

CIL

Leasing

Jeudi 27 Mai 2010

Cours de référence : 38,50DT

Recommandation : acheter

DIV : 0,720 DT (Détachement 10 Juin 2010)

Yield : 1,87%

COMPTE DE RESULTAT

	2008	2009	Var
Marge d'intérêt	12 160	14 457	18,89%
Produit net	12 591	14 881	18,11%
Coefficient d'exploitation	31,37%	32,59%	-
EBIDTA	8 647	10 032	16,01%
Coût du risque	25,43%	6,17%	-
Résultat d'exploitation	5 442	9 114	67,46%
Résultat net	4 274	7 338	71,69%
ROE	15,37%	22,02%	-

RATIOS DE VALORISATION

	CIL	Secteur
Capitalisation/CA	4,31	5,93
PER	15,77	20,76
PBK	3,47	3,38
Capitalisation/Produit net	7,78	10,03
Capitalisation/ EBIT	12,70	14,86
Capitalisation/CA	4,31	5,93

FLASH VALEUR

Target price : 42,430DT

L'année 2009... Une liste de résultats concluants

A l'issue de l'exercice 2009, la CIL a affiché des performances fort probantes au niveau opérationnel, entraînant un résultat net en croissance de 71,69% qui passe de 4,274MDT en 2008 à 7,338 MDT en 2009.

Cette évolution ne fait que conforter la place de choix que détient la société au sein de son secteur. En effet, la CIL conserve sa troisième place avec une part de marché de 15%. Néanmoins, on a pu déceler quelques signes de ralentissement de l'activité par rapport au secteur. En effet, la production marque un bond de 10,3% par rapport à 2008 (vs une croissance de +23,3% pour le secteur). La société a souffert de l'agressivité de certains acteurs des leaseurs notamment Attijari leasing qui profite de son adossement à Attijari Bank pour bénéficier de taux de refinancements bas.

L'encours de crédit-bail garde une bonne dynamique et passe de 218,3MDT à 245,7MDT en 2009, soit une évolution de 12,5%. Ce dernier étant constitué à hauteur de 69,7% de matériels de transport : A l'instar de tout le secteur, CIL se tourne vers les financements petits tickets à même de réduire les risques sur le portefeuille.

Sous l'impulsion de la hausse de 10,86% à 26,85 MDT du chiffre d'affaires, le produit net se hisse de 18% à 14,881MDT contre 12,5MDT une année auparavant. Cette performance demeure attribuable à la bonne orientation de la production mais aussi à la bonne maîtrise des charges financières.

Afin d'accompagner la croissance des mises en force, le portefeuille de refinancement s'élargit de 19% à 231MDT issu de la contraction de trois emprunts obligataires pour un total de 60MT. Parallèlement, les charges financières des emprunts progressent moins rapidement se situant à 12,429MDT en 2009 contre 12,101 MDT en 2008, soit une croissance de 2,7%. Cette hausse modérée des charges peut être expliquée en partie aux conditions favorables de marché pour les émissions obligataires.

Malgré une hausse de 22,68% des charges d'exploitation, le coefficient d'exploitation augmente de 1 point de pourcentage passant de 31,37% à 32,5% en 2009. De ce fait, le résultat d'exploitation avant provision se hisse de 16% à 10,032MDT contre 8,647MDT en 2009.

Détenant une bonne marge de sécurité de son portefeuille, le coût du risque de la société s'est nettement contracté où la charge de provisionnement ne constitue en 2009 que 6,17% du Produit net contre 25% en 2008.

QUALITE D'ACTIFS

	2007	2008	2009
Créances classées	9,75%	7,99%	6,50%
Taux de couverture	88%	94,37%	93,99%

En capitalisant sur sa stratégie prudente entreprise depuis quelques années et une meilleure sélectivité en termes d'octroi de crédits, CIL peut se vanter d'avoir une des meilleures qualités d'actifs du secteur : un taux des créances classées de 6,5% (7,99% en 2008) et un taux de couverture de 93,99% (94,37% en 2008). La société détient un taux de recouvrement performant de 95%. Eu égard à ces évolutions, le résultat d'exploitation s'établit à 9,1MDT en 2009 contre 5,4MDT en 2008.

Au final, et grâce à ses bonnes performances commerciales, le résultat net enregistre une hausse de 71% à 7,33MD, portant ainsi le ROE à 22% (contre 15,37% en 2008), un rendement très attractif pour l'actionnaire.

Suite à ces bonnes performances, le Conseil d'Administration a opté pour une distribution gratuite d'actions en laissant inchangé le dividende. Une augmentation de capital a été approuvée portant sur la distribution d'une action gratuite pour 3 anciennes (jouissance 1^{er} Janvier 2010, Détachement le 11 Juin 2010). Le dividende unitaire est fixé à 0,720DT, distribué à partir 10 Juin 2010.

Perspectives et recommandation

Après une année pour le moins qu'on puisse dire exceptionnelle en termes de résultat, CIL maintiendra le cap sur une croissance maîtrisée de sa production (+15% pour les mises en force). La société compte rattraper son retard par rapport au secteur et conserver sa part de marché.

Au niveau des résultats opérationnels, la société pourrait garder la même cadence de croissance aux alentours des 20%. L'effet des reprises sur provision sera moindre qu'en 2009, laissant deviner une croissance du résultat net plus serrée.

Notre valorisation basée sur les méthodes Discounted Cash Flow et celle des comparables boursiers aboutie à un cours cible de 42,430DT présentant une décote du cours actuel de 10,20%, pour une évaluation qui reste raisonnable (PER 17,34x) d'où notre recommandation d'acheter le titre.