

Membre de la BRVM

CGF BOURSE

Société de gestion et d'Intermédiation agréée

LETTRE MENSUELLE

N° 110 - Novembre 2008

ANALYSE BOURSIERE

Les principaux indicateurs de la BRVM baissent de plus de 10%

La Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM) termine le mois d'octobre en baisse relativement importante. En effet, les indices **BRVM 10** et **BRVM Composite** chutent de 13,06%, à 210,08 points et 11,81%, à 194,02 points, respectivement. La BRVM continue de souffrir du repli de l'action SONATEL (-10,71%) qui poursuit sa tendance à la baisse. La capitalisation boursière de l'ensemble des titres cotés faiblit de 11,76%, à 3 631 milliards de Fcfa et celle des valeurs composant l'indice BRVM 10 décroît de 15,02%, à 2 830 milliards de Fcfa. La capitalisation boursière du marché obligataire se replit également de 0,16%, à 511 milliards de Fcfa.

Malgré l'offre de vente plutôt importante, le titre SONATEL est devenu beaucoup moins liquide et il apparaît de plus en plus difficile de trouver des acquéreurs sur le marché. Ces derniers étaient principalement constitués de fonds d'investissement étrangers qui apprécient fortement l'action SONATEL et qui contribuaient, pour une large part, à tirer le cours du titre vers le haut. Les derniers événements intervenus sur les marchés financiers internationaux les ont certainement poussés à reconsidérer leurs stratégies d'investissement et à chercher plutôt à reconstituer un matelas de liquidité leur permettant de faire face à la crise financière et d'amortir les chocs exogènes. Nous considérons que cette situation que traverse l'action SONATEL, valeur phare de la BRVM, est plutôt passagère et que le titre devrait retrouver son évolution normale à la hausse à moyen terme.

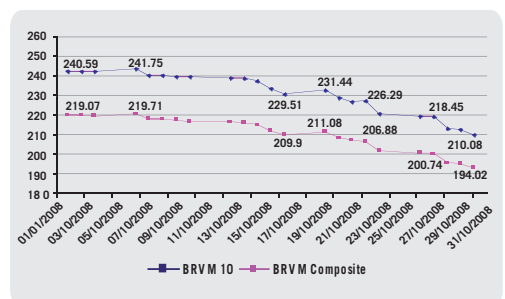
Le secteur «**Finance**» enregistre la quasi-totalité des transactions du marché avec 4 861 851 titres échangés, soit 98,34% du volume mensuel. ETIT (Ecobank) reste le titre le plus actif et totalise 4 848 314 actions transigées, soit 99,72% du volume sectoriel mensuel. Cet important volume d'échange ne représente que 8,94% de la valeur totale des transactions mensuelles du marché du fait de la faiblesse du cours de l'action ETIT qui, d'ailleurs, perd 7,41% et termine le mois d'octobre à 125 Fcfa. BICI CI cède également 14,29%, à 30 000 Fcfa malgré un chiffre d'affaires hors taxes, au 1^{er} semestre 2008, en hausse de 7,2%, à 17,66 milliards de Fcfa par rapport à la même période en 2007 pour un résultat net avant impôt qui s'est apprécié de 22,82%, à 4,58 milliards de Fcfa sur la même période. A contrario, SAFCA CI et BOA Bénin gagnent 17,34%, à 37 555 Fcfa et 7,54%, à 44 520 Fcfa, respectivement. Notons que BOA Bénin a enregistré, au 1^{er} semestre 2008, un produit net bancaire en progression de 28,29%, à 10,27 milliards de Fcfa, par rapport à la même période en 2007. Le résultat courant avant impôt de la banque a plus que doublé (109,06%) sur la période considérée, passant de 2,8 milliards de Fcfa à 5,9 milliards de Fcfa grâce à la comptabilisation de produits à caractère exceptionnel qui ont compensé les provisions constituées au titre des créances douteuses et litigieuses.

Le secteur «**Agriculture**» présente 35 364 titres négociés, soit 0,72% du volume mensuel du marché. Affectées par les prévisions de baisse drastique des cours du caoutchouc et de l'huile de palme sur le marché international qui devrait impacter les résultats des sociétés agricoles au second semestre 2008, SAPH CI et SOGB CI enregistrent des moins values respectives de 47,16%, à 18 995 Fcfa et 24,07%, à 34 920 Fcfa. PALM CI et PH CI cèdent également 14,28%, à 18 850 Fcfa et 3,75%, à 16 795 Fcfa, respectivement. Pourtant, ces sociétés ont réalisé, au 1^{er} semestre 2008, des résultats positifs, parfois exceptionnels, grâce à une hausse importante, sur cette période, des cours du caoutchouc et de l'huile de palme (+61% pour l'huile de palme) combinée à une augmentation des volumes de production. Par contre, SICOR CI continue sa progression et gagne 7,89%, à 6 905 Fcfa.

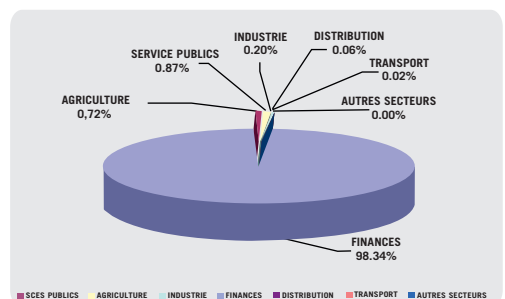
Le secteur «**Services Publics**» affiche 32 950 actions transigées, soit 0,67% des transactions mensuelles du marché. SONATEL SN totalise 32 044 titres négociés, soit 97,25% du volume sectoriel mensuel. Malgré la baisse de son cours de 10,71%, à 125 000 Fcfa, l'action SONATEL représente 62,93% (4,44 milliards de Fcfa) de la valeur totale des échanges mensuels du marché (7,06 milliards de Fcfa). Pour leur part, CIE CI et SODE CI suivent les tendances du marché et perdent 16,49%, à 20 000 Fcfa et 4,38%, à 15 300 Fcfa, respectivement.

Le secteur «**Industrie**» enregistre 9 739 titres échangés, soit 0,2% du volume mensuel du marché. NESTLE CI a été le titre le plus actif avec 4 652 titres négociés, soit 47,77% du volume sectoriel mensuel. Cependant, son cours enregistre une baisse de 1,23%, à 80 000 Fcfa. UNILEVER CI et CROWN SIEM CI affichent aussi des moins values de 20,47%, à 84 300 Fcfa et 11,63%, à 68 000 Fcfa, respectivement.

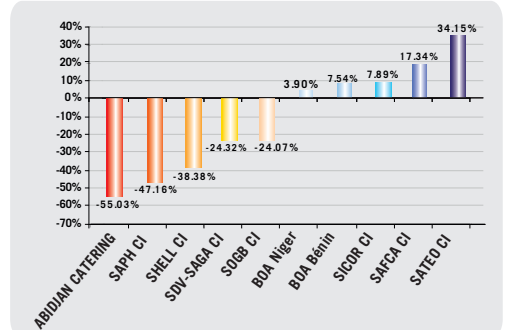
Evolution des indices - Octobre 2008



Volumes sectoriels - Octobre 2008



Plus fortes baisses / hausses - Octobre 2008



CGF BOURSE

ISO 9001

BUREAU VERITAS
Certification

N° 168969



1^{ère} SGI Ouest africaine certifiée
ISO 9001 version 2000

THEME DU MOIS

LES RISQUES DE MARCHÉ ET LE RISQUE DE PORTEFEUILLE

Les opérations financières présentent des risques très divers. Ces risques peuvent être de nature technique : par exemple, une panne informatique empêchera toute opération prévue dans les délais (saisie d'ordres, négociation...) ou interdira toute possibilité de réaction rapide face à un événement déterminant. Des ambiguïtés juridiques ou fiscales peuvent aussi être sources de problèmes. A côté d'autres types de risque (risque de change, risque de taux, risque de crédit, risque de prix, risque naturel ou climatique...), l'appellation «risque de marché» est utilisée au sens large pour désigner trois catégories de risques : le risque de contrepartie, le risque de liquidité et le risque de position. Pour sa part, le risque d'un portefeuille d'actions défini comme le risque financier dû à l'incertitude quant à la valeur future du portefeuille, est analysé par la théorie financière depuis les années 50 à partir d'un modèle appelé «modèle de marché» qui privilégie l'étude conjointe de la rentabilité et du risque.

I- LES RISQUES DE MARCHÉ

1.1- Le risque de contrepartie

Le risque de contrepartie peut être mesuré par la probabilité de voir le débiteur incapable de payer sa dette. Cette défaillance du «contrepartiste» peut provenir de raisons personnelles (insolvabilité) ou d'une cessation de convertibilité de la devise de son pays. Le risque de contrepartie est insignifiant sur les marchés dits développés. En effet, des chambres de compensation s'interposent entre acheteurs et vendeurs et jouent un rôle de gendarme. Chaque intervenant doit verser, à titre de garantie (ou caution), un montant proportionnel à ses engagements.

Le risque de contrepartie est faible aussi sur les marchés au comptant grâce aux systèmes de «règlement – livraison». Ils assurent la sécurité des opérations en veillant à ce qu'il y'ait concomitance entre la livraison des titres par les vendeurs et le versement des espèces par les acheteurs, supprimant ainsi le risque de non règlement pour le vendeur et de non livraison des titres pour l'acheteur. C'est le cas sur la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM) avec le rôle joué par le Dépositaire Central / Banque de Règlement (DC/BR). En effet, au terme de chaque séance de Bourse, le DC/BR procède à une analyse des opérations et envoie à chaque SGI un rapport quotidien des règlements la concernant pour le paiement en numéraire des soldes issus des compensations relatives aux transactions boursières. Ainsi, le DC/BR, dans sa mission première, est chargé de veiller à la mise en œuvre d'un processus de règlement-livraison assurant célérité et sécurité, de sanctionner tout manquement, toute transgression ou infraction à sa réglementation et ses procédures de la part de ses adhérents mais aussi d'optimiser le fonctionnement du marché boursier.

Il apparaît que le risque de contrepartie est plus important sur les marchés de gré à gré. En effet, pour ce type d'opérations, le risque de contrepartie dépend de la nature du produit échangé. Lorsqu'il s'agit de certains produits dérivés (swaps, options...), le risque est assez faible car les transactions sur ce types de produit se déroulent dans un cadre juridique précis prévoyant des clauses de compensation.

1.2- Le risque de position

Le risque de position est le risque lié à une évolution défavorable des cours. Le taux d'intérêt, la valeur des créances, le cours des actions, des devises ou des matières premières peuvent être des sources de perte. Généralement, le risque de position est décomposé en quatre types principaux de risques : le risque de taux d'intérêt, induit par la variation du taux d'intérêt, le risque de change (variation de cours de change), le risque de portefeuille, relatif au risque de marché sur titre

de propriété ou sur actions et le risque sur matière premières. La gestion du risque de position représente depuis les années 1980 un enjeu fondamental pour les entreprises et les établissements financiers. Dès les années 1970, la fin du système de change fixe, né des accords de Bretton Woods, entraîna le développement du risque de change. La modernisation des marchés financiers, l'apparition de multiples produits nouveaux ont favorisé leur croissance, mais leur interdépendance facilite la propagation des crises d'une place à l'autre. Aussi, depuis la fin des années 1980, des modèles sophistiqués sont apparus pour mieux quantifier le risque de position. Les approches les plus récentes développent des modèles probabilistes qui cherchent à déterminer la perte potentielle maximale qu'une organisation peut subir dans un laps de temps donné et à un niveau de probabilité donné.

1.3- Le risque de liquidité

Le risque de liquidité consiste à se retrouver dans l'impossibilité de dénouer une opération, gagnante ou perdante, en raison de l'absence de contrepartie sur le marché concerné. Plusieurs causes peuvent expliquer qu'un opérateur ne réussisse pas (ou réussisse mal) à revendre ce qu'il a acheté ou à racheter ce qu'il a vendu. Il peut y avoir, d'abord, un non fonctionnement du marché, le plus souvent temporaire, dû essentiellement à un problème technique, une mise en place d'un contrôle des changes, une suspension momentanée de la cotation d'un titre du fait de variations trop importantes (cotation différée sur la BRVM) ou dans l'attente de compléments d'informations ou d'une nouvelle de nature à perturber le marché.

Le marché peut également manquer d'intervenants s'il est peu attractif : c'est le cas pour certaines actions, des devises secondaires, des matières premières rares ou des produits financiers très complexes.

1.4- Les autres types de risque de marché

L'augmentation des opérations de marché et leur complexité croissante ont donné une nouvelle ampleur à un autre type de risque dénommé risque opérationnel. Cette catégorie de risque concerne le risque de traitement des informations ou risque de back-office, le risque informatique dans ces différentes composantes et, de manière plus générale, l'ensemble des risques de gestion interne. Un risque opérationnel est, cependant, associé à l'erreur humaine, aux défaillances de système et à l'inéquation des procédures et contrôles. Difficilement mesurable et quantifiable, ce type de risque est ainsi lié à la qualité de la gestion interne mise en place au sein de l'établissement.

Par ailleurs, le risque juridique, perçu comme le risque de non applicabilité d'un contrat, ne peut être négligé dans la mesure où le cadre juridique n'a pas toujours évolué au même rythme que les pratiques de marché.

Le risque de marché a des effets majeurs sur les participants des marchés financiers et sa gestion est devenue vitale à la réussite et à la survie des établissements financiers. Le risque est un composant essentiel du profit comme le démontre continuellement les traders qui ont besoin de prendre des risques, parfois démesurés, afin de réaliser des plus-values.

II- LE RISQUE DE PORTEFEUILLE

Paramètre essentiel de la gestion de portefeuille, le risque de portefeuille s'apprécie principalement à travers l'analyse simultanée de la rentabilité et du risque liés à un investissement sur des valeurs mobilières.

2.1- Notion de rentabilité d'un investissement en actions

L'actionnaire, détenteur d'une part du capital d'une entreprise, est propriétaire de cette entreprise au prorata de ses titres. Il ne peut donc lui être garanti, contrairement à l'obligataire (détenteur d'obligations), une rentabilité. Le rendement qu'il obtient de son investissement dépend des dividendes rapportés par les titres, mais aussi de la plus value (ou moins value) en capital constatée à l'occasion de la cession des titres. Il est aisé de calculer, a posteriori, la rentabilité d'une action en comparant son prix d'achat et la somme actualisée des flux financiers générés par le titre durant sa période de détention, mais c'est la rentabilité future qui intéresse l'investisseur. Estimer un taux de rendement futur suppose de choisir une période de référence (d'une semaine à plusieurs années) et d'évaluer la régularité et la croissance des dividendes sur cette période ainsi que la valeur de revente à l'issue du placement. Le rendement d'un portefeuille est obtenu à partir d'une moyenne pondérée des rentabilités des différents titres possédés. La rentabilité globale d'un portefeuille est plus stable que celle d'un titre unique.

2.2- Les risques liés à un investissement en actions

Le risque d'un investissement en actions provient de l'incertitude qui existe quant à la valeur du titre à une date future. L'objectif de tout investisseur est de dégager une certaine rentabilité. Selon la forme de l'investissement, la rentabilité réalisée est plus ou moins différente de celle espérée. Un placement en obligation d'Etat à 5% verra sa rentabilité finale, pour peu qu'on attende l'échéance, très proche de celle espérée. En revanche, un placement en actions d'une entreprise nouvelle dans le domaine des NTIC (Nouvelles Technologies de l'Information et de la Communication), par exemple, peut voir sa rentabilité s'établir de -100% (disparition de l'entreprise) à des pourcentages très élevés.

Le risque pour une action comporte deux composantes :

- Les variations de cours d'une valeur peuvent être liées à celle du marché. Les fluctuations de ce dernier sont dues à des phénomènes globaux : changements politiques, évolution du PIB et des taux, etc. Ainsi, une baisse des taux et la hausse des bénéfices sont les principaux moteurs de la hausse du marché des actions, en attirant notamment de nouveaux investisseurs (la hausse des taux fait baisser le marché des actions, mais de façon moins marquée). Il est possible de décomposer un cycle boursier en quatre phases : la première est dominée par l'évolution à la baisse des taux. Puis le marché consolide ses positions lors de la deuxième phase. La troisième phase correspond à la croissance des bénéfiques. Le marché subit enfin une chute des cours lors de la quatrième phase. Rares sont les valeurs qui ne suivent pas cette tendance générale. C'est un risque de marché encore appelé «risque systématique» ou «risque non diversifiable». Il explique environ 30 à 50% des variations de cours de chaque titre.
- Une action peut varier aussi à cause d'événements particuliers propres à la société cotée : perspectives de croissance, changement de dirigeants, attrait spéculatif... Des entreprises appartenant à un secteur déterminé sont influencées par des causes communes : par exemple, cours du pétrole pour les sociétés pétrolières ou distributrices de produits pétroliers (TOTAL CI et SHELL CI sur la BRVM), cours des matières premières pour des sociétés exportatrices (PALM CI, SAPH CI, PH CI... sur la BRVM). C'est le risque spécifique. Il est plus ou moins important selon les entreprises.

La théorie financière actuelle postule, en général, que le risque systématique détermine le rendement attendu d'un titre, le risque spécifique pouvant être réduit en diversifiant les actions détenues dans le portefeuille. Ce sont les principes de base des techniques de gestion de portefeuille.

2.3- Les mesures de risque d'un portefeuille et le coefficient bêta (β)

Depuis plus de trente ans, de nombreuses études ont montré qu'il existe une corrélation positive et linéaire entre le taux de rendement d'un titre et le risque de marché. Celui-ci est mesuré par le coefficient bêta (β). Le bêta d'un titre est estimé en effectuant une régression linéaire entre les rendements du marché et les rendements du titre. Il indique le degré de sensibilité du rendement de l'actif par rapport à celui du marché boursier. Une action ayant un bêta de 1 a tendance à suivre les fluctuations du marché. Une action avec un bêta de 1,5 voit son cours varier de 1,5% quand le marché fluctue de 1%. Ainsi, les analystes peuvent calculer des coefficients bêta qui permettent de présenter le niveau des risques, entreprise par entreprise, selon les différents secteurs d'activité.

Les actions peuvent être classées en trois catégories :

- Les actions au bêta proche de 1, souvent celles de la grande distribution ;
- Les actions au bêta supérieur à 1, actions dites «volatiles», par exemple dans le secteur de l'Internet ;
- Les actions au bêta inférieur à 1, peu «volatiles», comme celles des sociétés immobilières.

Globalement, le risque d'un portefeuille dépend tout d'abord du risque de chaque action possédée. Un portefeuille est d'autant plus risqué que les actions qui y figurent ont un bêta élevé. La variété des titres détenue est aussi un facteur important de réduction du risque. La diversification permet, plus précisément, de réduire la part du risque spécifique dans le risque total. Cependant, il existe un seuil au-delà duquel l'accroissement du nombre de titres ne sert à rien pour réduire ce risque.

Le degré d'indépendance des variations des cours des actions entre elles est aussi à prendre en compte dans l'appréciation du risque d'un portefeuille. En général, deux actions ne fluctuent pas de manière indépendante. Dans ce cas, la réduction du risque n'est pas aussi grande. Il importe donc de choisir des titres dont les taux de rendement ne sont pas corrélés de manière positive. Le risque d'un portefeuille sera alors inférieur à la moyenne pondérée des risques liés aux titres qui le composent.

Considérant le risque comme étant l'exposition à l'incertain, la classification des risques financiers est donc basée sur l'origine de l'incertitude sous-jacente. Le contrôle du risque de marché est d'autant plus important que les paramètres sur lesquels il repose sont volatiles. Le risque non apprécié peut avoir des conséquences dramatiques pour toute institution financière. Les effets des marchés volatiles, de la globalisation, de la libéralisation et des nouvelles technologies ont présenté de nouvelles opportunités d'investissement, avec un accroissement relatif du risque de marché. L'idée centrale du modèle de marché est qu'il n'existe qu'un seul type de risque qui influe sur le rendement moyen d'un portefeuille : le risque de marché, le seul qui soit rémunéré par une prime de risque et qui est mesuré par le coefficient bêta. Depuis les années 1980, plusieurs modèles ont essayé de prendre en compte d'autres types de risques, la taille de l'entreprise notamment. Cependant, les études statistiques ne sont pour l'instant guère convaincantes.

ANNONCES

• Evénements sur valeurs (ESV)

24 novembre 2008 :

Paiement des intérêts semestriels de l'emprunt obligataire public dénommé « SEMA 6,85% 2007-2012 » de la Société d'Équipement du Mali, soit un montant global net d'impôt de 148 987 500 Fcfa.

26 novembre 2008 :

Paiement des intérêts semestriels et remboursement partiel du capital de l'emprunt obligataire public dénommé « SHELTER AFRIQUE 6% 2004-2009 » de la Société pour l'Habitat et le Logement Territorial en Afrique, soit un montant net d'impôt de 454 166 667 Fcfa dont 416 666 667 Fcfa de capital à rembourser et 37 500 000 Fcfa d'intérêts.

• CREPMF : Réforme des garanties des emprunts obligataires et l'introduction d'un système de notation sur le Marché Financier de l'UEMOA

Dans le cadre de la finalisation de l'étude relative à la réforme des garanties et à l'introduction de la notation sur le marché financier de l'UEMOA, le Conseil Régional de l'Épargne Publique et des Marchés Financiers (CREPMF) a organisé, le 08 juillet 2008, à Lomé (Togo), un séminaire de validation des conclusions et recommandations de ladite étude. Celles-ci se présentent comme suit, informe le CREPMF :

1. Toutes les émissions non souveraines de titres de créances ou de valeurs mobilières représentatives de créances (emprunts obligataires, fonds communs de créances, etc.) par appel public à l'épargne sur le marché financier de l'UEMOA, doivent faire l'objet d'une note. Cette note doit être délivrée par une agence de notation agréée par le CREPMF.
2. A défaut d'une note suffisante (Investment Grade), l'émetteur devra produire une garantie à première demande.
3. En l'absence de notation, l'émetteur devra produire une garantie à première demande couvrant, à hauteur de 100%, l'emprunt, en principal et en intérêts.
4. Toute entité qui souhaite accorder une garantie dans le cadre d'une émission de titres de créances ou de valeurs mobilières représentatives de créances sur le Marché Financier de l'UEMOA doit obligatoirement être notée par une agence de notation agréée par le CREPMF et satisfaire aux prescriptions du cahier des charges édicté par le CREPMF.
5. Le CREPMF précisera, par voie d'instruction, les conditions à remplir par une agence de notation en vue d'obtenir l'agrément.
6. Le CREPMF publiera, chaque année, un rapport sur les agences de notation agréées et sur les garants opérant sur le marché financier de l'UEMOA.

Les participants à ce séminaire ont émis le vœu que la réforme soit accélérée pour une mise en vigueur, au plus tard, au 1^{er} janvier 2009 afin de redynamiser les émissions obligataires sur le Marché Financier de l'UEMOA.

• Assemblées générales ordinaires (AGO)

Société	Date	Heure	Lieu	Ordre du jour
BOA Niger	24 novembre 2008	11h 00	Grand-hôtel de Niamey	Emission d'un emprunt obligataire.
BOA Bénin	27 novembre 2008	10h 00	Siège social – Boulevard de France (Cotonou)	Emission d'un emprunt obligataire.
UNILEVER CI	28 novembre 2008	9h 30	Salle « Kodjo Ebouclé » du Palais de la Culture d'Abidjan-Treichville	Voir avis de convocation AGO.

Suite Analyse Boursière (page 1)

Les secteurs «**Distribution**» et «**Transport**», peu dynamiques, n'affichent que 2 739 et 1 168 titres négociés, soit 0,06% et 0,02% du volume totale des échanges mensuels du marché. Le secteur « Distribution » enregistre la plus forte baisse mensuelle du marché à travers ABDIJAN CATERING dont le cours a régressé de 55,03%, à 6 745 Fcfa. SHELL CI confirme la forte baisse observée le mois précédent et chute de 38,38%, à 29 145 Fcfa. Dans le « Transport », SDV-SAGA » se déprécie de 24,32%, à 52 000 Fcfa tandis que SIVOM CI gagne 0,92%, à 6 560 Fcfa.

Notons que le titre **SETAO CI**, le seul du secteur dénommé «**Autres Secteurs**», d'habitude très peu actif, a créé la surprise en affichant, pour la 1^{ère} fois depuis le début de l'année, la plus forte hausse mensuelle du marché, soit 34,15%, à 5 500 Fcfa.

Le **marché obligataire** enregistre 74 847 titres transigés pour une valeur totale de 747 970 050 Fcfa. Les échanges ont porté, essentiellement, sur les lignes obligataires suivantes :

- «CAA Bénin 6% 2007-2012 » pour 13 500 titres à 10 000 Fcfa, soit 135 000 000 Fcfa, à la séance de Bourse du 03 octobre ;
- « ONATEL 6,65% 2005-2011 » et « TPCI 6,50% 2006-2009 » pour 14 000 et 12 500 titres à 10 000 Fcfa, soit 140 000 000 Fcfa et 125 000 000 Fcfa, respectivement, à la date du 06 octobre ;
- « PAD 6,50% 2004-2011 » et « CELTEL Burkina 6,35% 2007-2013 » pour 10 800 et 9 500 titres à 10 000 Fcfa, soit 108 000 000 Fcfa et 95 000 000 Fcfa, respectivement, à la date du 07 octobre.

Marketing & Communication	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.cgfbourse.com