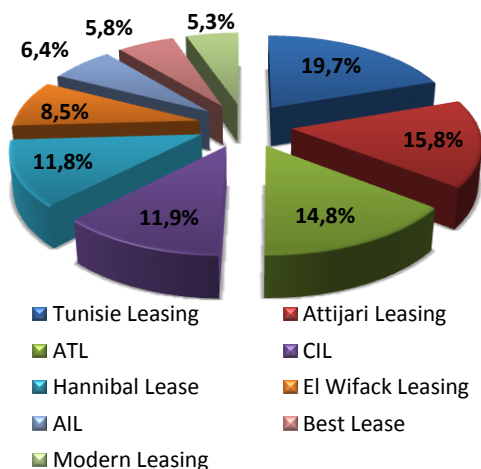
- **Un Placement Garanti** auprès d'investisseurs étrangers et/ou locaux avertis agissant pour compte propre de 669 500 actions représentant 38,48% du total des actions à émettre en numéraire, soit une enveloppe de 6 360 250 dinars, centralisé auprès de MAC SA, intermédiaire en Bourse. Le Placement Garanti sera réalisé aux mêmes conditions de prix que l'Offre à Prix Ferme. Les souscripteurs à ce placement s'engagent à ne pas céder 75% de leurs titres en bourse pendant une période d'une année à partir de la date de la première cotation en bourse.

La demande de souscription doit porter sur un nombre d'actions qui ne peut être supérieur à 5% du capital social après augmentation du capital, soit 287 000 actions pour les institutionnels, ni supérieur à 0,5% du capital social après augmentation du capital, soit 28 700 actions pour les non institutionnels.

Les souscripteurs dans le cadre du Placement Garanti n'auront pas le droit de souscrire dans le cadre de l'Offre à Prix Ferme et inversement.

**Contrat de liquidité :** Un contrat de liquidité pour une période d'une année à partir de la date d'introduction, est établi entre MAC SA, Intermédiaire en Bourse et deux actionnaires actuels de la société Hannibal Lease à savoir Mr. Mohamed Hechmi Djilani et la société Investment Trust Tunisia SA, portant sur 9,92% du produit de l'Offre à Prix Ferme soit un montant de 650 000 dinars et 37 795 actions.

**Part de marché en terme de mises en force en 2012**



**Présentation de la société :**

Créée en juillet 2001, avec un capital initial de 5 000 000 dinars, Hannibal Lease est une société de leasing spécialisée dans le financement par le crédit-bail de biens mobiliers et immobiliers à usage professionnel, industriel, agricole, commercial et de service. Toutefois, son activité est orientée principalement vers les véhicules de tourisme, les véhicules utilitaires et les poids lourds.

Par rapport aux sociétés de leasing opérant sur le marché, la société Hannibal Lease occupe la cinquième place en termes de part de marché, avec des mises en force de 164 600 mDT à la fin de l'année 2012.

Le 2 août 2012, l'agence de notation Fitch Ratings a attribué à Hannibal Lease la note de BB- (tun) à long terme avec perspective stable et B (tun) à court terme. Cette notation reflète les risques accrus qui pèsent sur les fondamentaux de la société en raison de la forte détérioration de sa rentabilité et de l'affaiblissement de sa qualité d'actifs. En outre, la liquidité de la société Hannibal Lease demeure tendue et plus serrée que celle de ses homologues.

**Activité de la société :**

Les mises en force la société Hannibal Lease sont passées de 111 200 mDT en 2009 à 164 600 mDT en 2012, soit un taux de croissance annuel moyen de 14,0%. Cette performance est essentiellement portée par le secteur des services qui représentent plus de 46% du total des mises en force.

Après une année 2010 particulièrement faste pour la société avec une croissance des mises en force de 77,5% par rapport à 2009, l'année 2011 a été marquée par une forte contraction de l'activité -36,1% suite aux troubles sociaux économiques qu'a connus la Tunisie.

La structure des encours financiers de la société Hannibal Lease par type de produit se caractérise par une prépondérance du matériel roulant aux alentours de 79,2% en 2012 sur un total des encours financiers de 272 800 mDT, offrant un bon rapport Rendement/Risque compte tenu de la possibilité d'écouler le matériel roulant sur le marché d'occasion avec des délais raisonnables en cas de non paiement de la dette.

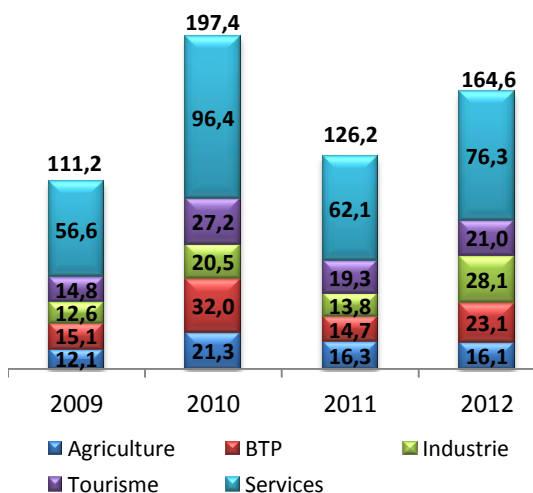
**Analyse financière de la société :**

En termes de qualité d'actifs, les engagements classés représentent 9,4% du total des engagements en 2012 contre une moyenne de 8,5% pour le secteur coté.

Par ailleurs, la couverture de ces engagements classés est de 56,7% en 2012 largement inférieur à la moyenne sectorielle de 64,4% et aux recommandations de la Banque Centrale de Tunisie.

En matière de productivité, la société Hannibal Lease affiche un coefficient d'exploitation de 43,2% en 2012 en constante détérioration sur les 3 dernières années, imputable essentiellement à la hausse des charges de personnel de qui ont progressé entre 2009 et 2012 de 29,5% contre une hausse de 16,9% des produits nets de leasing. Ce coefficient est largement supérieur à la moyenne sectorielle qui est de 37,6% en 2012.

**Répartition sectorielle des mises en force (en MDT)**



	2009	2010	2011	2012
Créances classées	5,5%	6,2%	8,7%	9,4%
Couverture	77,5%	64,7%	55,5%	56,7%
Coef. d'exploitation	42,8%	36,6%	42,4%	43,2%
Taux de financement	10,8%	10,0%	9,6%	9,5%
Coût des ressources	6,6%	5,9%	5,9%	5,8%

La société Hannibal Lease affiche un taux de financement moyen aux alentours de 9,5% en 2012 contre 10,8% en 2009, une baisse qui s'explique par la forte concurrence que se livrent les sociétés de leasing pour garder leur part de marché.

En matière de ressources, le financement de la société Hannibal Lease repose principalement sur les crédits bancaires et les emprunts obligataires. Le coût moyen des ressources est de 5,8% en 2012.

La société Hannibal Lease a clôturé l'exercice 2012 avec un résultat net de 2 804 mDT contre 3 098 mDT initialement prévu, cette contre performance est due essentiellement à une progression plus prononcée des dotations aux provisions que celles retenues dans le Business Plan de la société.

### Stratégie de développement :

La stratégie de développement de la société Hannibal Lease sur la prochaine période s'articule autour des axes suivants :

- Le renforcement de la structure commerciale et des procédures de contrôle et de gestion ;
- L'accroissement de la part de marché ;
- La maîtrise du risque crédit ;
- La restructuration des ressources financières par le recours aux crédits à moyen terme et aux emprunts obligataires ;

### Les investissements futurs :

Le montant des investissements que prévoit de réaliser la société Hannibal Lease, sur la période du Business Plan 2012-2016, totalise 6 425 mDT réparti comme suit :

En mDT	2012e	2013 P	2014 P	2015 P	2016 P	Total
Immobilisations incorporelles	12	–	–	–	–	12
Immobilisations corporelles	525	345	125	5 175	175	6 345
Autres actifs non courant	67	0	0	0	0	67
<b>Total investissements</b>	<b>605</b>	<b>345</b>	<b>125</b>	<b>5 175</b>	<b>175</b>	<b>6 425</b>

Le principal des investissements sera réalisé en 2015 par l'acquisition d'un siège social pour une enveloppe de 5 000 mDT.

### Les hypothèses retenues par la société Hannibal Lease pour élaborer son business plan :

- ✓ Les mises en force devraient atteindre 220 000 mDT en 2016 contre 160 000 mDT estimés en 2012. Le management de la société a tenu compte dans ses prévisions du contexte politique et économique encore instable du pays. Ainsi, il a opté pour une progression des mises en force de 3,1% pour l'année 2013 et une croissance annuelle moyenne de 10,1% à partir de 2014.
- ✓ La société prévoit un taux de sortie moyen de 9,75% sur la durée prévisionnelle. Un autofinancement de 15% sur les montants hors taxes à financer et une durée moyenne de 42 mois pour les nouveaux financements. Ainsi, les intérêts et produits assimilés de leasing devraient passer de 23 106 mDT en 2011 à 31 969 mDT en 2016, soit un taux de croissance annuel moyen de 6,7%.
- ✓ Pour le calcul des charges financières, le management a retenu un coût de financement sur la base d'un TMM de 4,25% à partir de 2013. Ainsi, les intérêts et charges assimilées devraient atteindre 17 313 mDT en 2016 contre 12 564 mDT en 2011, soit un taux de croissance annuel moyen de 6,6%.
- ✓ Les produits nets de leasing devraient enregistrés sur la période prévisionnelle un taux de croissance annuel moyen de 6,6% pour atteindre 14 698 mDT en 2016 contre 10 664 mDT en 2011.

- ✓ Les frais du personnel tiennent compte d'une augmentation annuelle moyenne de 8,9% expliquée par les augmentations légales annuelles de la masse salariales et des recrutements futurs prévus par la société Hannibal Lease. Ainsi, les charges de personnel devraient s'établir à 3 800 mDT en 2016 contre 2 483 mDT en 2011. Ce qui est de nature à peser sur le coefficient d'exploitation qui sera aux alentours de 46,5% durant la période du business plan.
- ✓ Le management de la société prévoit un résultat net de 4 962 mDT en 2016 contre 2 048 mDT en 2011, soit un taux de croissance annuel moyen de 19,4%.
- ✓ L'impôt sur les sociétés est calculé sur la base d'un taux annuel de 35% jusqu'au terme de l'année 2012. Il passera à 20% à partir de 2013, après la réalisation de l'opération d'introduction en bourse de la société.
- ✓ Pour la rémunération des actionnaires, la société prévoit un payout supérieur à 60% sur la durée du Business Plan.

## Business Plan :

En mDT	Réalisé			Prévu					TCAM 2011/2016
	2010	2011	2012	2012e	2013p	2014p	2015p	2016p	
<b>Mise en Forces</b>	<b>197 400</b>	<b>126 390</b>	<b>164 600</b>	<b>160 000</b>	<b>165 000</b>	<b>180 000</b>	<b>200 000</b>	<b>220 000</b>	<b>11,7%</b>
<i>Variation</i>	<i>77,7%</i>	<i>-36,0%</i>	<i>30,2%</i>	<i>26,6%</i>	<i>3,1%</i>	<i>9,1%</i>	<i>11,1%</i>	<i>10,0%</i>	<i>-</i>
Intérêts et produits assimilés de leasing	19 865	23 106	24 619	24 428	25 158	27 547	30 065	31 969	6,7%
Intérêts et charges assimilées	-9 626	-12 564	-12 948	-12 901	-13 923	-15 068	-16 331	-17 313	6,6%
<b>Marge commerciale</b>	<b>10 239</b>	<b>10 542</b>	<b>11 671</b>	<b>11 527</b>	<b>11 234</b>	<b>12 479</b>	<b>13 734</b>	<b>14 656</b>	<b>6,8%</b>
<i>Variation</i>	<i>41,2%</i>	<i>3,0%</i>	<i>10,7%</i>	<i>9,3%</i>	<i>-2,5%</i>	<i>11,1%</i>	<i>10,1%</i>	<i>6,7%</i>	<i>17,8%</i>
Produits des placements	897	104	135	151	154	151	147	42	-16,7%
Autres produits d'exploitation	0	18	24	0	0	0	0	0	-
<b>Produits nets</b>	<b>11 136</b>	<b>10 664</b>	<b>11 830</b>	<b>11 678</b>	<b>11 389</b>	<b>12 630</b>	<b>13 881</b>	<b>14 698</b>	<b>6,6%</b>
<i>Variation</i>	<i>50,4%</i>	<i>-4,2%</i>	<i>10,9%</i>	<i>9,5%</i>	<i>-2,5%</i>	<i>10,9%</i>	<i>9,9%</i>	<i>5,9%</i>	<i>-</i>
Charges de personnel	1 992	2 483	2 981	2 950	3 050	3 300	3 550	3 800	8,9%
Dotations aux amortissements	337	366	353	349	394	377	542	590	10,0%
Autres charges d'exploitation	1 751	1 668	1 780	1 750	1 950	2 115	2 290	2 480	8,3%
<b>Total des charges d'exploitation</b>	<b>4 080</b>	<b>4 517</b>	<b>5 114</b>	<b>5 049</b>	<b>5 394</b>	<b>5 792</b>	<b>6 382</b>	<b>6 870</b>	<b>8,7%</b>
<i>Coefficient d'exploitation</i>	<i>36,6%</i>	<i>42,4%</i>	<i>43,2%</i>	<i>43,2%</i>	<i>47,4%</i>	<i>45,9%</i>	<i>46,0%</i>	<i>46,7%</i>	<i>-</i>
<b>Résultat d'exploitation avant provisions</b>	<b>7 056</b>	<b>6 147</b>	<b>6 716</b>	<b>6 629</b>	<b>5 995</b>	<b>6 839</b>	<b>7 499</b>	<b>7 828</b>	<b>5,0%</b>
Dotations nettes aux provisions et résultat des créances radiées	3 431	3 657	2 938	2 250	1 800	1 600	1 500	1 575	-15,5%
Dotations nettes aux autres provisions	272	15	27	150	0	0	0	0	-
Dotations aux provisions pour risques divers	0	0	0	50	50	50	50	50	-
<b>Résultat d'exploitation</b>	<b>3 353</b>	<b>2 475</b>	<b>3 750</b>	<b>4 179</b>	<b>4 145</b>	<b>5 189</b>	<b>5 949</b>	<b>6 203</b>	<b>20,2%</b>
Autres pertes ordinaires	-2	-1	-1	0	0	0	0	0	-
Autres gains ordinaires	21	13	1	0	0	0	0	0	-
<b>Résultat des activités ordinaires avant impôt</b>	<b>3 372</b>	<b>2 487</b>	<b>3 750</b>	<b>4 179</b>	<b>4 145</b>	<b>5 189</b>	<b>5 949</b>	<b>6 203</b>	<b>20,1%</b>
Impôts sur les bénéfices	-565	-440	-946	-1 081	-829	-1 038	-1 190	-1 241	-
<b>Résultat net</b>	<b>2 807</b>	<b>2 048</b>	<b>2 804</b>	<b>3 098</b>	<b>3 316</b>	<b>4 151</b>	<b>4 759</b>	<b>4 962</b>	<b>19,4%</b>

## Valorisation :

L'évaluation de la société Hannibal Lease a été effectuée sur la base d'un business plan de la période allant de 2012 à 2016 selon les trois méthodes suivantes, jugées les plus pertinentes par l'évaluateur :

- La méthode des Discounted Cash Flow (DCF) ;
- La méthode Bates ;
- La méthode des comparables.

Le taux d'actualisation retenu est calculé par le recours au modèle d'évaluation des actifs financiers MEDAF selon les hypothèses suivantes :  $\beta_{\text{endetté}}=1,85$  ; taux sans risque de 6,28% et une prime de risque marché de 7,0%, soit un coût du capital de 12,22%. En outre un taux de croissance à l'infini de 1,5% a été retenu.

Pour la méthode BATES, l'évaluateur a retenu les éléments suivants :

- Taux de croissance des bénéfiques (2011-2016p) de 19,4% ;
- PER de sortie de 18,3x ;
- Payout de 61,4%.

Méthode	Valeur des fonds propres calculée par l'évaluateur en mDT	Prix de l'action calculée par l'évaluateur en DT
Méthode des DCF	47 734	11,933
Méthode Bates	42 095	10,524
Méthode des comparables	41 126	10,281
<b>Moyenne</b>	<b>43 652</b>	<b>10,913</b>
Décote		-12,95%
<b>Prix offert</b>		<b>9,500</b>

Le prix proposé est de 9,500 dinars, soit une décote de 12,95% par rapport à la moyenne des méthodes retenues. Ce prix correspond à une valorisation de la société Hannibal Lease, avant augmentation de capital, de 38 000 mDT.

## Recommandation :

La société Hannibal Lease opère dans un marché fortement concurrentiel, caractérisé actuellement par une hausse du coût des ressources et une détérioration de la conjoncture économique. Toutefois, à moyen terme un retour à la croissance de l'économie national permettra à la société d'atteindre ses objectifs de développement. Par ailleurs, grâce à cette augmentation de capital la société Hannibal Lease pourra consolider ses fonds propres et améliorer ainsi sa solidité financière.

Avec un prix d'introduction de 9,500 dinars le titre affiche un P/E de 13,6x les bénéfiques de 2012 (moyenne sectorielle 14,4x) et un P/E de 16,4x les bénéfiques prévus de 2013 (moyenne sectorielle prévue 10,4x). La rémunération des actionnaires sera généreuse avec un rendement en dividende de 4,2%. Nous recommandons de souscrire à l'OPF dans une optique de placement à moyen terme.

## Lexique

Terme	Désignation	Numérateur	Dénominateur
CA	Chiffre d'affaires	Chiffre d'affaires	
EBITDA	Earnings before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization	EBIT + dotations aux amortissements et aux provisions	
EBIT	Earnings before Interest and Taxes	Résultat d'exploitation	
ETE	Excédent de Trésorerie d'Exploitation	EBITDA - Variation du BFR	
CP	Total capitaux propres	Total capitaux propres	
	Dettes nettes	Dettes financières LT + dettes financières CT - disponibilités - placements financiers	
	Taux de Marge brute	Marge brute	CA
	Taux de Marge d'EBITDA	EBITDA	CA
	Taux de Marge opérationnelle	EBIT	CA
	Taux de Marge nette	Résultat net	CA
ROE	Return on equity	Résultat net	Total capitaux propres
ROA	Return on assets	Résultat net	Total Actifs
Gearing	Gearing	Dettes financières nettes	Total capitaux propres
BPA	Bénéfice par action	Résultat net	Nombre d'actions
DPA	Dividende par action	Bénéfice distribué aux actionnaires	Nombre d'actions
VE	Valeur de l'entreprise	Capitalisation Boursière + dettes financières nettes - immobilisations financière + Intérêts minoritaires	
VE/CA		VE	CA
VE/EBITDA		VE	EBITDA
VE/EBIT		VE	EBIT
P/E	Price Earning ratio	Capitalisation Boursière	Résultat net