

2025

Perspectives d'investissement et recommandations



L'année 2024 a été source de satisfaction pour nos investisseurs, nos Fonds affichant des performances record bien au-delà de celle constatées au titre de l'année 2023. Ces performances ce sont réalisées dans un contexte de résilience économique de l'UEMOA (+6,4% PIB vs +5,1% en 2023), malgré un contexte politique toujours tendu en particulier dans la région du SAHEL. Tout au long de cette note, nous nous efforceront d'analyser les tendances nous ayant permis de réaliser ces performances, pour enfin vous donner les clés vous permettant d'aborder 2025 le plus sereinement possible.



FONDS	PERFORMANCES				
	2024	2023	2022	2021	2020
FCP BRIDGE OBLIGATIONS	+5,13%	+5,00%	+5,51%	+4,04%	+6,58%
FCP BRIDGE DIVERSIFIE CROISSANCE	+14,14%	+9,91%	+3,82%	+10,66%	+2,72%
FCP BRIDGE EQUILIBRE	+19,15%	+10,67%	+4,17%	+10,17%	+4,45%
BRVM C	+28,89%	+5,38%	+0,46%	+39,15%	-8,71%

RESUME

- **L'année 2024 a évolué au rythme des tensions géopolitiques internationales et des changements de politiques monétaires des banques centrales.** Aussi bien la Fed que la BCE ont entamé leur assouplissement monétaire, permettant à la BCEAO de maintenir son taux directeur stable à 3,5%.
- **Les difficultés de financement du secteur bancaire ont connu une amélioration grâce à une augmentation du montant offert au refinancement de la BCEAO passé de 6000 à 8500 milliards, au prix d'un taux de refinancement plus élevés** (5,5% contre 3,4% à fin 2023), entraînant une hausse des rendements obligataires sur le SI 2024, avant une stabilisation à 8,79% (moyenne pour la maturité de 3 ans) sur la deuxième partie de l'année.
- **Nos états ont profité des meilleures conditions monétaires pour retourner sur les marchés internationaux,** levant un total de 4,1 Mds USD par la Côte d'Ivoire, le Bénin et le Sénégal.
- **Contrairement à nos anticipations initiales, les entreprises ont délivré des résultats financiers positifs en moyenne (+4% RN 2024 e vs -4% anticipé),** avec de bonnes surprises allant jusqu'à +44% pour le secteur agricole du fait de la hausse du cours du caoutchouc (+45% à fin octobre 2024). **Cette évolution des résultats a entraîné une progression de +28,89% de l'indice BRVM – C.**
- Au titre de l'année 2025, nous anticipons une amélioration de nos réserves de change ainsi que la poursuite de l'assouplissement monétaire de la Fed et la BCEAO. **Ces éléments permettront selon nous à la BCEAO d'effectuer à minima une baisse de son taux directeur sur l'année 2025.**
- L'année électorale sera source de tensions de liquidité pour le secteur bancaire, nous anticipons un environnement de collecte difficile qui maintiendra selon nous les rendements obligataires à leur niveau actuel (9% en Moyenne à 3 ans AES, 7,7% hors AES).
- Nous anticipons une progression moyenne des RN des entreprises de +5% au titre de l'année 2025, qui pourrait avoir du mal à se refléter dans les cours au regard du niveau de valorisation élevé du marché (PE Projeté = 9,6 vs 8 en moyenne historique). **Nous projetons une performance annuelle du BRMV – C comprise entre [-2% et +3%], avec un scénario de base à +3%.**

- Suite à une baisse saisonnière de -3,04% au mois de janvier, le marché des actions a connu une évolution quasi monotone sur l'ensemble de l'année 2024 (Fig.1), exception faite à une courte prise de profit survenue à la fin du troisième trimestre.
- Cette évolution a été justifiée par les résultats des entreprises (Fig 2., Fig 3.), l'ensemble des secteurs du marché affichant une croissance positive de leurs résultats nets.
- Elément de surprise notable, le secteur agricole, qui malgré une évolution à la baisse de son chiffre d'affaires tel que nous l'anticipions, a affiché une croissance positive de son résultat net, grâce à une hausse des cours du caoutchouc entraînant une hausse des marges brutes d'exploitation.
- Les secteurs télécommunications et bancaires ont confirmé leur résilience, malgré un environnement de collecte difficile pour le second.
- Il convient cependant de noter la divergence observée entre les banques opérant au sein de l'AES, et leurs contreparties non exposées à cette région. (Fig 4.)
- Le troisième trimestre de l'année a également été marqué par une forte volatilité des valeurs bancaires, due à une mauvaise compréhension des fractionnements faisant suite aux augmentations de capital.

Une évolution quasi monotone, motivée par des résultats financiers attractifs

Fig 1. Performances mensuelles – BRVM – C

YTD + 28,89%

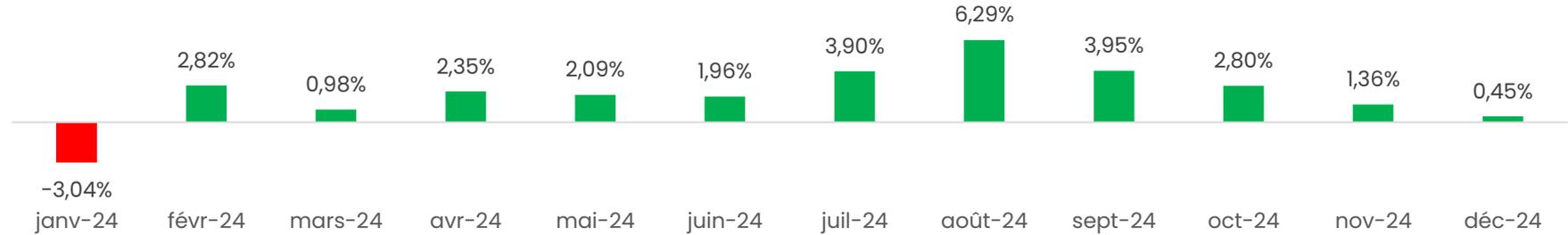


Fig 2. Evolution du résultat net – principaux secteurs

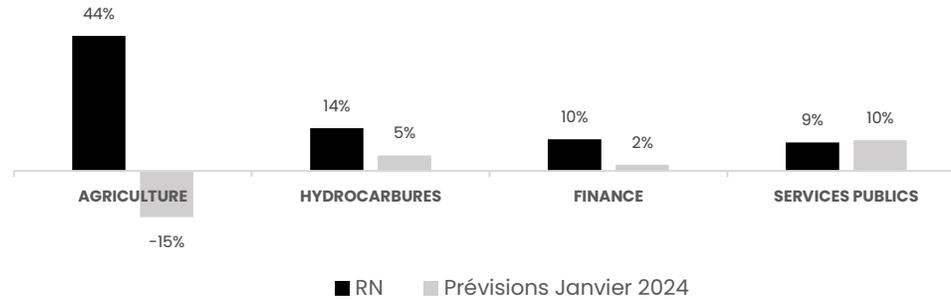


Fig 3. Evolution du chiffre d'affaires – principaux secteurs

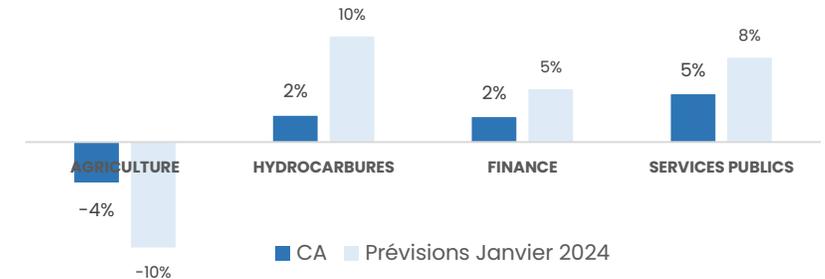
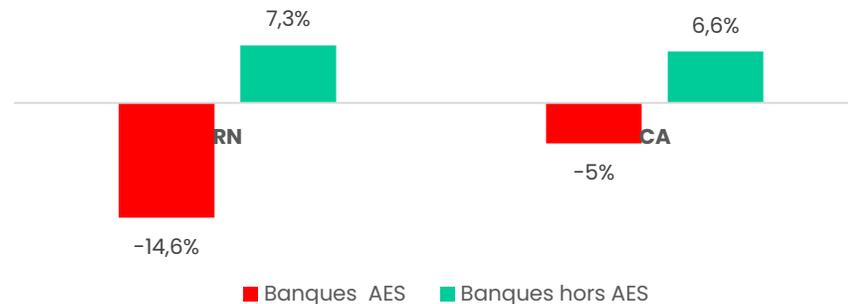


Fig 4. Banques AES vs Hors AES



Le volume d'émission obligataire sur le marché monétaire est en légère hausse de 10% par rapport à l'année dernière, au détriment du marché financier qui affiche une baisse de 20% de ses volumes (Fig 1. , Fig 2.), délaissé des investisseurs du fait de l'inertie dans son adaptation à l'environnement de taux d'intérêts élevé.

Cet attrait pour le monétaire s'est justifié par ses maturités plus courtes et ses rendements plus attractifs, atteignant pour les maturités de 3 ans une moyenne de 8,79% en 2024, contre 7,8% en 2023 (Fig 3.).

Ce niveau de rendement masque cependant de fortes disparités entre les états, les rendements allant de 6,9% pour le Bénin à 9,5% pour le Mali sur la maturité de 3 ans.

L'inversion de la courbe est restée d'actualité, se justifiant par un facteur technique (Fig 1.) : au-delà de la maturité de 5 ans, la courbe des taux intègre des émissions datant d'il y a plus de 2 ans ne reflétant pas l'environnement actuel.

L'année 2024 a également été marquée par une diversification des sources de financement et des opérations de reprofilage de la dette en Côte d'Ivoire, avec le retour de 3 états sur les marchés internationaux pour un total de 4,1 Mds USD émis (Fig 4.).

Les émetteurs corporate ont levé un montant global de 174 Milliards en hausse de +75% par rapport à l'année 2023; Les émissions supranationales ont progressé de 16% à 218 Milliards.

Une activité guidée par une diversification des sources de financement et une restructuration de la dette

Fig 1. DISTRIBUTION DES EMISSIONS

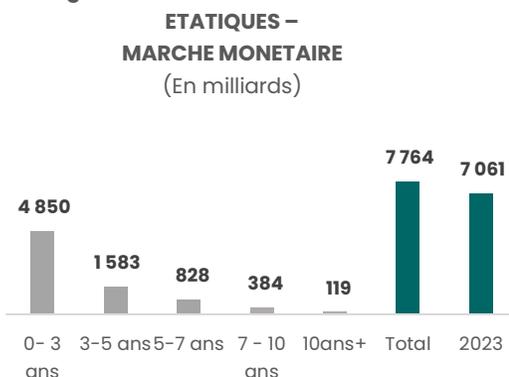


Fig 2. MARCHÉ FINANCIER



Fig 3. COURBE DES TAUX UEMOA

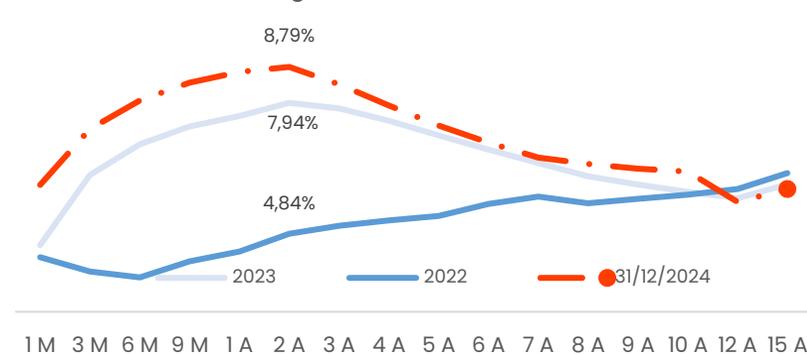
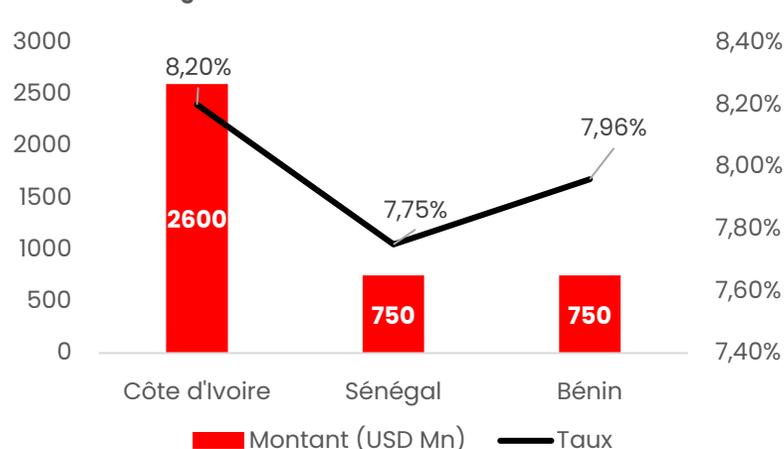


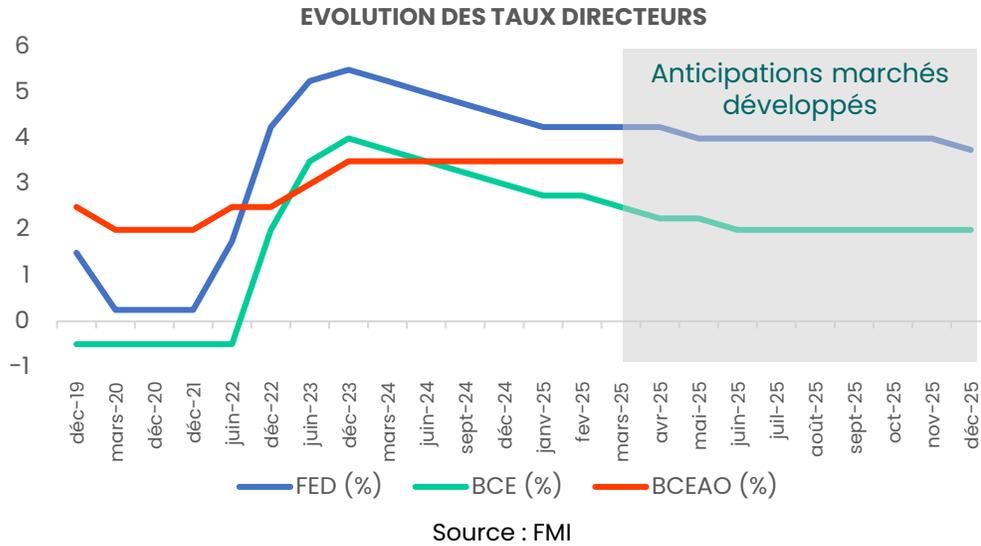
Fig 4. SYNTHESE EMISSION EUROBOND UMOA



Emissions non-gouvernementales	Emetteur	Type	Montant émis (Millions)
FCTC SONATEL C-1 6,40% 2023-2028	FCTC SONATEL	Corporate	60 000
FCTC SONATEL C-2 6,60% 2023-2030	FCTC SONATEL	Corporate	15 000
FCTC BOAD DOLI-P 6,10% 2023-2030	BOAD	Régional	148 500
FCTC ATOM PHARMA COMPARTIMENT DPCI 2024-2029	ATOM PHARMA COMPARTIMENT DPCI 2024-2029	Corporate	3 800
EMPRUNT OBLIGATAIRE BRIDGE BANK GROUP CÔTE D'IVOIRE 7,75% 2023-2030	BRIDGE BANK GROUP	Corporate	10 000
PALMAFRIC 8,75% 2024-2031	PALMAFRIQUE	Corporate	5 000
GSS BIDC-EBID 6,50% 2024-2031	BIDC	Régional	70 000
GSS BAOBAB 6,80% 2024-2029	BAOBAB	Corporate	20 000
FIDELIS FINANCE CAP25 7% 2023-2028 7,25% 2023-2028	FIDELIS Capital	Corporate	15 000
FCTC EPT 7,50% 2023-2038	CIE	Corporate	20 000
FCTC EPT 7,25% 2023-2033	CIE	Corporate	25 000
Total			392 300

Source : UMOA Titres

L'assouplissement monétaire entamé par les banques centrales devrait se poursuivre

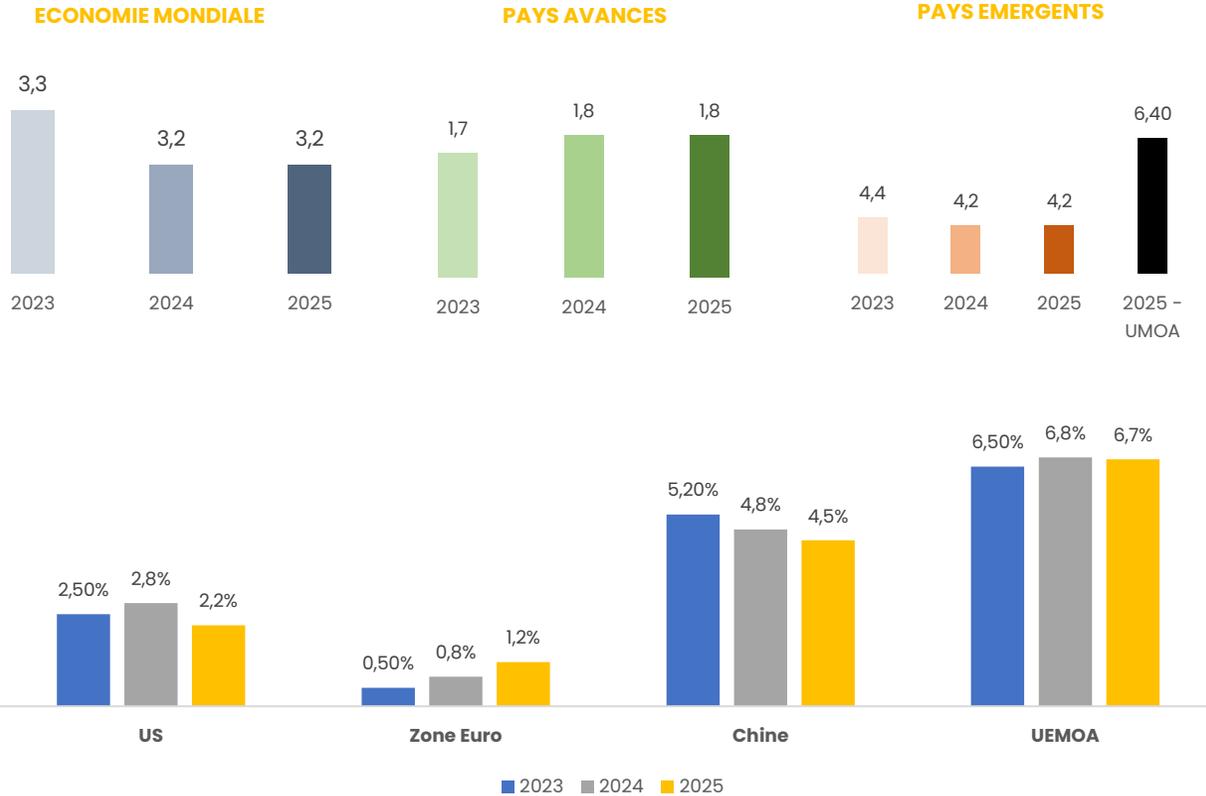


Les banques centrales des pays développés poursuivront leur assouplissement monétaire entamé en 2024, les marchés de produits dérivés internationaux anticipent des taux en baisse de -0,5% aussi bien aux US qu'en Europe à fin 2025.

Contrairement aux craintes initiales des investisseurs, cet assouplissement n'a pas mis en cause la baisse de l'inflation, qui s'établit à 2,2% en zone euro contre 2,4% un an auparavant, et à 2,7% aux US contre 3,9% il y a un an.

L'élection de Donald Trump pose cependant un risque non négligeable à la croissance Européenne et à l'inflation, en cas de guerre commerciale avec la Chine et de taxes appliquée sur les produits Européens.

La croissance mondiale se stabilisera grâce aux conditions de financement plus souples



La croissance mondiale se stabilisera en 2024 à 3,2%, chiffre confortable mais masquant d'importantes disparités. Si les pays avancés bénéficieraient de conditions monétaires plus souples, les problèmes structurels tels que le renforcement du dollar, la hausse des coûts de production du fait des incertitudes géopolitiques (transports et énergie) et les conditions météorologiques extrêmes continueront d'impacter les pays en voie de développement.

2025 en trois thèmes

La BCEAO démarrera son assouplissement monétaire



L'amélioration attendue de nos réserves, le retour de l'inflation à des niveaux soutenables et les baisses de taux effectuées par la BCE, justifieront selon nous à minima une baisse des taux de la BCEAO dès l'année prochaine.

La fragilité politique sera de mise



Le calendrier électoral sera chargé avec les élections présidentielles prévues en Côte d'Ivoire (Octobre 2025), Guinée Bissau (Novembre 2025) et au Togo (Février 2025). Les états de l'AES ont toujours la volonté de quitter la CEDEAO, situation ayant un impact pour l'heure limité sur nos économies mais pourrait s'aggraver au cas où elle s'étendrait à une sortie de l'UMOA.

Une croissance économique hétérogène



Face aux incertitudes géopolitiques et à une situation sécuritaire tendue au Sahel, le Niger n'a su pleinement bénéficier pleinement des impacts positifs des extractions d'hydrocarbures, affichant une croissance à +7% contre +11% initialement prévus du fait d'une inflation galopante, allant jusqu'à +11%. Cette divergence avec la croissance moyenne de la région se retrouve également au Burkina (+3,3%) et au Mali (+4%) sur l'année 2024, situation qui devrait se poursuivre au regard de l'impact des tensions politiques sur les investissements.

Indicateurs clés

Couverture des exportations par les réserves (BCEAO)

Évolution de l'inflation au sein de l'AES et de la situation sécuritaire

Comme indiqué lors de nos perspectives 2024, la BCEAO a maintenu une politique monétaire restrictive, face à la baisse de nos réserves de changes et au manque d'attractivité de notre région du fait de la forte hausse des taux en Europe. **Le retour à une politique plus accommodante s'effectuera dès 2025, soutenu par :** 1- Une meilleure orientation de nos comptes extérieurs à venir; 2- Un retour de l'inflation à des niveaux soutenable (3,2% attendu pour à fin décembre 2024); 3- Le retour des taux directeurs BCE en dessous de ceux de la BCEAO.

Nous anticipons un retour durable de nos réserves au dessus des 4,5 mois d'importations au S2 2025.

La première partie de l'année 2024 a été marquée par une nette amélioration de nos réserves passées de 3,4 mois d'importations à 4,1 mois (Fig.1) grâce au retour de plusieurs états sur les marchés internationaux et à l'amélioration des termes de l'échanges. Au cours du troisième trimestre, les actifs extérieurs nets (Fig. 2) des institutions de dépôts ont reculé de -8% entraînant une baisse de nos réserves à 3,7 mois d'importations. **Cette situation retardera selon nous la baisse de taux attendue**, mais devrait être compensée par l'amélioration des termes de l'échange, et l'augmentation de notre production d'hydrocarbures.

Le retour des taux directeurs EUR en dessous de ceux en CFA améliorera l'attractivité de notre région.

Les marchés obligataires internationaux anticipent à minima 2 baisses de taux du côté de la BCE en 2025, pour un taux directeur cible de 2%. (Fig.3)

Cette évolution renforcera l'attractivité des taux CFA, et préservera notre région d'une fuite des capitaux, à condition que l'environnement socio-politique conserve une stabilité relative sur la première partie de l'année.

L'inflation devrait rester contenue grâce à la baisse des prix des denrées importées, tout en affichant des disparités liées à l'environnement sécuritaire au Sahel. (Fig. 4)

Au T3 2024, les états de l'AES affichent un niveau d'inflation de +10,9%, +5,7% et +5,4% pour le Niger, le Mali et le Burkina respectivement, contre une moyenne régionale à +3,8%. Cette évolution qui est due à la situation sécuritaire précaire et aux contraintes de transports des produits alimentaires ne devrait selon nous pas impacter les décisions de la BCEAO

Nous anticipons une baisse des taux par la BCEAO en 2025, qui ne devrait selon nous pas intervenir avant le T2 2025.

Fig. 1 COUVERTURE DES IMPORTATIONS PAR LES RESERVES

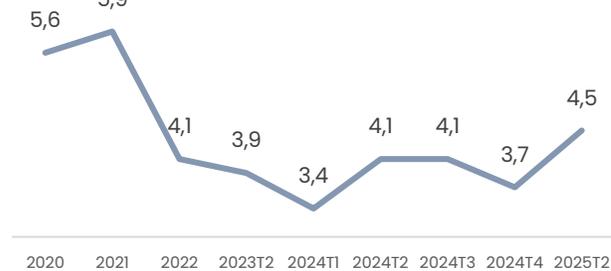


Fig. 2 EVOLUTION DES ACTIFS EXTERIEURS NETS (En milliards de FCFA)

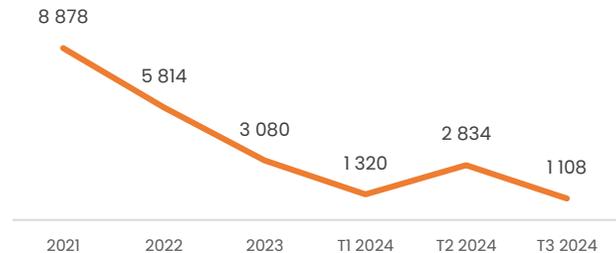


Fig. 3 EVOLUTION DES TAUX DIRECTEURS

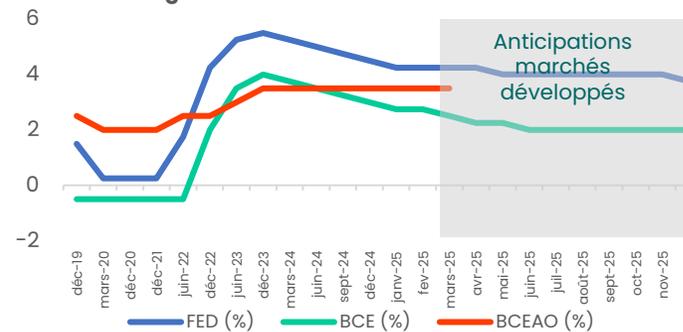
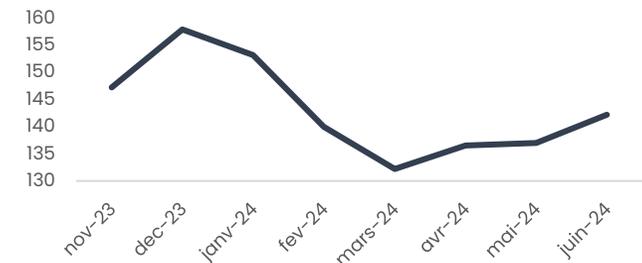
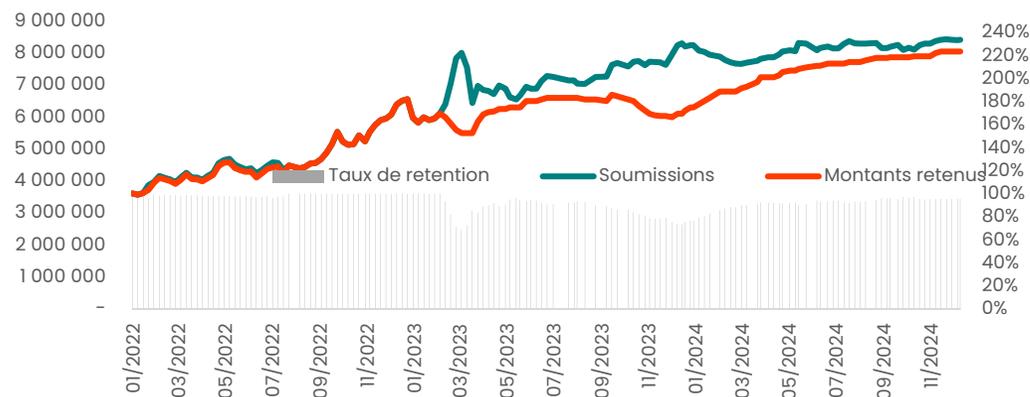


Fig. 4 INDICE DES PRIX DES PRODUITS ALIMENTAIRES IMPORTES



Les contraintes de liquidités du secteur bancaire maintiendront les rendements obligataires aux niveaux actuels sur la première partie de l'année

SYNTHESE DES ADJUDICATIONS HEBDOMADAIRES



Source : BCEAO

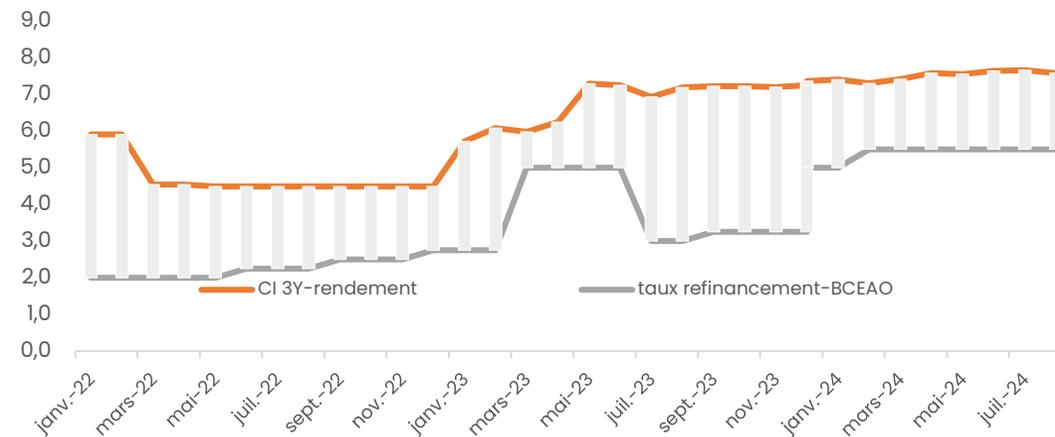
Comme nous l'avions anticipé, la BCEAO a augmenté le montant offert aux banques à l'adjudication hebdomadaire de 6000 à 8500 Milliards au cours de l'année 2024.

Si le taux de rétention à 90% des soumissions semble adéquat, il cache d'importantes disparités au sein des banques, certaines banques n'obtenant que 40% des montant demandés.

Les élections en Côte d'Ivoire entraineront une pression sur la liquidité du secteur bancaire, qui devrait maintenir les rendements à des niveaux élevés sur la première partie de l'année.

Nous attendons un maintien des rendements obligataires à leurs niveaux actuel (8% en moyenne) sur le premier semestre, puis une baisse modérée sur la deuxième partie de l'année.

SPREAD D'ARBITRAGE BANCAIRE



Source : BCEAO

L'augmentation de la liquidité s'est opérée au prix d'un taux moyen d'adjudication en hausse de 2% à 5,4% contre 3,4% à fin 2023, entraînant un maintien des rendements à un niveau élevé, afin de maintenir une rentabilité adéquate des Fonds empruntés.

Aux dernière données disponibles, l'évolution de la collecte du secteur bancaire affiche un ralentissement qui devrait maintenir les exigences de rendement du secteur bancaire aux niveaux actuels, au moins sur le S1 2024.

Nous restons cependant attentifs à toute baisse du taux moyen d'adjudication, qui accélérerait la baisse des rendement gouvernementaux.

La baisse de l'inflation à l'échelle mondiale couplée à une demande intérieure résiliente au sein des principales économies de l'UEMOA devrait permettre aux entreprises de notre région de délivrer des résultats en moyenne positifs sur l'année 2025. Cependant, les niveaux de valorisation actuels sont élevés, nous obligeant à intégrer une approche bottom-up à notre traditionnelle philosophie top-down appliquée lors de nos précédentes prévisions. Deux éléments majeurs seront également source de risque : les difficultés de collectes des banques à l'approche des élections en Côte d'Ivoire, et le renforcement du dollar induit par l'élection du président Trump et les niveaux de taux plus attractifs de la Fed.

Une croissance bénéficiaire hétérogène

Services financiers

Fondamentaux

Face au coût de refinancement élevé et à l'environnement de collecte qui demeure difficile (Croissance des dépôts de 1,9% à fin septembre contre 9,3% à la même période en 2023), nous anticipons une évolution modérée des marges nettes d'intérêt, à l'exception des banques dites tier-1 qui bénéficient de relais de financement interbancaires. L'exploitation continue d'hydrocarbures et la production de cacao attendue en hausse devraient soutenir le niveau des commissions et la croissance des encours de crédit.

Nous anticipons un PNB moyen et un RN en hausse de 5% au titre de l'année 2025, ainsi qu'une stabilisation du coût du risque.

Valorisation

Valorisant le secteur avec une exigence de rendement minimale des investisseurs de 7% il conserve un potentiel de croissance autour de 13% jusqu'au paiement des dividendes. Nous anticipons un rendement de dividende moyen de 8% sur la base des cours actuels.

Analyse technique

Bien que les indicateurs fondamentaux et de valorisation soient bien orientés, l'analyse des indicateurs techniques montre un essoufflement de la tendance sur le secteur, qui devrait se matérialiser sur la seconde partie de l'année. Nous anticipons donc une progression modeste des cours de 5% en moyenne.

Télécommunications

Fondamentaux

Nous projetons une croissance du Chiffre d'Affaires en ligne avec la tendance de moyen terme (+12% CAGR de 2019 à 2022 excluant ONATEL), le secteur ayant démontré sa résilience face aux environnements opérationnels difficiles. Cette croissance sera principalement soutenue par la Data et le mobile qui bénéficient de la politique de Capex disciplinée du secteur (15% du CA en moyenne sur les trois dernières années).

Valorisation

Le titre SONATEL SN (23800) conserve un potentiel de croissance, son cours justifiant d'un rendement de dividende de 7,74% sur base d'une progression du RN anticipée à 6% et d'un PE bien en dessous du marché à 6,8x.

Notre analyse est différente pour le titre ORANGE CI, qui aux cours actuels (17500) et malgré un RN attendu en hausse de 30%, intègre un D/Y projeté de 6% pour un PE de 13x. En anticipant une croissance additionnelle des résultats de +10% en 2025, nous arrivons à un cours cible à court terme de 15800, pour une exigence minimale de rendement de 7%.

Analyse technique

Les indicateurs techniques affichent un potentiel toujours présent pour SONATEL et une surchauffe du côté d'ORANGE CI, nous anticipons donc une croissance modérée de +2% des cours du secteur avec une divergence entre les cours d'ORANGE (-0,5%) et SONATEL (+4%).

Energies

Fondamentaux

Distribution de produits pétrolier (TOTAL CI, TOTAL SN, VIVO):

La baisse des cours pétroliers observées sur l'année 2024 améliorera selon nous les marges brutes mais devrait impacter négativement les variations de stocks comptables. Le niveau actuel du BRENT (76 USD) est favorable du point de vue des marges pour l'année 2025, la stabilité de la croissance économique devrait conduire à une hausse modérée des cours. Nous anticipons une croissance modérée du CA et du RN de +5%.

Raffinage (SMB) :

Le retour de la dépendance au marché export en 2024 augmente la sensibilité au dollar qui devrait se renforcer, impactant ainsi les coûts de l'entreprise. L'accélération des travaux en vue de l'élection de 2025 en Côte d'Ivoire bénéficiera à l'entreprise.

Nous anticipons une croissance du CA de +5%, pour 10% sur le RN.

Cet effet ciseau positif est dû à une répartition plus importante du CA sur le marché local en 2025, marché bénéficiant de marges plus attractives.

Valorisation

Le secteur nous paraît évalué à sa juste valeur, avec un rendement de dividende moyen attendu à 8%, malgré un PE projeté moyen de 13, conforme à la moyenne historique du secteur.

Analyse technique

Les indicateurs techniques affichent un potentiel limité sur les distributeurs de produits pétroliers, mais un point d'entrée attractif sur SMB (attendre les premiers résultats de 2025).

Nous anticipons une stabilisation des cours à leur niveau actuel sur l'année 2025.

Agriculture

Fondamentaux

Faisant suite à une baisse cyclique des productions d'huile de palme et de caoutchouc en 2024, nous nous attendons à un retour à la hausse des volumes en 2025. Le segment palmier à huile, dominé par PALMCI devrait être particulièrement bien orienté suite au repos végétatif observé en 2024. Du point de vue des prix, nous anticipons une hausse à 1100 USD/t pour l'huile de palme, due à une baisse des rendements à l'hectare en Indonésie et une hausse de la consommation de biodiesel en Asie. Quant aux cours du caoutchouc nous nous attendons à une stabilisation aux cours actuels du fait d'une demande mondiale mature et d'une offre stable.

Nous anticipons une hausse de 10% du CA du secteur et de 5% des RN, du fait d'une évolution plus modérée des cours des matières premières qu'en 2024.

Valorisation

PALMCI : Potentiel de croissance malgré une baisse attendue de -30% du RN, ce potentiel devrait se matérialiser après la publication des résultats du T1 2025. Nous anticipons un rendement de dividende de 10% au titre des résultats de l'année 2024.

SOGB : Les cours actuels n'intègrent pas complètement la hausse de 90% du CA, sur base d'un taux de distribution de 90% le rendement de dividende est à 10%.

SAPH CI : Nous considérons le titre comme fortement surévalué, avec un rendement de dividende projeté en dessous de 5%.

Analyse technique

Malgré la bonne orientation dans l'ensemble des indicateurs fondamentaux et de valorisation, les indicateurs techniques indiquent une surchauffe du secteur sur SAPH CI et SOGB.

Nous anticipons une progression de 10% des cours du secteur suite à la baisse saisonnière du mois de janvier. Le cours de SAPH CI devrait montrer une divergence, affichant une baisse de 5%.

Rendements de dividende nourris par le secteur bancaire

Valorisation

Le PER projeté du marché apparaît élevé par rapport à son niveau historique, indiquant une correction potentielle des prix, mais devrait se maintenir au regard des résultats attendus sur la première partie de l'année, en particulier pour le secteur bancaire et des télécommunications.

Le rendement de dividende moyen attendu est de moins en moins attractif (7,6%) comparé à son historique récent, confirmant le potentiel de croissance limité du marché.

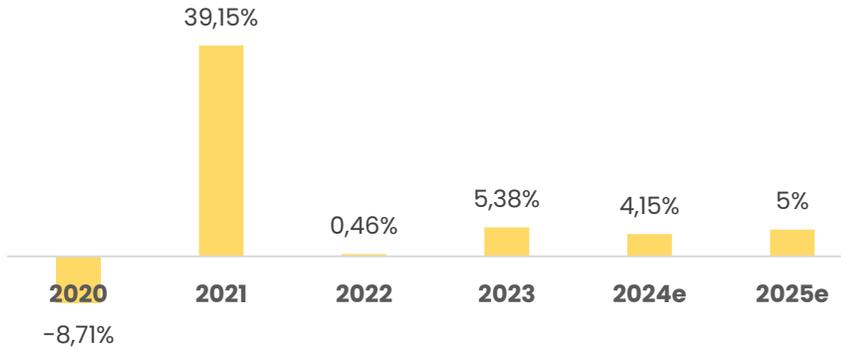
Performance attendue en 2024

Suite à la prise de profit du mois de janvier, nous anticipons une hausse modérée du BRVM –C, motivée par les premières publications de résultats des secteurs télécommunications, finances et agriculture.

La deuxième partie de l'année connaîtra une évolution selon nous plus modérée, dans un contexte électoral en Côte d'Ivoire et au regard des niveaux de valorisation élevés.

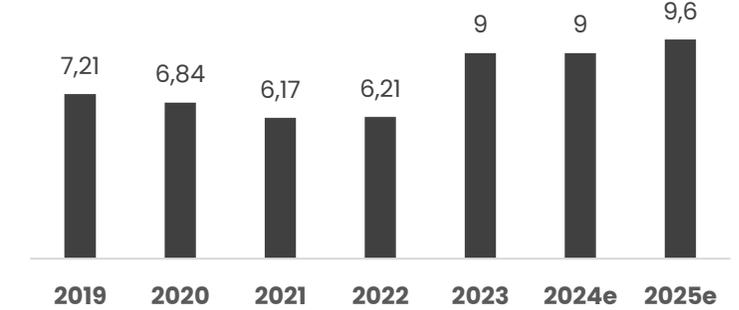
Nous anticipons une progression du BRVM – C comprise dans l'intervalle [-2%;3%], avec un scénario de base à 3%.

Croissance du résultat



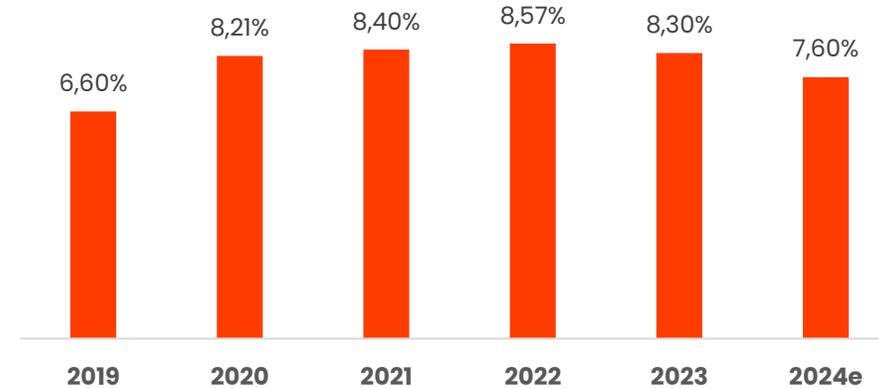
Source : BRIDGE ASSET MANAGEMENT – BRVM

PER



Source : BRIDGE ASSET MANAGEMENT – BRVM

Rendement de dividende



Source : BRIDGE ASSET MANAGEMENT – BRVM

Au regard des éléments précités, nous recommandons un **positionnement neutre des portefeuilles**, en misant sur la diversification dans une année électorale qui apportera son lot d'incertitude.

Au sein des obligations, nous avons une **préférence pour les maturités intermédiaire (3-7 ans) afin d'anticiper un éventuel pivot accommodant de la BCEAO.**

Quant aux actions, **nous sommes à l'achat sur le secteur des télécommunications avec une préférence pour le titre SONATEL, conservons le secteur services financiers et recommandons le secteur agricole à partir du T2 2025, à l'exception de SAPH CI.**

	Sur-pondéré +	Neutre =	Sous-pondéré -
Classes d'actifs		Obligations Actions (Jusqu'au paiement des dividendes)	
Secteurs d'activités	Télécommunications (SONATEL) Agriculture (PALM CI) (à partir du T2 2025)	Finances Hydrocarbures (Hors SMB)	Hydrocarbures (SMB à court terme) Agriculture (SAPH CI)
Caractéristiques des obligations	Gouvernement (Maturités intermédiaires)	Corporate	