

Membre de la BRVM

CGF BOURSE

Société de gestion et d'Intermédiation agréée

LETTRE MENSUELLE

N° 96 - Septembre 2007

ANALYSE BOURSIERE

Le marché secondaire en forte hausse, l'indice BRVM 10 dépasse la barre des 200 points.

Les indices de la Bourse Régionale des Valeurs Mobilière (BRVM) de l'UEMOA ont clôturé le mois d'août en fortes hausses. En effet, l'indice **BRVM 10** s'affiche à 221,66 points, soit une progression de 12,94% tandis l'indice **BRVM composite** se valorise de 14,11%, à 195,61 points. Les indices ont été tirés par le regain d'activité observé sur les secteurs « Industrie », « Agriculture » et « Services Publics » dont certaines valeurs présentent de fortes plus-values. La capitalisation boursière de l'ensemble des valeurs coté suit la même tendance et enregistre une hausse de 14,11%, à 3 589 milliards de Fcfa. Celle des valeurs composant l'indice BRVM 10 s'apprécie de 12,94%, à 2 783 milliards de Fcfa. Par contre, la capitalisation boursière du marché obligataire a subi une légère baisse de 0,40%, à 479 milliards de Fcfa.

Le secteur « **Finance** » arrive encore en tête, en terme de volume de transaction, avec 1 021 510 titres négociés, soit 70,45% du volume total du marché. Le titre ETIT revient à la hausse et affiche un gain de 3,77%, à 550 Fcfa. ETIT totalise 940 931 titres transigés, soit 92,11% du volume sectoriel. BOA NG se ressaisi et offre une plus-value de 4,70%, à 31 200 Fcfa. Malgré cette embellie en terme de nombre de titres transigés, le secteur ne représente que 16,36% (2,87 milliards de Fcfa) de la valeur totale des transactions mensuelles (17,54 milliards de Fcfa).

Le secteur « **Agriculture** » enregistre 340 731 titres échangés, soit 23,50% du volume mensuel. PALM CI a été le titre le plus dynamique avec 330 578 titres négociés, soit 98,02% du volume sectoriel. Son cours offre une plus-value de 8,59%, à 10 750 Fcfa. PH CI, continuant sa fulgurante progression, affiche la hausse la plus importante du secteur (la 3^{ème} du marché), soit 60,07%, à 12 005 Fcfa mais pour un faible volume d'échange de 1 175 titres (0,34% du volume sectoriel). SOGB CI et SAPH CI gagnent, respectivement, 20%, à 30 000 Fcfa et 10,29%, à 30 000 Fcfa. SICOR CI perd 13,54%, à 3 800 Fcfa.

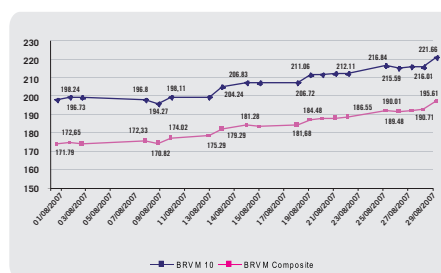
Le secteur « **Services Publics** » affiche 72 996 titres négociés, soit 5,03% du volume total des transactions mensuelles. Toujours fortement demandée par les investisseurs étrangers, SONATEL SN reste la valeur la plus dynamique avec 71 140 actions échangées, soit 97,46% du volume sectoriel. Son cours enregistre une hausse de 17,86%, à 165 000 Fcfa. L'action SONATEL SN représente, à elle seule, 62,62% (10,98 milliards de Fcfa) de la valeur totale des transactions mensuelles de la BRVM (17,54 milliards de Fcfa). Les deux autres titres qui composent le secteur, à savoir SODE CI et CIE CI, sont également en progression et gagnent, respectivement, 16,93%, à 9 360 Fcfa et 13,74%, à 13 200 Fcfa. Notons que du 20 au 30 août, SODE CI s'est maintenue à 10 000 Fcfa avant de chuter au dernier jour de cotation.

Le secteur « **Industrie** » présente un volume négocié de 13 050 titres, soit 0,90% des échanges mensuels du marché. Le secteur enregistre de fortes plus-values, les plus importantes du marché, en l'occurrence, sur les valeurs TRITURAF CI et UNILEVER CI, respectivement, de 94,06%, à 6 210 Fcfa et de 82,50%, à 45 900 Fcfa. Selon les responsables de TRITURAF, ces mouvements de leur action restent inexplicables, ne trouvant pas leur source dans les informations fournies par leur société. Pour sa part, la Direction Générale de UNILEVER estime que la hausse du cours de leur titre serait due à la nette amélioration des résultats financiers qui sont passés d'une perte de 10,6 milliards de Fcfa en 2005 à un bénéfice de 6,9 milliards de Fcfa en 2006, soit un redressement significatif de près de 17 milliards de Fcfa. Cette reprise pourrait également se justifier par la remarquable évolution des cours des actions des sociétés PALM CI et PH CI dans lesquelles UNILEVER CI détient la majorité du capital. SOLIBRA CI et SICABLE CI gagnent, respectivement, 25,46%, à 340 000 Fcfa et 20,93%, à 10 400 Fcfa. UNIWAX cède 11,30%, à 10 640 Fcfa.

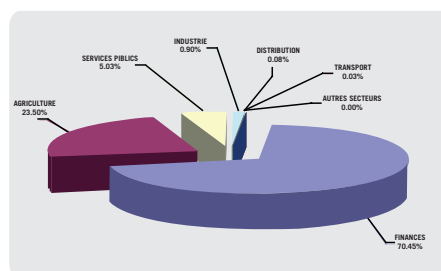
Les secteurs « **Distribution** » et « **Transport** » affichent des volumes de transaction plutôt marginaux avec 1 140 et 491 titres échangés, soit 0,08% et 0,03% du volume global du marché. Dans la « **Distribution** », BERNABE CI et TOTAL CI progressent, respectivement, de 18,62%, à 17 200 Fcfa et de 12,01%, à 84 010 Fcfa. SARI enregistre une moins-value de 7,14%, à 52 000 Fcfa. Dans le secteur « **Transport** », SDV-SAGA CI connaît une forte hausse de 59,59%, à 54 285 Fcfa.

Le **marché obligataire** a été particulièrement dynamique au mois d'août avec 407 311 titres négociés pour une valeur totale de 4 041 692 110 Fcfa. L'essentiel des transactions a été réalisé sur deux lignes obligataires : D'une part, « TPCI 6,5% 2006-2009 » qui a enregistré de grosses opérations, les 1^{er} et 24 août, avec des volumes d'échange respectifs de 50 155 titres à 9920, soit 497 537 600 Fcfa et 300 000 titres, à 9 910, soit 2 973 000 000 Fcfa et, d'autre part, « CAA Bénin 6% 2007-2012 » dont 50 000 obligations ont été échangés à 10 000 Fcfa, soit 500 000 000 Fcfa.

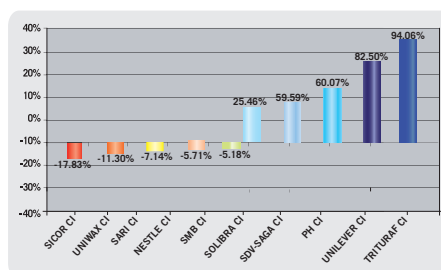
Evolution des indices - Août 2007



Volumes sectoriels - Août 2007



Plus fortes baisses / hausses - Août 2007



CGF BOURSE logo and certification information: Certifié ISO 9001 : 2000 par BVQI, 1ère SGI Ouest africaine certifiée ISO 9001 version 2000.

THEME DU MOIS

Le LBO ou le rachat d'entreprise avec effet de levier

Les investisseurs motivés mais peu fortunés ont trouvé leur solution pour racheter des entreprises : le LBO (Leverage By Out). Cette technique d'acquisition d'entreprise par emprunt est devenue monnaie courante sur les marchés financiers. Elle est utilisée pour racheter des entreprises avec un minimum de fonds. En effet, il s'agit d'un montage financier reposant sur l'endettement car l'opération de LBO consiste, pour l'investisseur qui souhaite racheter l'entreprise, à n'apporter qu'une partie des fonds nécessaires (généralement un tiers) et de se procurer le solde à l'aide d'un emprunt. Le LBO est finalement un montage assez similaire à celui utilisé pour l'acquisition d'un bien immobilier à usage locatif, par exemple d'un appartement. Le particulier apporte 10 à 15% de la valeur du bien et il emprunte le reste.

Concrètement, un montage de LBO nécessite la création d'une société holding. C'est elle qui souscrit le ou les emprunts. Ses fonds propres sont constitués des capitaux investis par la société de capital transmission et par ses éventuels partenaires (management de l'entreprise, anciens actionnaires...). Avec les fonds ainsi levés, cette holding rachète l'entreprise cible. Elle en est généralement actionnaire à hauteur d'au moins 95%, pour permettre l'intégration fiscale de sa filiale et réduire son impôt. La société rachetée verse des dividendes à la holding qui peut ainsi rembourser sa dette, majorée des intérêts, à sa banque. Pour les investisseurs, ce montage présente enfin l'avantage de dégager une plus grande rentabilité que s'ils n'avaient pas recours à la dette. C'est l'effet dit de "levier financier" (leverage en anglais).

Si les LBO réalisées en Europe ou aux Etats-Unis sur de grandes entreprises, parfois cotées, sont les plus médiatiques, ce montage s'adresse avant tout aux PME/PMI. Tous les secteurs économiques sont concernés. L'industrie et, de manière plus générale, les secteurs d'activité plus matures sont naturellement plus représentés dans le capital transmission que dans le capital risque, très tourné vers les nouvelles technologies et les entreprises plus jeunes. Les sociétés concernées par ce mode de financement se répartissent en deux grandes catégories. Il peut s'agir d'entreprises patrimoniales dont le dirigeant-créateur souhaite se désengager, ou de filiales dont le groupe choisit de se séparer car elles sont hors de son cœur de métier. Dans le cas de la transmission d'une entreprise patrimoniale, le processus peut, par ailleurs, se faire en deux temps : suite à un premier LBO, le créateur peut rester partie prenante tout en devenant minoritaire, avant de se désengager totalement lors d'une deuxième levée de fonds (dite LBO secondaire).

En 2006, les fonds d'investissement ont engagé plus de 660 milliards de dollars en LBO. Si les fonds les plus puissants tels que Kohlberg Kravis Roberts (KKR), Texas Pacific Group (TPG) et Carlyle, tous américains, opèrent essentiellement en Amérique du Nord, en Europe et en Asie, l'Afrique, particulièrement l'Afrique du Sud, intéresse de plus en plus ce type d'investisseur car présentant d'importantes opportunités de diversification pour les capital-investisseurs. En deux ans, près d'1 milliard de dollars ont été levés pour investir sur le continent, notamment dans les télécommunications.

La condition de base pour lever des fonds par le capital transmission reste le profil de la société et ses projets. Si l'entreprise présente un potentiel de développement de son chiffre d'affaires et de sa performance, les investisseurs sont susceptibles d'être intéressés. A partir de là, plusieurs cas peuvent se présenter, de l'entreprise avec une croissance modérée mais régulière à une autre, moins constante dans le temps, mais présentant un potentiel de développement très fort. En tout état de cause, l'entreprise devra créer suffisamment de valeur pour permettre au fonds de réaliser une plus-value suffisante lorsqu'il la revendra.

Par ailleurs, le management est considéré comme un pilier de la réussite d'une opération de LBO. En effet, le management de l'entreprise rachetée a un rôle central à jouer dans une transmission par LBO. Deux cas de figure se présentent. Soit la société dispose de cadres sur lesquels elle peut asseoir son développement et elle les garde : on parle alors de MBO (Management Buy Out). Soit ce n'est pas le cas et le fonds qui investit fait venir avec lui des managers extérieurs : c'est alors un MBI (Management Buy In). Dans toute opération de capital investissement, la question du management est primordiale car, même dans le cas où le fonds est assez impliqué dans l'accompagnement de l'entreprise, ce n'est jamais lui qui la dirige au quotidien. C'est pour cela que, dans le capital transmission, les managers sont pratiquement toujours parties prenantes de l'investissement. Cela permet d'aligner leurs intérêts sur ceux du fonds d'investissement. Une organisation qui garantit également une grande efficacité dans la gouvernance de l'entreprise rachetée.

Cependant, malgré ces opportunités pour les managers et l'avantage lié à l'effet de levier pour l'investisseur, les opérations de LBO sont devenues une pratique de plus en plus fortement critiquée pour ses conséquences économiques et sociales. En effet, La difficulté du mécanisme est de ne pas acculer la société achetée à la faillite car on escompte rembourser l'emprunt par les bénéfices de l'entreprise c'est-à-dire qu'il sera financé par la remontée des cash-flows nets de la cible vers la holding. Il faut donc que la société fasse remonter des sommes

importantes, au risque de s'étouffer. D'ailleurs, en France, des syndicalistes ont monté des collectifs "anti-LBO" (Collectif LBO créé en début 2006 par des militants de la CGT) afin de dénoncer ces rachats. De plus en plus d'entreprises sont rachetées par des LBO successifs les endettant chaque fois plus. En outre, certains spécialistes considèrent que les fonds d'investissement mettent en danger le tissu industriel des pays dans lesquels ils investissent. En effet, ne restant qu'un temps très court dans une société, ils négligent toutes les dépenses non immédiatement rentables, telles que la recherche-développement ou la formation. A terme, c'est extrêmement destructeur, et pas seulement pour les entreprises concernées car le mode de gestion des fonds sert de référence à beaucoup de managers, même si les fonds en question ne sont pas présents dans le capital de l'entreprise qu'ils dirigent. Ainsi, l'exigence d'un taux de rentabilité élevé est devenue la règle. Du coup, tout le monde privilégie une gestion à court terme, avant tout financière, à la mise en œuvre d'un véritable projet industriel.

Comme dans toute opération de capital investissement, le fonds de capital transmission n'a pas pour vocation de rester indéfiniment actionnaire de la société acquise. Les montants mis à disposition par les bailleurs de fonds, que ce soit des banques, des assureurs ou des caisses de retraite, doivent obligatoirement être restitués. Le temps de détention moyen est de quatre ans mais la fourchette peut être plus large : certains grands opérateurs peuvent rester plus longtemps sur certaines de leurs participations, alors que l'on constate une rotation un peu plus rapide, mais rarement inférieure à trois ans, notamment pour les fonds entrés à l'occasion d'opérations de LBO secondaires.

Plusieurs options se présentent lors de la sortie d'un fonds du capital d'une entreprise. La cession industrielle, à un grand groupe du secteur par exemple et, plus rarement, à un investisseur individuel, en est une. D'autres fonds peuvent également être intéressés par la reprise : de nouveaux tours de table (LBO secondaires, tertiaires...) ont alors lieu. C'est l'occasion pour les managers qui le souhaitent de monter dans le capital de l'entreprise. Les opérations de LBO successives peuvent permettre à l'équipe dirigeante de devenir le premier actionnaire de l'entreprise. Elles contribuent ainsi à l'émergence d'une nouvelle forme de capitalisme industriel.

LU POUR VOUS

Le fonds Scipion est lancé

Le fonds d'investissement Scipion African Opportunities Fund (<http://www.scipion-capital.com>) a débuté ses activités sur les Bourses africaines. Le premier fonds investi sur les quarante plus grandes valeurs boursières africaines, l'indice Ai40, a été lancé. « Lors de la phase de test, la taille du fonds est de 1 million de dollars », explique Nicolas Clavel, président de Scipion Capital. « Des ajustements ont dû être faits : nous avons remplacé une valeur tunisienne par une autre en raison des contraintes imposées par la législation tunisienne et nous avons retiré la seule action zimbabwéenne en raison des divergences entre le taux de change officiel et celui en vigueur sur le marché noir. »



CGF Gestion,
1^{ère} société sénégalaise
de gestion d'actifs

CGF Gestion est une filiale de CGF Bourse

12, rue Saint-Michel, BP 11 516 Dakar
Tél : (221) 849 03 92 - Fax : (221) 842 62 83
E-mail : aniang@cgfbourse.com

ANNONCES

• Evénements sur valeurs (ESV)

11 août 2007 : Paiement des intérêts annuels et remboursement partiel du capital de l'emprunt obligataire public « BDC 5,60% 2006-2013 » de la Banque d'Investissement et de Développement de la CEDEAO pour un montant global net d'impôt de 1 352 057 280 Fcfa.

20 août 2007 : Paiement des intérêts semestriels et remboursement partiel du capital de l'emprunt obligataire public « SHELTER AFRIQUE 6,25% 2003-2010 » de la Société pour l'Habitat et le Logement Territorial en Afrique, soit un montant global net d'impôt de 415 625 000 Fcfa dont 350 000 000 Fcfa de capital à rembourser et 65 625 000 Fcfa d'intérêts.

22 août 2007 : Paiement des intérêts annuels et remboursement partiel du capital de l'emprunt obligataire public « CELTEL BF 7,15% 2003-2009 » de la société CELTEL Burkina Faso.

• Vie des émetteurs

- PH CI : Baisse du chiffre d'affaires semestriel

La société des Plantations et Huilerie de Côte d'Ivoire a réalisé, au 1^{er} semestre 2007, un chiffre d'affaires de 2,44 milliards de Fcfa, soit une baisse de 14,45% par rapport à la même période en 2006 (2,85 milliards de Fcfa). Le recul du chiffre d'affaires est principalement dû, selon les responsables de l'entreprise, à la baisse du niveau de production d'huile de palme brute. Cette baisse de production est le résultat du faible rendement des plantations de PH CI et de la réduction des approvisionnements en régimes villageois.

Le résultat avant impôt de PH CI s'affiche, en fin juin 2007, à -6,65 millions de Fcfa contre -53,81 millions de Fcfa en juin 2006. Cette amélioration s'explique par l'évolution à la hausse du prix de vente de l'huile de palme brute observée au cours du premier semestre 2007 et par la baisse du niveau des charges exceptionnelles liées au départ, de la société, d'une partie du personnel pour cause de restructuration en 2006.

Le résultat de l'année 2007 pourrait arriver à l'équilibre compte tenu de l'évolution à la hausse du prix de vente de l'huile de palme brute. Cependant, cet équilibre pourrait être « menacé » par la réduction sensible des approvisionnements en régimes de palme provenant des plantations villageoises et du faible rendement des plantations de PH CI.

- BERNABE CI : une activité en croissance

Le chiffre d'affaires du premier semestre 2007 de la société BERNABE Côte d'Ivoire s'établit à 8,93 milliards de Fcfa, contre 5,79 milliards de Fcfa pour le premier semestre 2006, soit en augmentation de 54,32%. Cette hausse s'explique essentiellement par l'amélioration des ventes dans les départements de familles de produits ci-dessous :

- Produits Métallurgiques : +71,05% ;
- Matériaux de Construction : +67,84%.

Le résultat d'exploitation, bénéficiaire de 690,32 millions de Fcfa au premier semestre 2007, soit une hausse de 55,23% par rapport à celui de juin 2006, est le reflet de la croissance de l'activité de l'entreprise.

Vos contacts à CGF Bourse

Marketing & Communication	Oumar DEME	(221) 849 03 97
Marché Secondaire et Négociation	Ndèye Khady DIACK	(221) 849 03 88
Administration et Clientèle Privée	Joséphine Odile DIOH CAMPAL	(221) 849 03 99
Chargée de Clientèle	Oumou Kalsome DIOM	(221) 849 03 95
Marché des Capitaux	Marie Odile SENE KANTOUSSAN	(221) 849 03 90
Analyse et Gestion des Engagements	Théodora DE CARVALHO DJANIE	(221) 849 03 86
Marché Primaire & Emission	Paul LÔ	(221) 849 03 98
Gestion des Actifs (CGF Gestion)	Astou DIOP	(221) 849 03 92

12, rue Saint-Michel, BP 11 516 Dakar - Tél. : (221) 849 03 99 - Fax (221) 823 38 99 - E-mail : cgfbrvm@orange.sn - Site web : www.cgfbourse.com