

[Economie]

La chaîne de supermarchés procède à une augmentation de capital en mettant ses actions en Bourse pour un prix fixé entre 955 et 1144 dirhams par titre. Un prix jugé relativement excessif par la communauté financière.

MARCHÉ FINANCIER

Chère, chère Label(le) Vie

PAR FAHD IRAQI

"Trop chère", "excessivement surévaluée", "hors de prix". À peine la note d'information pour l'introduction en Bourse de Label'Vee rendue publique que les diatribes des analystes financiers fusent... sous leur col blanc, évidemment. "Il ne faut pas trop compter sur une note de recherche publique, avec une appréciation négative pour cette nouvelle société qui arrive sur la cote, confie le directeur du département analyse & recherche d'une banque d'affaires réputée. La consigne est donnée de ne pas 'bousculer' les nouvelles intro-

ductions." N'empêche, le microcosme boursier n'a jamais été aussi sévère (ni unanime) pour juger le prix d'une nouvelle recrue de la corbeille casablancaise. La raison : la valeur de cette chaîne de supermarchés joue au yoyo depuis une année. Pas moins de 4 transactions ont mouvementé son capital en 2007. Et le prix a été parfois 5 fois inférieur à ce qu'on propose aujourd'hui à l'épargne publique via le marché.

Valse des actionnaires et du prix

Déjà, en février 2007, le groupe Bejjelloun décide de se retirer de Hyper SA (société propriétaire de la chaîne Label'Vee) alors qu'il

prépare le lancement de Hanouty, sa nouvelle chaîne d'épicerie. "C'était une situation de conflit d'intérêt. Nous avons alors appliqué les dispositions du pacte d'actionnaires élaboré en 2004 quand ils ont rejoint le tour de table", explique Zouhair Bennani, président-fondateur de Label'Vee. L'accord entre les actionnaires ne laisse rien au hasard, encore moins les conditions de sortie du capital. "Ce sont les cadres de Bejjelloun qui avaient insisté pour indexer leur ticket de sortie au chiffre d'affaires", ajoute Zouhair Bennani. Le fait est que c'est devenu à notre avantage au moment de la cession." Ainsi, pour cette transaction, on se base sur le chiffre d'affaires 2005 pour

fixer une valorisation de l'entreprise à 360 millions de dirhams (65% du volume d'activité selon le pacte). Le fonds Cyrus capital suivra les pas du groupe Financed.com pour se désengager au même prix de Label'Vee. L'acheteur n'est autre que Retail Holding, structure réunissant les fondateurs de l'enseigne et leur partenaire de référence, qui n'est autre que l'homme d'affaires Saïd Alj. Les ex-actionnaires ne vont pas tarder à se mordre les doigts. Quatre mois plus tard, un autre businessman connu de la place fait son entrée dans l'actionariat de Hyper SA pour un prix quatre fois supérieur. Moulay Hafid Elalamy, président de la CGEM, est invité dans le tour de table en se payant près de 5% du capital pour une valorisation globale de l'entreprise fixée à 1,2 milliard de dirhams. Le patron des patrons connaît bien les actionnaires : Zouhair Bennani, président de l'enseigne, était devenu quelques mois auparavant le patron de la CGEM - Rabat au terme d'un feuilleton électoral qui avait fait couler beaucoup d'encre. Quant à Saïd Alj, Elalamy est devenu son principal partenaire depuis qu'ils ont croisé leur business à travers la compagnie d'assurances CNIA et la société de crédit Tasliff.

Les péripéties du tour de table de Label'Vee ne vont pas s'arrêter là. En septembre 2007, c'est au tour du fonds

d'investissement bahreïni, Estread Maroc Invest, de céder aux actionnaires fondateurs (en plus de Saïd Alj) sa participation de 12%. Ayant rejoint le tour de table en même temps que le groupe Bejjelloun, on ressort à nouveau la clause du pacte d'actionnaires relative au ticket de sortie (65% du chiffre d'affaires). Les Bahreïnis ne vont pas rechigner : même une valorisation de Label'Vee à 455 millions de dirhams leur permet de doubler quasiment leur mise de départ. Un mois plus tard, la valeur de Label'Vee crève à nouveau le plafond en atteignant 1,9 milliard de dirhams. Mais l'opération est moins significative : Retail Hol-

ding, société-mère de Hyper SA, cède 2,7% des actions à son président Zouhair Bennani.

Business plan ambitieux

Tous ces prix de vente ont été totalement écartés par les financiers de BMCI dans leur approche pour fixer aujourd'hui le prix de Label'Vee. Mieux encore : même l'opération la plus emblématique du secteur n'est pas non plus prise en compte. Pourtant, le divorce entre Auchan et l'ONA dans la grande distribution, consommé en août 2007, avait fait l'objet de plusieurs arbitrages et expertises. Les longues tractations à rebondissement avaient

conclu à l'évaluation des enseignes Marjane et Acima pour 6,7 milliards de dirhams, soit l'équivalent d'une année de chiffre d'affaires. Label'Vee est aujourd'hui mise sur le marché pour plus de deux fois son volume d'activité. "Quand un actionnaire de référence décide de se retirer, il est normal que l'on fixe le prix sur la base des performances historiques", argumente Mohamed Abou El Fadel, administrateur directeur général de BMCI Finance. Aujourd'hui, on s'adresse au marché et il est tout à fait normal que l'on se base sur les perspectives d'avenir pour valoriser la société."

Ainsi, le conseiller financier s'est essentiellement basé sur la



PHOTOS TINOUBI

EXTRAIT DE LA NOTE D'INFORMATION. Les actionnaires actuels n'envisagent pas la cession du contrôle de Hyper SA dans les douze mois qui suivent la présente opération. En revanche, ils pourront, en fonction des opportunités de marché, effectuer des achats et/ou des ventes sur le titre Hyper SA.

méthode d'actualisation des flux futurs (DCF dans le jargon des cols blancs). Même l'approche des comparables boursiers n'a été retenue que partiellement. La cause (encore et toujours) : elle est largement inférieure au prix actuel. En retenant un échantillon de sociétés de grande distribution à travers le monde "dont la croissance peut être similaire à celle de Label'Vee", les conseillers financiers se retrouvent - à nouveau - avec un multiple moyen de 114% du chiffre d'affaires. Traduction en mots sonnants et rébuschants : pour ses 870 millions de dirhams de volume d'activité (en 2007), Label'Vee ne vaut pas plus de 1,2 milliard de dirhams selon cette méthode des multiples. Les 2 milliards que l'on propose aujourd'hui au marché sont si lointains... Ce prix est obtenu sur la base des prévisions d'un business plan audacieux, limite trop ambitieux.

Label'Vee déroule aujourd'hui un programme d'investissement de 1,7 milliard de dirhams ayant déjà fait l'objet d'une convention avec le gouvernement. À l'horizon 2011, la société s'engage à multiplier par 5 sa surface commerciale et passer de 13 à 40 magasins (dont 6 hypermarchés). "Nous inaugurons aujourd'hui un nouveau supermarché à Mohammedia, la moitié du foncier nécessaire pour nos futurs magasins est déjà couverte. Nous sommes donc certains de pouvoir tenir nos engagements", rassure Rachid Hadni, administrateur directeur général de la société. Et en termes d'objectifs financiers, le management met la barre très haut : le chiffre d'affaires devrait augmenter en moyenne de 60% pour atteindre les 5,7 milliards en 2011, alors que les bénéfices devraient passer (de 8 millions) à 311 millions de dirhams à cette échéance. Des perspectives futures de rentabilité qui peuvent justifier le prix demandé aujourd'hui par des actionnaires "relativement gourmands" aux yeux des analystes. Comme s'ils le sentent déjà, les fondateurs de Label'Vee s'engagent d'ores et déjà à distribuer 80% des bénéfices futurs. Il ne reste alors qu'à les réaliser... ●

GRANDE DISTRIBUTION

Un challenge à la hauteur du potentiel

En inaugurant le rayon de la grande distribution sur la Bourse de Casablanca, Label'Vee a ramené toute une fournie de chiffres concernant ce secteur jusque-là peu exploré pour "confidentialité". Le secteur promet une progression phénoménale vu l'ampleur du retard à rattraper. Un indicateur est assez éloquent : au Maroc, on compte 6,7 m² de surface de grande distribution pour mille

habitants, alors qu'en Tunisie on en est à 20 m². Dans des pays développés comme la France, ce ratio atteint les 220 m². La grande distribution représente à peine 9% du circuit de commercialisation des produits agroalimentaires au Maroc. Aujourd'hui, ce sont les enseignes de l'ONA (Marjane et Acima) qui contrôlent le marché avec près de 60% de la surface commerciale. Et comme pour tous les

secteurs, un plan de développement est déjà fixé, avec des objectifs bien définis dans le cadre du plan Rawaj. Cette sorte de vision 2020 pour le commerce a l'ambition de booster sérieusement le segment de la grande distribution dont le nombre de points de vente devrait passer à 600 (contre 50 aujourd'hui) et la valeur ajoutée à 26 milliards de dirhams (contre 2,8 milliards). Qui vivra verra... ●