

## CGF Bourse

QSG-1/Stable



**ANALYSE**

Septembre 2021

**Oumar NDIAYE**

[oumar.ndiaye@wara-ratings.com](mailto:oumar.ndiaye@wara-ratings.com)

+221 33 824 60 14 | +221 77 400 42 91

**Saiba FAINKE**

[saiba.fainke@wara-ratings.com](mailto:saiba.fainke@wara-ratings.com)

+221 33 824 60 14 | +221 77 654 67 11

## TABLE DES MATIÈRES

---

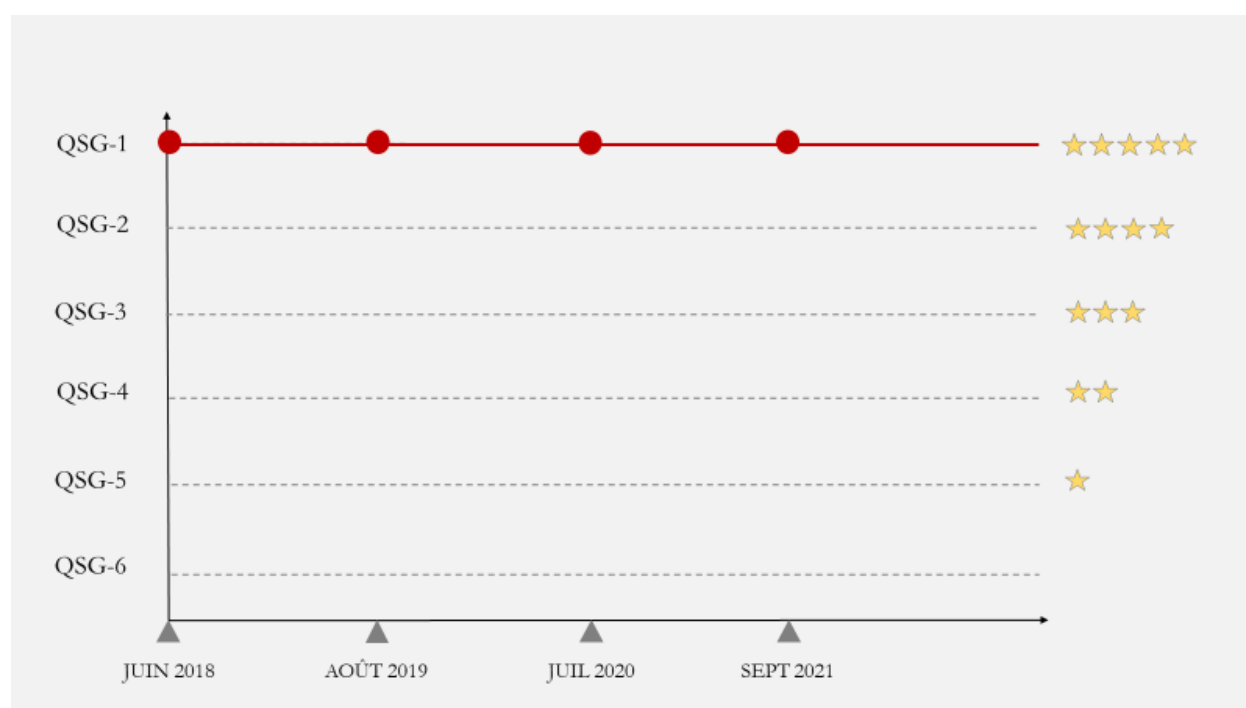
<b>NOTATION</b> .....	3
<b>ÉVOLUTION DE LA NOTE</b> .....	3
<b>RÉSUMÉ</b> .....	3
<b>Points forts</b> .....	4
<b>Points faibles</b> .....	4
<b>CARTE DES SCORES</b> .....	5
<b>PERSPECTIVE</b> .....	6
<b>ANALYSE DES FACTEURS DE NOTATION EN QUALITE DE GESTION</b> .....	7
<b>Facteurs primaires</b> .....	7
<b>Opérations</b> .....	7
<b>Performance</b> .....	10
<b>Facteurs secondaires</b> .....	12
<b>Position financière</b> .....	12
<b>Service à la clientèle</b> .....	13
<b>DONNEES FINANCIERES ET RATIOS</b> .....	17



## NOTATION

Echelle	Régionale
Méthodologie	Qualité des sociétés de gestion (QSG)
Notation	<b>QSG-1</b>
Notation (étoiles)	★★★★★
Perspective	Stable
Surveillance	Non

## ÉVOLUTION DE LA NOTE



## RÉSUMÉ

- WARA note CGF Bourse (CGF) en qualité des sociétés de gestion (QSG) depuis juin 2018. Pour sa troisième revue en septembre 2021, WARA maintient la notation de CGF Bourse à QSG-1/Stable, équivalente à 5 étoiles.

WARA maintient la notation en qualité de gestion de CGF Bourse à 'QSG-1'. CGF Bourse est la première société de gestion et d'intermédiation (SGI) sénégalaise, et est l'un des leaders du secteur en UEMOA. Cette notation, équivalente à 5 étoiles, est la note maximale qu'une SGI peut obtenir de WARA – sur son échelle régionale de qualité de gestion des SGI. La perspective attachée à cette notation reste stable.

La note QSG-1 (5 étoiles) de CGF Bourse équivaut à un score pondéré total de **1,70/6,00** ; en amélioration par rapport à notation précédente (qui était de 1,81/6,00 en juillet 2020).

Cette note et ce score s'appuient essentiellement sur les facteurs suivants :

### Points forts

- **La gouvernance de CGF Bourse est saine et son équipe de direction est robuste.** Forts de deux décennies au service des marchés financiers et de la gestion de l'épargne en UEMOA, les dirigeants de CGF se prévalent d'une connaissance intime de leurs métiers et de leurs marchés.
- **L'architecture opérationnelle et l'exécution technique sont exemplaires.** CGF Bourse maîtrise parfaitement le processus de collecte de l'épargne et son allocation sur les marchés de capitaux sous régionaux, avec un degré élevé de proximité avec sa clientèle fidèle.
- **Dans la limite de ce que permet la réglementation sous régionale, la capacité d'innovation de CGF Bourse est bonne, tant en matière de produits qu'en termes de canaux de distribution.** CGF Bourse propose toutes les classes d'actifs disponibles dans la sous-région, tant aux clients particuliers qu'institutionnels, par le biais de plusieurs canaux de distribution, y compris digitaux.
- **Le reporting destiné à la clientèle a été renforcé.** CGF Bourse assure des publications hebdomadaires d'analyse du marché et d'analyse de titres cotés. Les notifications aux clients sont régulières.
- **La tarification de la SGI est claire, transparente et compétitive.** Sur le marché sous régional, CGF Bourse n'est pas la SGI la moins-disante, mais eu égard à la qualité élevée de ses services, c'est sans doute l'une des mieux-disantes.

### Points faibles

- **Une concurrence qui s'intensifie avec l'arrivée de nouvelles SGI au Sénégal et dans la sous-région.** Ces dernières ont une stratégie de différenciation par le prix, proposant ainsi des services de moindre coût (bien évidemment en corrélation avec une moindre qualité de service et une moindre notoriété).
- **CGF Bourse est encore faiblement diversifiée, sur le plan géographique, en ce qui concerne son portefeuille de clients particuliers en conservation de titres.** En revanche, dans les autres métiers à vocation plus institutionnelle, la diversification est satisfaisante. La SGI historique du Sénégal est encore perçue, sur le segment de client physique (retail), comme trop « sénégalaise » (77,9% de clientèle), malgré de bons efforts d'internationalisation, et cherche à se développer davantage dans les autres pays de l'UEMOA. Le rayonnement international est au demeurant un des axes de développement inscrits à la stratégie de l'entreprise.

## CARTE DES SCORES

FACTEURS DE NOTATION EN QUALITE DE GESTION				Pondération	Score	Score pondéré	Scoring	
<b>FACTEURS PRIMAIRES</b>				70%	1,64	1,15	1,75	1,23
FN.QSG1	OPERATIONS	OP	40%	1,25	0,50	1,25	0,50	
	Gouvernance et gestion des risques		15%	1,00	0,15	1,00	0,15	
	Qualité du processus d'investissement		10%	2,00	0,20	2,00	0,20	
	Politique de valorisation des actifs en portefeuille		5%	1,00	0,05	1,00	0,05	
	Qualité de l'architecture opérationnelle		10%	1,00	0,10	1,00	0,10	
FN.QSG2	PERFORMANCE	PE	30%	2,17	0,65	2,42	0,73	
	Rentabilité du portefeuille ajustée par les risques		15%	2,00	0,30	2,50	0,38	
	Liquidité du portefeuille		5%	1,00	0,05	1,00	0,05	
	Concentration du portefeuille		10%	3,00	0,30	3,00	0,30	
<b>FACTEURS SECONDAIRES</b>				30%	1,83	0,55	1,93	0,58
FN.QSG3	POSITION FINANCIERE	PF	20%	2,00	0,40	2,00	0,40	
	Rentabilité de la Société de Gestion		10%	2,00	0,20	2,00	0,20	
	Efficacité et efficacité de la Société de Gestion		5%	1,00	0,05	1,00	0,05	
	Parts de marché en volume d'actifs sous gestion		5%	3,00	0,15	3,00	0,15	
FN.QSG4	SERVICE A LA CLIENTELE	SC	10%	1,50	0,15	1,80	0,18	
	Niveau de transparence et qualité du reporting		3%	2,00	0,06	3,00	0,09	
	Stabilité de la clientèle		5%	1,00	0,05	1,00	0,05	
	Qualité de la recherche		2%	2,00	0,04	2,00	0,04	
<b>SCORE PONDÉRÉ TOTAL</b>						1,70	1,81	
<b>QUALITE DE GESTION</b>						<b>QSG-1</b>	<b>QSG-1</b>	
<b>QUALITE DE GESTION (ETOILES)</b>						★★★★★	★★★★★	

SPT		QSG	QSG (étoiles)
De:	A:		
1,00	1,83	<b>QSG-1</b>	★★★★★
1,84	2,67	QSG-2	★★★★☆
2,68	3,50	QSG-3	★★★☆☆
3,51	4,33	QSG-4	★★★☆☆
4,34	5,16	QSG-5	★★☆☆☆
5,17	6,00	QSG-6	★☆☆☆☆

## PERSPECTIVES

La perspective attachée à la notation de CGF reste stable. WARA justifie cette perspective stable par le fait que CGF restera en pole position des SGI ouest-africaines, eu égard à son savoir-faire historique, son enracinement profond sur les marchés de capitaux sous régionaux, l'excellence de son expertise technique et opérationnelle et la fidélité de sa clientèle. Certes, les chantiers d'amélioration demeurent nombreux et cruciaux, au premier rang desquels la digitalisation, l'expansion géographique au-delà des frontières du Sénégal, la visibilité et la notoriété de la marque, ainsi que le renforcement de l'activité de conseil en ingénierie financière (l'un des quatre métiers de la SGI). Il n'en demeure pas moins qu'à l'exception d'une poignée de concurrents directs, CGF devrait rester parmi les leaders de la gestion de l'épargne en Afrique de l'Ouest.

**Le maintien de la notation de CGF Bourse à son niveau maximal actuel** dépendra: i) du maintien de ses exigences de qualité de service, formalisée par sa certification ISO 9001, tant au niveau de la maison-mère que de sa filiale CGF Gestion ; ii) du succès de sa stratégie de renforcement digital, modulo les contraintes imposées par la réglementation sous régionale ; iii) de la croissance du volume de ses actifs sous gestion, elle-même tributaire du succès de sa stratégie commerciale, adossée à une exigence d'internationalisation, d'innovation-produit et de diversification de ses canaux de distribution ; et iv) de la conservation d'une gouvernance et d'une gestion saines et strictes, qui prennent aussi en compte le renforcement de la qualité du reporting-client.

**Une détérioration de la notation de CGF Bourse** serait la conséquence : i) de l'affaiblissement de la qualité des ressources humaines, notamment au niveau du personnel d'encadrement « historique » de la SGI ; ii) d'une perte significative et durable de parts de marché, et donc de revenus, dans l'un ou l'autre des deux cœurs de métier de CGF, à savoir le courtage et la gestion d'actifs, ce qui conduirait inévitablement la SGI à surseoir à son plan de développement et de modernisation ; ou iii) de difficultés significatives dans l'implémentation de sa stratégie de diversification, d'innovation et de digitalisation.

A titre de référence, WARA estime que la probabilité d'occurrence des scénarios favorables est égale à celle des scénarios défavorables à moyen terme, ce qui signifie en d'autres termes que la notation actuelle de CGF contient autant de possibilités de stabilité que de risques d'abaissement.

## ANALYSE DES FACTEURS DE NOTATION EN QUALITE DE GESTION

### Facteurs primaires

#### Opérations

- La qualité de la gestion opérationnelle des entités de CGF Bourse est très robuste, ce de quoi atteste sa certification ISO 9001

**La gouvernance de CGF Bourse est saine, son management robuste et sa stratégie perspicace.** La très claire séparation entre les prérogatives du Conseil d'Administration, le principal organe de gouvernance de CGF Bourse, et celles de son équipe de management est un facteur positif de notation. Le Conseil d'Administration fixe les grandes orientations stratégiques du Groupe, que l'équipe de direction est chargée d'exécuter de la manière la plus efficace possible, sans compromission en matière de respect des exigences de qualité. Au demeurant, aucun des administrateurs ne s'immisce dans la gestion de la SGI. Du reste, l'équipe de management de CGF Bourse est constituée de professionnels très qualifiés, dont la plupart ont rejoint le groupe au cours de la décennie qui a suivi sa constitution en 1998, ce qui leur octroie la légitimité et la crédibilité nécessaires à l'exercice de leurs fonctions et à l'exécution des plans stratégiques successifs. Tous ces éléments sont des facteurs très positifs de notation, tant ils inspirent un sentiment de confiance, de rigueur et de minutie auprès de la clientèle.

**Qualité, innovation, diversification et digitalisation sont les maîtres-mots de la stratégie de CGF Bourse.** La principale exigence de CGF Bourse est d'assurer la meilleure qualité de prestations aux clients, qu'ils soient institutionnels ou particuliers. C'est la raison pour laquelle CGF Bourse est certifiée ISO 9001 depuis 2005. Depuis 2008, CGF Gestion est aussi certifiée ISO 9001. C'est un facteur de différenciation important eu égard au fait que CGF Bourse fut la première SGI à recevoir cette certification. L'exigence de qualité prévaut aussi dans les métiers du conseil et du financement des entreprises. En outre, CGF Bourse entend dynamiser l'épargne au Sénégal et dans la sous-région en innovant autant que la réglementation l'autorise. C'est ce qui a, par exemple, présidé au lancement des FCP Al Baraka 1 et 2, dont la particularité est d'être des fonds en conformité avec les principes éthiques de la finance islamique. L'innovation suppose de développer constamment de nouveaux produits d'épargne, mais aussi de nouveaux canaux de distribution et de négociation, notamment digitaux (par internet et smartphone) et des nouveaux instruments de paiement, comme des cartes proposées en partenariat avec des banques alliées. C'est dans cette logique que la SGI a lancé l'application mobile CGF Access, permettant aux clients d'accéder à leurs comptes via leur smartphone. La SGI a obtenu l'agrément de bourse en ligne en septembre 2020, grâce auquel il est possible de passer ses ordres directement à partir de son téléphone, une première dans la sous-région. Enfin, aujourd'hui, CGF Bourse cherche davantage de visibilité et de proactivité vis-à-vis de sa clientèle, par le conseil notamment, afin de poursuivre le processus de diversification géographique. Quand bien même de jure CGF Bourse peut agir dans toute l'UEMOA, son activité est de facto très concentrée au Sénégal en matière de clientèle des

particuliers en conservation de titres. En revanche, dans les autres métiers à vocation plus institutionnelle, la diversification est satisfaisante. Cela laisse entendre que CGF est perçue comme encore trop... « sénégalaise » sur le segment du retail. C'est la raison pour laquelle, CGF entend ouvrir de nouvelles représentations physiques dans d'autres pays de la sous-région. Ces orientations stratégiques sont claires, crédibles et accessibles.

**La gestion des risques des OPCVM est satisfaisante.** Les enjeux de gestion des risques d'allocation des actifs des OPCVM sont concentrés au niveau de CGF Gestion. Le premier niveau de gestion des risques est le gérant lui-même, qui intègre en permanence la dimension risque dans ses choix d'allocation d'actifs. En cela, il est renforcé par les équipes d'analystes de CGF Bourse. Pour ce faire, CGF Gestion et CGF Bourse s'appuient sur plusieurs grilles analytiques tant quantitatives que qualitatives, y compris sectorielles. C'est le deuxième niveau de filtre. Ensuite, au troisième niveau, les décisions d'allocation sont effectuées de manière collégiale par un Comité d'Investissement, lequel s'appuie sur une cartographie des risques, au premier rang desquels i) l'analyse des risques réglementaires ; ii) le respect des ratios statutaires ; iii) l'adhésion aux ratios internes (de plus en plus stricts, notamment en termes de concentration) ; et iv) le souci permanent de la liquidité. Il existe d'ailleurs un « middle office » en charge de la gestion des risques, y compris les risques opérationnels et de liquidité. Le back office a ainsi été renforcé. C'est le quatrième niveau de contrôle des risques. Ensemble, ces éléments sont un facteur positif de notation, quoique WARA estime qu'au regard du degré de maturité de CGF, une fonction spécialisée dans la gestion holistique des risques au niveau du Groupe serait plus cohérente avec l'architecture actuelle de la SGI.

**Les méthodes de valorisation des actifs utilisées par les équipes analytiques de CGF Bourse sont performantes.** En ce qui concerne la valeur des portefeuilles, celles-ci sont calculées quotidiennement sur la base des valeurs de clôture. Comme CGF ne négocie quasiment que des actifs financiers cotés à la BRVM, la quantification des valeurs ne pose aucun problème technique de calcul, modulo les décotes inhérentes à la liquidité du marché, laquelle est structurellement sous-optimale. En matière de valorisation des titres, c'est-à-dire d'identification d'opportunité de « trade », les capacités d'analyse financière, de modélisation et d'évaluation de la valeur intrinsèque des titres, CGF utilise des modèles standards qui ont fait leurs preuves, à savoir l'actualisation des flux futurs (résultats, dividendes, cash flows libres etc.), les comparables et les multiples. La bonne qualité des équipes en charge de cette tâche délicate ainsi que des modèles et intrants utilisés est un facteur positif de notation, d'autant plus que la SGI ne traite pas d'actifs alternatifs plus complexes (comme par exemples les titres fonciers et immobiliers), pour lesquels les modèles de valorisation et le calcul des valeurs sont plus instables, donc sources de distorsion à la qualité de gestion.

**La qualité de l'architecture opérationnelle est exemplaire.** L'architecture opérationnelle de CGF Bourse est adossée à la colonne vertébrale de ses procédures et politiques exhaustives, dont la liste est présentée dans le tableau suivant :



<b>CARTOGRAPHIE DES PROCEDURES</b>	
<b>PROCESSUS</b>	Procédures
<b>PROCESSUS RELATIONS CLIENTS</b>	Ouverture de compte titres Gestion des procurations Gestion des Nantissements-Mises en pension Gestion des Encaissements clients Gestion des Décaissements clients Gestion des comptes dormants Gestion des successions Gestion des ordres Gestion des transferts de titres Plaintes-Réclamations clients  Lutte contre le blanchiment d'argent et financement du terroriste Bourse en ligne Gestion des souscriptions des PEE-PER Gestion des moyens de paiement digitaux
<b>PROCESSUS GESTION DES OPERATIONS</b>	Traitement des ESV Déclaration ATE-Commission sur Actifs Clôture de journée Contrôle des activités du dépositaire
<b>PROCESSUS DSI</b>	Gestion des droits d'accès Gestion des changements Gestion des incidents
<b>PROCESSUS CAPITAL HUMAIN</b>	Gestion de la Paie Gestion des départs Gestion des formations-Recrutements Evaluation du personnel
<b>ACHATS</b>	Processus Achat
<b>INGENIERIE FINANCIERE</b>	Service Financier Emetteur Montage Financier
<b>TRADING</b>	Négociation
<b>MARCHE PRIMAIRE</b>	Gestion des opérations de placement Gestion sous mandat
<b>COMPTABILITE</b>	Intégration Comptable Règlement tiers Saisie des écritures comptables Clôture des comptes

**Forte de ces procédures à même de structurer rationnellement les quatre métiers de CGF Bourse (courtage, gestion d'actifs, conseil et ingénierie financière ainsi que financement des entreprises), la SGI laisse peu de place à l'improvisation et aux ajustements ad hoc.** C'est un facteur très positif de notation, d'autant plus que la structure est soutenue par un système d'information moderne, technologiquement robuste et dynamiquement capable d'évoluer en fonction des possibilités que pourra offrir la réglementation à l'avenir. Procédures exhaustives, souci de rigueur et de qualité, technologie efficiente et expertise-métier contribuent ensemble à la minimisation des risques opérationnels et à l'optimisation de l'exécution des ordres de la clientèle. Tous ces éléments constituent ensemble un facteur très positif et crucial de notation.

### Performance

- Compte tenu des contraintes et des limites structurelles inhérentes au niveau de profondeur de la BRVM, CGF Bourse affiche une performance optimisée en matière de rendement de ses instruments, de liquidité de ses instruments et de concentration des actifs sous-jacents mis à la disposition de sa clientèle.

**Les politiques d'investissement de CGF Bourse lui ont permis de surperformer le marché en 2020.** La capitalisation du marché des actions est restée quasiment stable à 4 368 milliards de FCFA malgré le repli de la valeur des actions. Le PER (Price Earning Ratio) moyen du marché est passé de 17,23 en 2017 à 10,03 fin 2020. Cependant, le marché reste confronté à la forte baisse du ratio de liquidité qui est passé à 3,6% en 2020 (contre 21,5% en 2017). Autrement dit, il est de plus en plus difficile d'acheter ou de vendre des actions. En ce qui concerne les FCP, la collecte nette est devenue positive en 2020 comparativement à 2019. Cette situation s'explique par une meilleure gestion de la collecte. En effet, dans le cadre de la pandémie de Covid-19, un objectif clair avait été fixé, celui de maintenir les encours sous gestion grâce à la performance des fonds communs de placement, le recouvrement rapide des cotisations issues des plans d'épargne, ainsi que la promotion continue des fonds communs de placement auprès de la clientèle pour éviter la décollecte. En outre, la baisse globale constatée a continué à peser sur la performance des fonds communs de placement, notamment ceux qui sont exposés aux actions cotées. Cependant, la stratégie de désensibilisation des fonds communs de placement à l'évolution négative du marché actions a été intensifiée en vue d'obtenir une performance absolue pour les détenteurs de parts sur l'année 2020.

**La BRVM est un marché structurellement peu liquide, mais sur ce marché, CGF n'expose ses clients qu'aux classes d'actifs qui sont relativement les plus liquides.** En comparaison des marchés de capitaux internationaux, la bourse ouest-africaine se caractérise par une profondeur, une taille et un volume normal de transactions modestes, qui ne lui permettent pas d'afficher un niveau élevé de liquidité, quand bien même CGF calculerait des valeurs liquidatives quotidiennes. Cela implique aussi, de temps en temps, de subites distorsions de prix en cas d'inflation soudaine des volumes traités. Cela dit, la BRVM (i.e. les actions et obligations cotées) restent les classes d'actifs les plus liquides relativement. C'est la

raison pour laquelle CGF ne commercialise que des FCP adossés à des titres cotés, à quoi s'ajoutent des poches de liquidité de type monétaire. CGF n'inclut quasiment pas de titres non cotés (de type capital-risque), de titres fonciers, d'actifs immobiliers, de matières premières, ni de produits dérivés dans ses véhicules d'investissement, afin d'assurer une liquidité maximale de ses sous-jacents, modulo les contraintes structurelles du marché sous régional en la matière. C'est un facteur très positif de notation.

**Cependant WARA note que CGF Bourse a su faire preuve de réactivité en orientant ses clients vers des portefeuilles plus équilibrés avec une forte dominance en produits à taux, relativement plus sûrs et plus liquides.** Cette stratégie permet aux clients de CGF : (i) de disposer d'un placement plus sécurisé dans un contexte de baisse du marché actions ; (ii) de bénéficier de rendements qui restent bien supérieurs aux rendements des livrets d'épargne traditionnels ou DAT ; (iii) de toucher des coupons de manière régulière grâce aux paiements trimestriels et semestriels des intérêts par les émetteurs. Par conséquent, un client particulier peut arbitrer dans le continuum du couple « risque-rendement » qui correspond au mieux à son aversion/attirance pour le risque. Quant à la clientèle « Corporate », elle bénéficie de solutions de placements sécurisées pour ses excédents de trésorerie, son choix étant dicté par la maturité à laquelle elle souhaite récupérer son placement. C'est un facteur positif de notation.

**De la même manière, CGF Bourse s'efforce, dans sa gestion, de capturer de la valeur à la marge de manière tactique : cela est illustré par la meilleure performance des FCP en comparaison des indices de la BRVM.** En résumé, CGF Bourse offre la BRVM à ses clients, en s'assurant d'une diversification structurelle maximale, tout en essayant de capturer de l'« alpha » (i.e. du sur-rendement) de manière tactique et opportuniste, dans une approche de type « stock-picking » (i.e. de surpondération relative d'un ou plusieurs titres perçu(s) comme temporairement sous-évalués). En conséquence de quoi les portefeuilles sous-jacents aux encours sous gestion n'exhibent pas de taux de concentration systématiquement et durablement supérieurs à ceux que la BRVM affiche de manière structurelle. C'est un facteur positif de notation. L'autre conséquence est en termes de cible de rentabilité servie aux clients: CGF Bourse recherche activement un alpha dans ses choix d'allocation, mais cet alpha n'est pas systématiquement benchmarké par rapport à l'un ou l'autre des indices de la BRVM, puisque ces indices incluent des titres dont la liquidité peut s'avérer minimale, voir presque nulle. Par conséquent, CGF Bourse pondère les portefeuilles de ses clients de manière active afin d'arbitrer en permanence les exigences de rendements et celles inhérentes à la nécessité de liquidité de ses positions. Cela rend assez peu comparable la performance de ses véhicules par rapport à celle de l'indice, mais il n'en demeure pas moins qu'en termes absolus, les rendements servis aux clients restent compétitifs, ce qui est positif pour la notation.

FCP	Au 30-juin-2021	Performance annuelle 2020	Performance annuelle 2019
FCP HORIZON	7,54%	1,81%	-2,03%
FCP QUIETUDE	2,09%	5,18%	4,57%
FCP AVANTAGE	2,08%	1,59%	2,66%
FCP CROISSANCE	9,55%	1,49%	-6,11%
FCP ACTIONS PHIE	2,32%	-0,75%	-1,79%
FCP ASSUR SENEGAL	1,49%	-0,79%	0,30%
FCP AL BARAKA	1,78%	2,24%	2,77%
FCP AL BARAKA 2	2,99%	4,63%	3,44%
FCP BNDE VALEURS	1,58%	2,18%	1,51%
FCP LIQUIDITE-OPTIMUM	2,32%	3,88%	3,46%
FCP DIASPORA	1,32%	4,28%	3,92%
FCP CAPITAL RETRAITE	1,93%	3,35%	3,90%
FCP EXPAT	1,58%	3,46%	3,89%
FCP WALO	1,13%	4,46%	3,90%
FCP DJOLOF	0,60%	4,52%	4,04%
FCP RENTE PERPETUELLE	1,81%	4,10%	0,60%
FCPCR SONATEL	4,71%	-3,28%	6,85%
FCPE SINI GNESIGUI	2,81%	-0,39%	8,23%
FCP FORCE PAD	3,75%	0,00%	8,80%
FCP DP WORLD DAKAR	1,88%	4,04%	3,10%
FCP IFC-BOAD	2,48%	5,72%	5,07%
BRVM COMPOSITE	10,11%	-8,71%	-7,55%
BRVM 10	-0,79%	-12,23%	-3,40%

## Facteurs secondaires

### Position financière

- CGF Bourse se prévaut d'une situation financière très saine, malgré une rentabilité tribuataire des performances de la BRVM

**La SGI fait face de manière ingénieuse et résiliente à la volatilité de sa rentabilité, fortement corrélée aux performances de la bourse régionale.** La valeur des transactions a fortement souffert de la chute continue de l'indice BRVM 10, quand bien même les volumes se sont bien maintenus. Comme la tarification pratiquée par CGF Bourse est fonction de la valeur des titres, la rentabilité de la SGI reste positive. Cela dit, CGF Bourse a su s'adapter et tirer son épingle du jeu dans un marché baissier. Le bilan de CGF est une forteresse, ce qui est un facteur très positif de notation dans la mesure où une telle situation financière assure tant la pérennité de l'entreprise que celle de l'épargne de ses clients. CGF a renforcé la diversification des portefeuilles clients en investissant davantage sur les FCP obligataires, les obligations et les bons du Trésor ce qui a permis d'atténuer légèrement la baisse des encours globaux et surtout, de conserver la clientèle existante tout en n'exposant pas les nouveaux clients sur des investissements volatiles. WARA estime en effet que la volatilité des rendements est une caractéristique structurelle des SGI ; mais tant que les principaux équilibres

du bilan ne sont pas affaiblis, la cyclicité du compte de résultats demeure un facteur neutre pour la notation en qualité de gestion de CGF Bourse.

**Malgré la tendance baissière de la BRVM, les actifs sous gestion du Groupe continuent de progresser de manière vigoureuse.** C'est un facteur positif de notation, dans la mesure où ce phénomène paradoxal signale l'attractivité de l'offre de CGF Bourse et CGF Gestion. Malgré des valeurs en berne depuis plus de trois exercices consécutifs, les clients épargnants continuent d'affluer. Au 31 décembre 2020, la valeur du portefeuille en conservation chez CGF Bourse était évaluée à 364,3 milliards de FCFA, contre 336,3 milliards de FCFA en fin 2019. Les encours de CGF Bourse ont exhibé une croissance exponentielle, dénotant le degré élevé de confiance et de loyauté de la clientèle envers sa SGI, ce qui est un facteur très positif de notation. Quand bien même CGF Bourse domine très largement le marché sénégalais de l'épargne, en termes de stocks, au niveau de la sous-région de l'UEMOA, qui est l'échelle pertinente des 31 SGI se faisant concurrence en Afrique de l'Ouest, la part d'actifs en valeurs mobilières de CGF Bourse est que de 8,34%, avec un taux de pénétration relativement faible au-delà des frontières sénégalaises, ce qui est un facteur négatif de notation.

**L'efficacité opérationnelle de la SGI demeure moyenne, mais son efficacité de gestion est excellente.** L'efficacité opérationnelle de CGF Bourse reste moyenne. En effet, après s'être stabilisé à 76% en 2019, le coefficient d'exploitation se dégrade à 88% en 2020, un niveau encore perfectible selon WARA. Cela dit, un tel taux de charge trouve son explication dans le coût de la qualité : i) CGF soigne tout particulièrement la qualité de son personnel, ce qui génère des charges salariales importantes relativement au chiffre d'affaires ; ii) CGF Bourse dispose d'une agence commerciale pour renforcer la proximité avec sa clientèle, ce qui génère une inflation de la surface immobilière exploitée par la SGI ; iii) CGF dispose d'un budget conséquent pour la montée en gamme de ses outils technologiques, notamment ses canaux digitaux de distribution ; et iv) la SGI consacre des ressources croissantes au renforcement de la notoriété de sa marque, ce qui passe par une recherche permanente d'opportunités d'innovation. Ces charges de qualité sont pesantes, mais finissent par se cristalliser en un avantage comparatif décisif, à savoir l'excellente efficacité de l'exécution opérationnelle.

#### Service à la clientèle

- Dans l'absolu, le service à la clientèle est en nette amélioration et ce à de nombreux égards ; relativement à ses concurrents ouest-africains, CGF Bourse est d'autant plus compétitive.
- Au demeurant, le service restera en toujours perfectible afin de suivre l'évolution comportementale de la clientèle.
- CGF Bourse a pleinement conscience ce défi et fourni toujours un service de qualité permettant ainsi à sa clientèle de saisir les meilleures opportunités.

**CGF Bourse est devenu en 2021 une SGI totalement digitale, en ligne avec leur stratégie de renforcement de la digitalisation et de l'inclusion financière.** Avec le lancement de la bourse en ligne « CGF Bourse Direct » via leur plateforme CGF Access permettant à la clientèle d'avoir accès à toutes les informations essentielles du marché de la

BRVM et disposant d'outils d'aide à la décision leur permettant : i) une meilleure autonomie à la décision ; ii) une célérité des passages d'ordre d'achat et de vente; iii) une meilleure lisibilité et compréhension des reportings ; iv) un suivi en temps réel des opérations ; v) plus d'opportunité d'achats et de ventes car les utilisateurs de cette plateforme disposent du même niveau d'information sur le marché et au même moment. En outre, le lancement de ce service, fait suite à l'obtention de l'agrément d'exercice de la Bourse en ligne sous le numéro **CREPMF/2020/183** par le Conseil Régional de l'Epargne Publique et des Marchés Financiers de l'UEMOA (CREPMF) en septembre 2020. Avec CGF Bourse Direct, la clientèle peut désormais:

- Saisir les opportunités de la BRVM en live ;
- Placer des ordres d'achat et de vente directement à la BRVM ;
- Procéder aux souscriptions de parts de FCP ;
- Accéder à des informations financières pertinentes ;
- Bénéficier des outils d'aide à la décision.



**CGF a fait des efforts notables en termes de transparence et de reporting par rapport aux standards internationaux, mais cela reste perfectible.** D'une part, la fréquence du reporting relatif aux FCP est trimestrielle, ce qui est un temps long dans la gestion d'actifs. En outre, la profondeur des informations analytiques transmises aux clients est en nette amélioration mais restera toujours perfectible : en effet, les informations de base, comme la répartition du portefeuille par secteur, par pays et par classe d'actifs, sont transmises, à l'exclusion des données plus fines, comme la performance ajustée par le risque, la performance relative à une série d'indices, et la composition détaillée du portefeuille (y compris ses entrées

et ses sorties et, par voie de conséquence, la performance absolue et relative de chaque ligne de « trade »). WARA note que des efforts importants ont été réalisés en termes de reporting clientèle par CGF Bourse : désormais, les clients de CGF reçoivent des analyses des sociétés, du marché monétaire, du marché obligataire et des notes de recherche en plus de « la revue hebdomadaire du marché » grâce, notamment, au recrutement de deux analystes supplémentaires.

**La stabilité de la clientèle de CGF est élevée.** C'est la conséquence directe de son degré élevé de satisfaction. Dans le cadre de la certification ISO 9001 dont se prévalent tant CGF Bourse (la maison-mère) que CGF Gestion (la filiale spécialisée en gestion d'actifs), le Groupe est tenu d'organiser, à intervalles réguliers, des enquêtes de satisfaction de la clientèle. Les résultats de ces enquêtes ne relèvent évidemment pas du domaine public ; cela dit, dans le cadre de son exercice de notation, WARA y a eu accès et peut attester du fait que le taux de satisfaction des clients est élevé. Globalement, les clients de CGF Bourse ont une bonne appréciation de la qualité de service qui leur est proposé. Les axes d'amélioration ont été bien identifiés, parmi lesquels une meilleure vulgarisation de la gamme des FCP commercialisée par CGF Bourse, une amélioration de la plateforme web chez les clients, le renforcement de la digitalisation de leurs activités en vue d'offrir un meilleur service en ligne, ou encore offrir aux clients de meilleurs conseils de placement et un meilleur suivi de leurs requêtes et autres sollicitations. CGF Bourse s'attèle à mettre en place toutes les recommandations issues du rapport d'enquête de satisfaction, afin de proposer à leur clientèle une qualité de service irréprochable qui leur permettra à court terme d'atteindre des taux de satisfaction globale des plus élevés. En particulier, les clients institutionnels intéressés par la gestion externalisée de l'épargne-entreprise sont, par définition, les plus stables et les plus loyaux, puisque le choix de la SGI sous-traitante est le résultat d'un long processus de « due diligence » puis de sélection. L'exigence de qualité prévaut aussi dans les métiers du conseil et du financement des entreprises, ce qui renforce d'autant la loyauté de la clientèle des « grands comptes ». En revanche, parmi les clients particuliers, il peut exister une certaine dose de volatilité en fonction des circonstances du marché, de l'agressivité des concurrents en matière de marketing et des stratégies personnelles d'investissement... mais au total, l'agrégation de la kyrielle de comptes-clients particuliers ne cesse de croître en nombre et en valeur (plus de 26000). CGF Bourse a poursuivi le processus de digitalisation de son activité en améliorant son offre de service en ligne avec l'amélioration de sa plateforme CGF Access. C'est dans cette dynamique que le marketing digital a été intégré dans toutes les opérations d'actions commerciales en vue d'élargir l'horizon d'information, d'éducation financière et de promotion des produits et services et de mieux capter le potentiel qu'offre le web en termes de développement du portefeuille. L'ambition de CGF Bourse est d'offrir à sa clientèle et à ses partenaires un service en ligne optimal en termes d'ergonomie et de contenus. Cette attractivité de l'offre de CGF, et la stabilité de sa clientèle qui en découle sont des facteurs positifs de notation.

**Cependant, CGF Bourse fait face à une intensification de la concurrence, surtout au niveau national,** avec l'arrivée de nouvelles SGI qui opèrent sur le même marché domestique et qui ciblent la même clientèle. La stratégie mise en place par cette nouvelle concurrence est une différenciation par le prix en tentant d'offrir des services à moindre coûts. Au-delà du fait que ces dernières auront beaucoup de mal à rivaliser avec l'expérience et la notoriété acquises par CGF Bourse tout au long de ses deux décennies d'existence, on observe qu'une certaine



clientèle pourrait être attirée par ces tarifs plus bas proposés par cette concurrence. Ce qui serait un risque pour la fidélisation de la clientèle, dans un contexte de marché boursier décroissant. CGF Bourse, conscient de cela, prévoit ainsi de développer ses activités à l'étranger. WARA suivra avec attention la mise en place de cette stratégie de diversification géographique au-delà des frontières du Sénégal.

**La qualité de la recherche, notamment de la classe « actions », est satisfaisante. C'est un facteur positif de notation.** La BRVM est un petit marché financier : l'univers d'investissement auquel les clients institutionnels ou particuliers peuvent accéder ne se compose que de 46 actions, 92 lignes obligataires, et 3 Sukuk (ou obligations islamiques) cotés à fin 2020. Par conséquent, pour une SGI « historique » comme CGF, les clients sont en droit d'attendre une couverture exhaustive de l'univers d'investissement. Cela dit, en valeur, les 10 premières capitalisations boursières de la BRVM représentent 3 544 milliards de FCFA sur une capitalisation boursière totale de 4 368 milliards de FCFA à fin 2020, soit 74% du marché. En cela, la recherche de CGF Bourse couvre la majeure partie de la cote en valeur, ce qui est pertinent, sans excédent de charges, puisque la recherche analytique est un centre de coût. En outre, la qualité de la recherche est satisfaisante selon les standards régionaux et fournit aux investisseurs la plupart des informations les plus pertinentes pour une décision d'investissement documentée, argumentée, informée et quantitativement robuste. WARA suivra la bonne mise en œuvre de ces projets qui devraient contribuer à une meilleure connaissance des marchés par les utilisateurs particuliers et permettre à CGF de conforter sa position de SGI pionnière dans la sous-région.

WARA



## DONNEES FINANCIERES ET RATIOS

Les comptes de CGF Bourse sont établis selon les normes comptables régionales et autorisées par le CREPMF.

<b>BILAN ('000 FCFA)</b>	2016	2017	2018	2019	2020
TOTAL ACTIF	20 446 611	20 361 121	23 178 224	17 550 287	18 531 643
Fonds propres, dont:	2 112 846	2 146 794	2 249 344	2 353 239	2 286 082
<i>Capital social</i>	1 500 000	1 500 000	1 500 000	1 500 000	1 500 000
<b>INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES ('000 FCFA)</b>	2016	2017	2018	2019	2020
Trésorerie nette	15 827 345	11 148 202	13 722 374	8 906 273	10 824 102
<b>COMPTE DE RESULTAT ('000 FCFA)</b>	2016	2017	2018	2019	2020
Total des produits (activités ordinaires)	2 234 950	2 085 501	1 948 127	2 184 588	1 941 700
Total des charges (activités ordinaires)	(2 133 869)	(2 096 268)	(1 877 279)	(1 885 071)	(1 884 112)
Résultat hors activités ordinaires	50 182	57 318	75 516	34 085	53 175
<b>Résultat avant impôts</b>	<b>151 263</b>	<b>46 551</b>	<b>146 365</b>	<b>333 602</b>	<b>110 763</b>
Impôts sur le bénéfice	(69 838)	(5 000)	(5 000)	(92 159)	(49 923)
<b>Résultat net de l'exercice</b>	<b>81 426</b>	<b>41 551</b>	<b>141 365</b>	<b>241 443</b>	<b>60 841</b>
<b>CASH FLOWS ('000 FCFA)</b>	2016	2017	2018	2019	2020
CAF	400 561	283 589	355 033	(571 342)	209 668
ETE	(1 119 449)	(6 129 636)	2 150 785	323 309	1 303 334
Emplois à financer	817 667	(4 962 731)	(318 186)	5 039 388	1 874 828
Variation de trésorerie	750 439	(4 679 142)	4 474 171	4 816 100	2 125 282

<b>RATIOS</b>	2016	2017	2018	2019	2020
<b>Rentabilité</b>					
Retour sur fonds propres (ROE) %	3,85	1,94	6,28	10,26	2,66
Retour sur actifs (ROA) %	0,40	0,20	0,61	1,38	0,33
Coefficient d'exploitation %	80,94	88,93	88,41	76,94	87,69
Valeur ajoutée % produits de base	28,83	21,63	21,18	34,75	40,58
EBE % produits de base	(32,63)	(38,56)	(35,69)	(21,92)	(21,01)
<b>Liquidité</b>					
Trésorerie nette % total des actifs	77,41	54,75	59,20	50,75	58,41
Actifs circulants % passifs circulants	102,75	106,36	106,71	107,87	105,81
Ressources longues % immobilisations nettes	131,28	217,01	266,51	203,42	170,25
EBE / frais financiers (x)	-	-	(26,10)	(2,89)	(10,76)
Dette financière / EBE (x)	-	-	-	-	-
<b>Capital</b>					
Fonds propres % total des passifs	10,33	10,54	9,70	13,41	12,34
Fonds propres % immobilisations	131,28	217,01	266,51	203,42	170,25
Taux de distribution des dividendes	409,37	-	-	46,02	-

^^



© 2021 Emerging Markets Rating (EMR) & West Africa Rating Agency (WARA). Tous droits réservés. WARA est une Agence de Notation de l'UEMOA agréée par le CREPMF.

La notation de crédit est une opinion sur la capacité et la volonté d'un émetteur à faire face au remboursement de ses obligations financières, et non une quelconque appréciation de la valeur des actions de cet émetteur. Il est rappelé qu'il peut être risqué pour un investisseur de fonder sa décision d'investissement sur la seule notation de crédit.

La compréhension des méthodologies et échelles propres à WARA est essentielle pour mesurer la portée des opinions présentées dans les rapports. Il est vivement recommandé aux lecteurs des rapports de se rapprocher de WARA aux fins d'en obtenir copie.

Toutes les informations contenues dans nos rapports ont été obtenues à partir de sources considérées comme fiables. Cependant, étant donné la possibilité d'erreurs humaines ou d'autres aléas, toute information est présentée « en l'état » et sans aucune garantie que ce soit. WARA met tous les moyens à sa disposition pour vérifier la qualité de l'information utilisée pour délivrer une notation. WARA n'étant pas un réviseur de comptes, aucune garantie d'exhaustivité ne peut être fournie. En aucun cas WARA ne pourrait être tenu responsable et redevable à une personne ou une entité pour une quelconque perte réalisée suite à l'émission d'un de ses rapports ; chaque utilisateur de nos rapports est pleinement responsable de l'interprétation qu'il fera des opinions présentées. Ce rapport ne constitue en aucun cas un conseil de vendre, garder ou acheter un quelconque titre de créance.