

Membre de la BRVM

CGF BOURSE

Société de gestion et d'Intermédiation agréée

LETTRE MENSUELLE

N° 99 - Décembre 2007

ANALYSE BOURSIERE

La BRVM en baisse d'activité

La Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM) de l'UEMOA a terminé le mois de novembre par une relative accalmie due à une baisse générale d'activité. En effet, les indices **BRVM 10** et **BRVM composite** affichent, respectivement, de légères hausses de 0,81%, à 223,08 points et 0,62%, à 198 points. **La capitalisation boursière** des valeurs composant l'indice BRVM 10 s'apprécie de 0,81%, à 2 808 milliards de Fcfa et celle de l'ensemble des valeurs cotées affiche une hausse de 0,62%, à 3 633 milliards de Fcfa. Le marché obligataire suit la même tendance et enregistre une hausse de 0,5%, à 555 milliards de Fcfa.

Le secteur «**Finance**» reste le secteur le plus dynamique en terme de volume de transaction et affiche 404 546 titres négociés, soit 87,12% des échanges totales du marché. L'essentiel des transactions a été réalisé sur ETIT (ECOBANK) qui totalise 389 564 titres transigés, soit 96,30% du volume sectoriel. Cependant, le secteur ne représente que 11,67% (684,02 millions de Fcfa) de la valeur totale des transactions mensuelles du marché (5,86 milliards de Fcfa). Son cours enregistre un gain de 2,97%, à 520 Fcfa. Les performances réalisées par le Groupe ECOBANK, au troisième trimestre 2007, ont certainement encouragé la demande du titre. En effet, le total bilan du Groupe s'établit à 4,96 milliards de dollars EU, soit une hausse de 64% par rapport à la même période en 2006. Le résultat avant impôt du Groupe affiche une progression de 41%, à 78,6 millions de dollars EU et le résultat net est en hausse de 51% sur l'exercice précédent. SGB CI et BOA Niger perdent, respectivement, 6,9%, à 27 000 Fcfa et 2,07%, à 30 995 Fcfa.

Le secteur «**Agriculture**» suit de loin avec 25 093 actions négociées, soit 5,4% du volume mensuel du marché. PALM CI a été le titre le plus actif avec 21 825 actions échangées, soit 86,98% du volume sectoriel. Son cours progresse de 11,76%, à 9 500 Fcfa. Malgré la modestie de son volume transigé (51 actions), SICOR CI gagne 7,18%, à 5 300 Fcfa. PH CI enregistre la baisse la plus importante du marché, soit -16,67%, à 8 500 Fcfa. SAPH CI et SOGB CI cèdent, respectivement, 3,45%, à 28 000 Fcfa et 3,33%, à 29 000 Fcfa.

Le secteur «**Services Publics**» affiche 16 231 titres échangés, soit 3,5% des transactions du marché. La valeur phare de la BRVM, SONATEL SN, termine le mois à son même niveau qu'en fin octobre, à 172 000 Fcfa mais reste le titre le plus dynamique avec 13 874 actions échangées, soit 85,48% du volume sectoriel. La volonté de certains investisseurs particuliers de disposer de liquidités en cette période de fêtes religieuses et de fin d'année a certainement contribué à ce léger repli du cours de l'action SONATEL SN qui avait retrouvé son niveau record de 175 000 Fcfa dans la dernière semaine du mois de novembre. SODE CI et CIE CI offre des plus values respectives de 11,22%, à 10 010 Fcfa et 2,22%, à 13 800 Fcfa. Les performances affichées par ces deux sociétés ont apparemment retenu l'attention des investisseurs qui souhaitent diversifier leurs portefeuilles. En effet, le résultat des activités ordinaires de SODE CI retrouve, au 1^{er} semestre 2007, l'équilibre à 272 millions de Fcfa. Sa production progresse de 2,7% par rapport à juin 2006 du fait d'une bonne marche et d'une meilleure disponibilité des forages selon les responsables de la société. Par contre, le montant des consommations d'eau de l'Etat ivoirien restant impayées à fin juin 2007 (estimé pour la part SODE CI à 33 milliards de Fcfa) et les tensions sur la trésorerie que cela implique, les ont conduits à rester très prudents dans l'engagement des dépenses et à décaler leurs investissements dans le temps, afin de maintenir l'équilibre de la société.

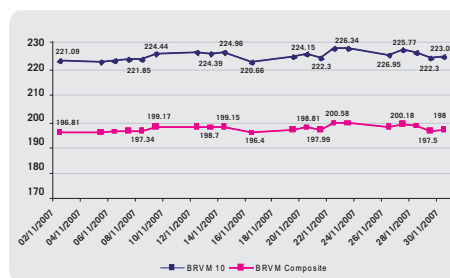
Sur la même période, le résultat avant impôt de CIE CI progresse de 34%, à 2,477 milliards de Fcfa suite à des ventes nationales en croissance de 5% par rapport au premier semestre 2006 et à une progression (+6%) des ventes des clients industriels moyenne et haute tension à Abidjan.

Le secteur «**Industrie**» totalise 14 237 actions transigées, soit 3,07% des échanges totales du marché. SICABLE continue de bénéficier des performances commerciales réalisées au 1^{er} semestre 2007 (cf. LM N° 98 - Novembre 2007) et termine le mois en hausse de 22%, à 25 010 Fcfa. SITAB CI enregistre une plus value de 15,22%, à 51 100 Fcfa. CROWN SEIM CI et UNILEVER CI perdent, respectivement, 7,49%, à 35 005 Fcfa et 4,11%, à 35 000 Fcfa.

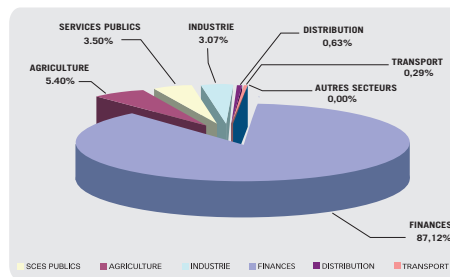
Les secteurs «**Distribution**» et «**Transport**» enregistrent de faibles volumes d'échanges avec 2 904 et 1 330 actions négociées, soit, respectivement, 0,63% et 0,29% des transactions totales du marché. Dans la «Distribution» SHELL CI et CFAO progressent de 8,33%, à 21 000 Fcfa et de 7,69%, à 21 000 Fcfa tandis que ABIDJAN CATERING chute de 14,29%, à 5 400 Fcfa. Dans le secteur «**Transport**», SIVOM CI affiche la plus forte hausse du marché, soit 66,20%, à 6 000 Fcfa.

Le **marché obligataire** connaît également une baisse d'activité et ne réalise qu'un volume de 14 524 titres transigés pour une valeur totale de 156 202 040 Fcfa. Le compartiment obligataire a enregistré, le 26 novembre 2007, la 1^{ère} cotation de l'emprunt dénommé «BOA-Mali 5,75% 2006-201 » avec comme symbole BOAM.01.

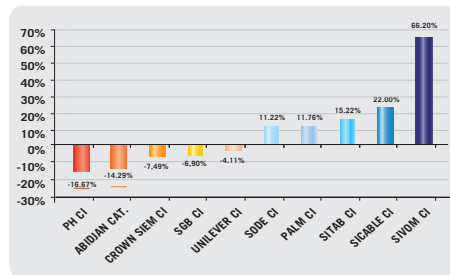
Evolution des indices - Novembre 2007



Volumes sectoriels - Novembre 2007



Plus fortes baisses / hausses - Novembre 2007



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

THEME DU MOIS

La transmission d'entreprise : un vecteur d'opportunités

La transmission doit être considérée comme un évènement naturel et normal du cycle de vie de l'entreprise. Comme tout évènement de la vie, elle s'anticipe. Elle recèlera d'autant plus d'opportunités (évolution stratégique, managériale, synergies...) qu'elle aura été appréhendée tôt. Ces opportunités favoriseront les conditions de la transmission et deviendront facteurs de croissance économique. Evaluer le juste prix de cession, assurer la continuité managériale, garder le cap de la croissance... sont les gages de la réussite de la vente d'une entreprise. Il s'agit, souvent, d'une opération délicate qui exige, au-delà des méthodes utilisées, la considération de plusieurs facteurs déterminants :

1 - L'évaluation : une étape déterminante

L'une des premières préoccupations du cédant qui cherche à pérenniser son entreprise doit être de prendre en compte la situation patrimoniale de cette dernière, a priori et a posteriori de la cession. Au-delà de l'impact fiscal (différent selon les législations), c'est surtout dans l'organisation de ses revenus futurs et de son patrimoine que la démarche d'anticipation doit être faite. En effet, l'un des éléments bloquants de la transmission se trouve bien souvent dans une problématique d'évaluation. Celle-ci, c'est-à-dire l'ensemble des méthodes qui conduisent à la valorisation, est un facteur susceptible d'influer dans la prise de décision. Des méthodes, maintenant éprouvées, permettent d'obtenir un résultat qui facilitera la vision par les acteurs du marché de la faisabilité de l'opération.

Sans conditionner définitivement le choix, la valorisation doit donc faciliter l'option de transmission choisie. Par exemple, pour une valorisation élevée, le choix sera de privilégier une cession plutôt qu'une transmission intra familiale. Ou encore, si cette valorisation est due à des éléments d'actifs (marque), la cession devrait être une solution davantage industrielle que vers un investisseur financier. Les méthodes employées ont évolué avec le temps et sont un reflet de l'évolution des mentalités. Les approches sont passées d'une valeur "patrimoniale interne" (la valeur d'une entreprise est la somme de la valeur des éléments qui la composent), à une valeur de rentabilité (une entreprise vaut par ce qu'elle dégage).

2 - Distinguer valorisation et prix de vente

Il existe parfois des différences notables entre la valorisation et le prix. Cette divergence s'explique notamment par la différence entre l'objectif initial et celui auquel on aboutit. Par exemple, une valorisation de l'entreprise faite en vue d'un montage financier de type OBO (Owner Buy Out) ne ressemblera sans doute pas au prix obtenu pour la cession industrielle finalement réalisée. Ceci pour deux raisons principalement : d'une part, le lien affectif qui lie le créateur à son entreprise est l'un des facteurs les plus courants de divergence. L'impact de ce lien s'estompe néanmoins du fait de trois éléments qui ont évolué ensemble :

- La transmission est vécue plus naturellement et de manière moins affective avec la disparition de la génération des créateurs ;
- Les méthodes d'évaluation sont de plus en plus diffusées et utilisées ;
- Les professionnels du chiffre bénéficient d'un "benchmark" étendu pour établir des comparaisons sur la valeur des sociétés.

D'autre part, l'écueil qu'a rencontré la plupart des intervenants de la transmission pourrait s'appeler la "rétro-valorisation" avec la démarche sous-jacente suivante : le cédant évalue en fait son entreprise non pas sur la base de méthodes éprouvées et partageables avec le marché, mais sur ses besoins futurs (réinvestissements, revenus, retraites...). Ceci amène, en général, une distorsion entre la valeur et le prix qui rend improbable la cession et, en tout état de cause, la pérennité de l'entreprise a posteriori.

3 - Prendre en compte le facteur humain

L'un des points souvent sous-évalués par les cédants dans la transmission est leur position d'acteurs majeurs dans le déroulement du processus. Outre leur rôle évident dans la prise de décision, leur implication est structurante par rapport à plusieurs acteurs clés :

- Les clients ou fournisseurs stratégiques dont ils sont souvent un interlocuteur privilégié ;
- Les hommes clés de l'entreprise toujours résistants au changement ;
- Les banquiers toujours en quête de stabilité.

Ils sont donc une part de la valeur de l'entreprise, et la mise en place d'un modus operandi très précis dans l'accompagnement de la transmission par le dirigeant est un facteur clé de succès. Bien sûr, plus l'entreprise est petite, plus cette influence est grande et plus le soin apporté au calendrier d'accompagnement doit être grand lors des négociations. Beaucoup de transmissions échouent à cause d'une sous-évaluation de l'importance de cette période et des obligations qui s'y attachent pour les acteurs, cédants et repreneurs. Bien des professionnels de la transmission ont été confrontés à des échecs dus à une post-transmission mal gérée. Quelques principes simples doivent être mis en avant par la définition préalable :

- Du rôle du cédant et du repreneur : ce dernier devenant obligatoirement le responsable de l'entreprise pour l'interne et l'externe.
- De la durée qui doit être adaptée aux circonstances : secteur connu ou pas du repreneur, implication réelle du cédant dans l'entreprise avant la cession... Les spécialistes s'accordent sur l'idée qu'en deçà de 6 mois, les chances de réussite de l'opération sont minimales.
- Du programme et des objectifs à atteindre : présentation des clients, du savoir-faire...

Nonobstant les points ci-dessus, qui relèvent de sa capacité et de sa volonté d'anticipation, le cédant est un élément de crédibilité de la transmission. Le simple fait de le voir s'impliquer capitalistiquement auprès du repreneur est quelque fois un facteur de stabilité.

4 - Conserver les moyens de la croissance

Il convient également d'évoquer la capacité à financer cette transmission. Ce point est crucial, car même si certaines législations offrent des facilités pour favoriser la passation, la majeure partie des transmissions est réalisée grâce à la mise en place de financements adéquats. Dans tous les cas, le financement, de quelque nature qu'il soit,

doit rester compatible avec la capacité de l'entreprise. Cette capacité doit permettre de faire face au remboursement de la dette, mais également et surtout aux besoins liés à la croissance et à l'investissement.

Le service de la dette dite d'acquisition est pour l'essentiel prélevé sur les ressources de l'entreprise cible. Une partie de ses marges de manœuvre futures est, de ce fait, absorbée par une dette non directement liée à son développement. Un montage trop agressif, c'est-à-dire où le remboursement de la dette de reprise amputerait significativement les ressources de la cible, serait à l'évidence un facteur fragilisant pour celle-ci. En d'autres termes, les montages avec une dette, dits "à effet de levier" sont un moyen formidable pour favoriser la transmission et donc la pérennité de l'entreprise sous la condition d'un plan de financement cohérent et réaliste prenant en compte à la fois les besoins d'investissements mais également les moyens financiers nécessaires à l'exploitation.

5 - Une opportunité à saisir pour tous les acteurs de l'entreprise

L'anticipation fait de la transmission un vecteur d'opportunités pour l'ensemble de la communauté de l'entreprise :

- Pour le cédant, elle est l'occasion de valider son organisation patrimoniale et de mettre en œuvre les outils nécessaires, voire de participer à une nouvelle étape.
- Pour l'entreprise, elle offre la possibilité de mener une étude fondamentale sur ce qu'elle est, sur ses facteurs clé de succès, sur ses capacités de développement, et donc de mettre en œuvre un nouveau plan stratégique, une nouvelle organisation créatrice de valeur.
- Pour les salariés, c'est avant tout une opportunité de changements et de valorisation de leurs actions.
- Pour le repreneur enfin, outre les opportunités entrepreneuriales que recèlent son projet, c'est une chance forte d'anticiper, aussi et bien sûr, au plan patrimonial, sur une transmission future.

PS : Qu'est-ce qu'un Owner By Out (OBO) ?

Un OBO est un montage de reprise d'entreprise, réalisé avec le propriétaire, dans le cadre d'une opération d'acquisition par endettement bancaire. Le principe repose sur le fait que le dirigeant actionnaire crée, avec des partenaires (capital-investisseurs, collaborateurs, famille...) une holding qui va reprendre l'intégralité du capital et des droits sociaux de l'entreprise. Le dirigeant vend une partie de ses titres contre liquidités à la holding et continue à gérer l'entreprise. La holding finance la reprise de l'entreprise grâce aux apports des partenaires et en contractant un crédit. Une part des bénéfices de l'entreprise en finance le remboursement. L'intérêt d'un OBO est de permettre la continuité managériale avant une transmission et de faire entrer de nouvelles personnes dans le capital.

LU POUR VOUS

A quand une traçabilité du risque ?

Des voix s'élèvent pour réclamer l'identification des particularités de chaque produit

Recherche repères désespérément. Tel n'est pas le titre du dernier Spielberg mais bel et bien le leitmotiv des investisseurs particulièrement déboussolés depuis l'éclatement de la crise des «subprimes». Certains commencent même à donner de la voix, se plaignant de la quantité et de la qualité de l'information dont ils ont disposé. Car à force de titriser les véhicules de titrisation eux-mêmes tirés de produits dérivés aux définitions aussi poétiques qu'incompréhensibles, les opérateurs ne savent absolument plus ce qu'ils ont en portefeuille. «On a affaire aujourd'hui à un système de poupées russes que les professionnels ne maîtrisent absolument plus. Résultat, la transparence sur certains produits d'investissement est nulle et ces mêmes opérateurs sont incapables de mesurer les risques de ces produits à leur juste valeur». Et de réclamer une «traçabilité du risque», quelque peu identique à celle élaborée pour la filière bovine. De manière à identifier, dès l'origine, l'exacte particularité de chaque outil. L'affaire ne sera pourtant pas aisée. Pour faciliter cette démarche, il faudrait tout d'abord modifier la composition des organes de régulation, de façon à introduire de nouvelles compétences susceptibles de décrypter toutes les nouveautés qui déferlent sur les marchés financiers. Recommandation qui vaut également pour les régulateurs du monde entier.

Les enjeux sont certes de taille. Car ces produits sophistiqués et incontrôlables font florès sur toutes les places internationales et sont susceptibles d'essaimer un peu partout. Mais organiser une «traçabilité» de ces véhicules demandera de réelles compétences et surtout une volonté manifeste des politiques, un tel projet étant aussi coûteux que symptomatique. Son émergence donnerait, certes, un signal fort du législateur en matière de gouvernance.

*Chronique de Pascale BESSES-BOUMARD
La Tribune, Mardi 21 août 2007*



**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) 33 849 03 92 - Fax : (221) 33 842 62 83
E-mail : aniang@cgfbourse.com

ANNONCES

• Transactions sur dossiers

- 07 novembre 2007 : 14 332 actions SGB CI ont été échangées au cours de 28 000 Fcfa ; ce qui représente une valeur totale de 401 296 000 Fcfa.

- 14 novembre 2007 : 13 368 actions SICABLE CI ont été échangées au cours de 5 000 Fcfa ; ce qui représente une valeur totale de 66 840 000 Fcfa.

• Avis de première cotation

La première cotation de l'emprunt obligataire «BOA-MALI 5,75% 2006-2011», a eu lieu le 26 novembre 2007. L'obligation «BOA-MALI 5,75% 2006-2011» a été cotée à 10 000 Fcfa, au pied du coupon. 20 titres ont été échangés pour une valeur totale de 200 000 Fcfa.

La diffusion des 200 000 obligations «BOA- Mali 5,75% 2006-2011» dans le public ayant eu lieu du 16 novembre au 15 décembre 2006 avec une date de jouissance au 20 décembre 2006, au prix de 10 000 Fcfa par obligation, la procédure d'introduction qui a été retenue pour la première journée de cotation a été la procédure ordinaire. Ainsi, le premier cours de négociation a été déterminé par la confrontation des ordres d'achat et de vente de la clientèle avec un cours fixé à 10 000 Fcfa. Le symbole adopté pour les transactions sur le titre est BOAM.01.

• Vie des sociétés

Augmentation de capital : UNIWAX porte son capital à 3,75 milliards de Fcfa par compensation de créances et par apport en numéraire.

La société UNIWAX (Symbole : UNXC) a procédé à l'augmentation de son capital par compensation de créances existantes en compte courant associés d'un montant de 3 400 000 000 Fcfa de l'actionnaire principal et par apport en numéraire des autres anciens actionnaires d'une valeur de 600 000 000 Fcfa. Ladite opération entraînera la création de 400 000 actions nouvelles qui seront cédées au prix de 10 000 Fcfa entièrement assimilées aux anciennes et portant jouissance au 1^{er} janvier 2007. Ce qui portera le capital actuel de UNIWAX de 1,750 milliard de Fcfa à 3,750 milliards de Fcfa.

La date de fermeture des registres a été fixée au 05 novembre 2007 et les souscriptions des nouvelles actions démarrées le 04 décembre ont été closes le 18 décembre 2007. Aucune parité d'échange n'a été établie.

En conséquence, la suspension de cotation des titres de la société UNIWAX opérée le 02 octobre 2007 par la BRVM a été levée et celle-ci a repris à la séance de bourse du mardi 04 décembre 2007.

Le Groupe ECOBANK s'installe en Gambie (Afrique de l'Ouest) et ouvre sa 20^{ème} filiale.

Le Groupe ECOBANK vient d'élargir son espace d'intervention en s'installant en Gambie (Afrique de l'Ouest), ouvrant ainsi sa 20^{ème} filiale. «Avec cette nouvelle ouverture, le Groupe confirme sa position évidente de leader régional dans l'industrie bancaire en Afrique» affirme Albert Essien, Directeur Régional de Ecobank, avant d'ajouter : «nous sommes particulièrement heureux de notre présence en Gambie. Aujourd'hui, Ecobank couvre toute l'Afrique de l'Ouest, excepté la Mauritanie».

«Nous sommes ravis de voir Ecobank ouvrir une filiale en Gambie», a déclaré Mohammed Jah, Directeur Général de Quantumnet Ltd, l'une des principales sociétés gambienne. «Notre pays a besoin d'une institution comme Ecobank. Le réseau Ecobank ainsi que les produits et services proposés offrent des avantages dont nous allons profiter», a-t-il ajouté.

Commentant cette dernière ouverture, le Directeur Général du Groupe, Arnold Ekpe a affirmé «qu'elle renforce l'engagement du Groupe à introduire Ecobank au sein des populations des pays ciblés». En outre, a-t-il ajouté, «parallèlement aux efforts consentis pour répondre aux défis de la globalisation, nous maintenons notre engagement envers nos racines africaines et le développement du continent».

Le Groupe ECOBANK a enregistré, au troisième trimestre 2007, une croissance remarquable. «Au nombre des déterminants majeurs de ces résultats», explique Mme Laurence Do Rego, la Directrice Financière du Groupe, «il faut compter la croissance du total des dépôts de 72%, à 4,4 milliards de dollars EU, impulsée principalement par les effets favorables de la nouvelle stratégie de banque de détail».

Les résultats honorables de ce troisième trimestre font suite aux importants développements que le Groupe Ecobank a récemment connus. En effet, au cours des derniers mois, le Groupe a racheté la BDCI, une banque au Rwanda (désormais dénommée Ecobank Rwanda). Au Nigeria, Ecobank a récemment obtenu les approbations pour l'acquisition de Africa International Bank, et est en négociation pour le rachat de la Sterling Bank. De plus, le Groupe a obtenu une autre licence pour ouvrir une filiale, banque commerciale, au Congo Brazzaville.

Ecobank réalise son expansion en tirant avantage de sa position de toute première banque régionale en Afrique. Poursuivant cet élan, Ecobank explore actuellement les opportunités offertes par l'Afrique orientale et australe, conformément à sa stratégie panafricaine.

Vos contacts à CGF Bourse

Marketing, Communication & Vente	Oumar DEME	(221) 33 849 03 97
Opérations Boursières	Ndèye Khady DIACK	(221) 33 849 03 88
Front Office	Joséphine Odile DIOH CAMPAL	(221) 33 849 03 99
Chargée de Clientèle & Négociation	Oumou Kalsome DIOM	(221) 33 849 03 95
Gestion des Actifs (CGF Gestion)	Astou DIOP	(221) 33 849 03 92

12, rue Saint-Michel, BP 11 516 Dakar - Tél. : (221) 33 849 03 99 - Fax (221) 33 823 38 99 - E-mail : cgfbrvm@orange.sn - Site web : www.cgfourse.com