

OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT OBLIGATOIRE

visant la totalité des actions de la société



à l'initiative de



Présentée par



NOTE D'INFORMATION PRESENTEE PAR WAFASALAF

DUREE DE L'OFFRE :

DU 26 OCTOBRE 2004 AU 09 NOVEMBRE 2004 INCLUS

TERMES DE L'OFFRE :

273,42 DIRHAMS POUR UNE ACTION CREDOR

Le CDVM attire l'attention du public sur le point suivant :

Au titre de la présente offre publique de retrait obligatoire, Wafasalaf s'engage à acquérir tous les titres qui se présenteront à l'offre aux conditions précisées dans la présente note d'information. A l'issue de cette opération, l'étroussure du flottant pourrait être à l'origine d'une faible liquidité, rendant difficile la cession de titres et être à l'origine d'une évolution erratique du cours, déconnectée des fondamentaux de Crédor.

Visa du Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières

Conformément aux dispositions de l'article 14 du dahir portant loi n°1-93-212 du 4 Rebia II 1414 (21 septembre 1993) et de l'article 36 de la loi n°26-03 relative aux offres publiques sur le marché boursier, l'original de la présente note d'information a été visé par le CDVM le 19/10/2004 sous la référence n°VI/EM/020/2004. Cette note a été établie par Wafasalaf et engage la responsabilité de ses signataires. Le visa n'implique ni approbation du prix, ou de l'opportunité de l'opération, ni authentification des éléments comptables et financiers présentés. Il a été attribué après examen de la cohérence et de la pertinence de l'information donnée dans la perspective de l'offre faite aux actionnaires de Crédor.

ABREVIATIONS

BAM	Bank Al-Maghrib
CDVM	Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières
Dh	Dirham
E	Estimé
ETIC	Etat des Informations Complémentaires
HT	Hors Taxes
IGR	Impôt Général sur le Revenu
IS	Impôt sur les Sociétés
IVT	Intermédiaires en Valeurs du Trésor
Kdh	Milliers de dirhams
Mdh	Millions de dirhams
N°	Numéro
OPCVM	Organisme de Placement Collectif en Valeurs Mobilières
OPR	Offre Publique de Retrait
P/B	Price to Book
PER ou P/E	Price Earning Ratio
TVA	Taxe sur la Valeur Ajoutée

SOMMAIRE

ABREVIATIONS	2
PREAMBULE	4
PARTIE A : ATTESTATIONS	5
I. LE PRESIDENT DU DIRECTOIRE DE WAFASALAF	6
II. LES CONSEILLERS FINANCIER ET JURIDIQUE.....	7
III. L'EXPERT INDEPENDANT	7
IV. LES COMMISSAIRES AUX COMPTES DE CREDOR.....	8
V. LE RESPONSABLE DE L'INFORMATION ET DE LA COMMUNICATION FINANCIERE.....	11
PARTIE B : PRESENTATION DE L'OPERATION	12
I. CADRE DE L'OPERATION.....	13
II. MODALITES DE L'OFFRE PUBLIQUE	14
III. MODALITES DE FINANCEMENT	14
IV. STRUCTURE DE L'OFFRE	15
V. ELEMENTS D'APPRECIATION DES TERMES DE L'OFFRE.....	17
VI. RAPPORT D'OPINION DE L'EXPERT INDEPENDANT	19
PARTIE C : PRESENTATION DE CREDOR	19
I. RENSEIGNEMENTS A CARACTERE GENERAL	19
II. SITUATION COMPTABLE ET FINANCIERE AU 30 JUIN 2004	19
ANNEXES : ETATS DE SYNTHESE SEMESTRIELS DE CREDOR	19

PREAMBULE

La présente note d'information a été préparée par Attijari Finances Corp., en sa qualité de banque Conseil.

Le contenu de cette note a été établi sur la base d'informations recueillies, sauf mention spécifique, des sources suivantes :

- Les commentaires, analyses et statistiques de la Direction Générale de Crédor, notamment lors des due diligence effectuées auprès de celle-ci ;
- Les comptes sociaux de Crédor au 30 juin 2004 ;
- Le rapport de l'expert indépendant sur l'offre publique de retrait obligatoire des titres Crédor ;
- La note d'information relative à l'offre publique de retrait initiée par Wafasalaf sur les titres Crédor, visée par le CDVM le 03/09/2004 sous la référence n°OF-18/04.

Conformément à l'article 13 du Dahir portant loi n°1-93-212 du 4 Rebia II 1414 (21 septembre 1993) relatif au Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières et aux informations exigées des personnes morales faisant appel public à l'épargne et de l'article 38 de la loi 26-03 relative aux offres publiques sur la marché boursier, cette note d'information doit être :

- Publiée dans un journal d'annonces légales ;
- Remise ou adressée sans frais à toute personne sollicitée dans le cadre de la présente opération ou qui en fait la demande ;
- Tenue à la disposition du public au siège de Crédor et dans les établissements chargés de recueillir les ordres des actionnaires ;
- Tenue à la disposition du public au siège de la Bourse des Valeurs de Casablanca.

PARTIE A : ATTESTATIONS

I. LE PRESIDENT DU DIRECTOIRE DE WAFASALAF

Attestation

A notre connaissance, les données de la présente note d'information sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. La note d'information comporte toutes les informations nécessaires aux actionnaires de Crédor pour fonder leur jugement sur l'opération envisagée.

Laïla MAMOU
Président du Directoire

Attestation

Nous garantissons la teneur et le caractère irrévocable des engagements pris par l'initiateur de la présente opération, Wafasalaf, pour acquérir par voie d'une offre publique de retrait obligatoire durant la période comprise entre le 26 octobre 2004 et le 09 novembre 2004 inclus, 12.916 actions de Crédor au prix de 273,42 dirhams l'action.

Laïla MAMOU
Président du Directoire

II. LES CONSEILLERS FINANCIER ET JURIDIQUE

II.1. LE CONSEILLER FINANCIER

Identité du conseiller financier

Dénomination ou raison sociale	Attijari Finances Corp.
Représentant légal	Rachid TLEMÇANI
Fonction	Administrateur Directeur Général
Adresse	15, bis Bd Moulay Youssef – Casablanca
Numéro de téléphone	022. 47.64.35/36

Attestation

La présente note d'information a été préparée par nos soins et sous notre responsabilité. Nous attestons avoir effectué les diligences nécessaires pour nous assurer de la sincérité des informations qu'elle contient.

Rachid TLEMÇANI
Administrateur Directeur Général

II.2. LE CONSEILLER JURIDIQUE

Identité du conseiller juridique

Dénomination ou raison sociale	A. Saaïdi Consultants
Représentant légal	Mohamed HDID
Fonction	Associé Gérant
Adresse	4, place Maréchal – Casablanca
Numéro de téléphone	022. 29.54.29

Attestation

L'opération, objet de la présente note d'information, est conforme aux dispositions statutaires de Wafasalaf et à celles de Crédor, ainsi qu'à la législation marocaine en matière d'offres publiques et de droit des sociétés.

Mohamed HDID
Associé Gérant

III. L'EXPERT INDEPENDANT

Identité de l'expert indépendant

Dénomination ou raison sociale	Fidaroc
Représentant légal	Faïçal MEKOUAR
Fonction	Associé Gérant
Adresse	71, rue Allal Ben Abdellah – Casablanca
Numéro de téléphone	022. 54.48.48

Attestation

Dans le contexte de l'offre publique de retrait obligatoire du titre Crédor envisagée par la société Wafasalaf et après avoir mis en œuvre toutes les diligences nécessaires pour apprécier la valorisation retenue, le prix proposé de 273,42 dirhams par action nous apparaît équitable pour les actionnaires minoritaires de la société Crédor. Celui-ci a été établi selon des méthodes d'évaluation pertinentes et usuellement retenues. Les critères utilisés dans lesdites méthodes sont connus, exacts, objectifs, significatifs et multiples.

Faïçal MEKOUAR
Associé Gérant

IV. LES COMMISSAIRES AUX COMPTES DE CREDOR

Identité des commissaires aux comptes

Prénoms et noms	Aziz Bidah	Ali Bennani
Dénomination ou raison sociale	Price Waterhouse Coopers	Ernst & Young
Adresse et numéro de téléphone	101, Bd Massira Al Khadra, Casablanca Tel : 022. 98.40.40	44, Rue Md Smiha, Casablanca Tel : 022. 54.58.23
Date du 1^{er} exercice soumis au contrôle	2002	2002
Date d'expiration du mandat actuel	2004	2004

Attestation 2001, 2002 et 2003

Nous avons procédé à la vérification des informations comptables et financières contenues dans le présent dossier d'information en effectuant les diligences de la Profession et compte tenu des dispositions légales et réglementaires en vigueur.

Les états de synthèse de Crédor pour les exercices clos les 31 décembre 2001, 2002 et 2003 ont fait l'objet d'un audit de notre part.

Nous avons effectué notre audit selon les normes de la Profession applicables au Maroc. Ces normes requièrent qu'un tel audit soit planifié et exécuté de manière à obtenir une assurance raisonnable que les états de synthèse ne comportent pas d'anomalie significative. Un audit comprend l'examen, sur la base de sondages, des documents justifiant les montants et informations contenus dans les états de synthèse. Un audit comprend également une appréciation des principes comptables utilisés, des estimations significatives faites par la Direction Générale ainsi que la présentation générale des comptes. Nous estimons que notre audit fournit un fondement raisonnable de notre opinion.

Opinions des exercices 2001 et 2002

Nous certifions que les états de synthèse arrêtés aux 31 décembre 2001 et 2002 sont réguliers et sincères et donnent, dans tous leurs aspects significatifs, une image fidèle du patrimoine et de la situation financière de Crédor ainsi que des résultats de ses opérations et de l'évolution de ses flux de trésorerie pour les exercices clos à ces dates, conformément aux principes comptables admis au Maroc.

Sans remettre en cause l'opinion exprimée ci-dessus, nous attirons votre attention sur les observations suivantes mentionnées dans nos rapports au titre des exercices 2001 et 2002.

Exercice 2001

Nous attirons votre attention sur la situation de la provision pour créances prédouteuses, douteuses et compromises qui s'est établie au 31 décembre 2001 à environ DH 246 millions en augmentation de l'ordre de DH 99 millions par rapport à l'exercice précédent. Cette augmentation significative résulte essentiellement du changement de la méthode de déclasserement des créances en souffrance décrit dans l'Etat A3 de l'Etat des informations Complémentaires (ETIC) pour laquelle la société s'est inspirée des critères les plus prudents envisagés par l'Association Professionnelle des Sociétés de Financement (APSF).

Exercice 2002

Nous attirons votre attention sur le changement de méthode décrit dans l'Etat A3 de l'Etat des Informations Complémentaires (ETIC). Ce changement de méthode, effectué dans le but de se rapprocher le plus possible des dispositions prévues par la circulaire n°19 de Bank Al Maghrib relative à la classification des créances en souffrance et à leur couverture par les provisions et dont la mise en application devient obligatoire le 30 juin 2003, a eu pour effet d'augmenter la dotation nette eu égard à la méthode de l'exercice 2001 d'environ MAD 19 millions.

Opinion de l'exercice 2003

Certaines créances répondant aux critères de la circulaire N° 19 de Bank Al Maghrib relative au déclassement et au provisionnement des créances en souffrance, ayant plus de quatre impayés et totalisant un montant de l'ordre de DH 120 millions (dont environ DH 60 millions ayant plus de neuf impayés et y compris les créances non échues), n'ont pas fait l'objet de déclassement par Crédor qui estime que ces impayés qui concernent des clients ayant repris le paiement de leurs crédits, rentrent dans le cadre de l'article 10 de ladite circulaire qui par dérogation prévoit, lorsque les retards de paiement sont imputables à des circonstances particulières et non pas à des considérations ayant trait à la solvabilité de la contrepartie, de ne pas les déclasser. A ce stade, nous ne sommes pas en mesure de savoir quelle serait la perte éventuelle définitive qui résulterait de ces impayés.

A notre avis, sous réserve de l'incidence sur les états financiers de la situation décrite ci-dessus, les états de synthèse donnent, dans tous leurs aspects significatifs, une image fidèle du patrimoine et de la situation financière de la Société Crédor au 31 décembre 2003 ainsi que du résultat de ses opérations et de l'évolution de ses flux de trésorerie pour l'exercice clos à cette date, conformément aux principes comptables admis au Maroc.

Sans remettre en cause l'opinion exprimée ci-dessus, et outre la situation décrite ci-dessus, nous attirons votre attention sur le fait que la société a utilisé la possibilité prévue par la circulaire n°19 de Bank Al-Maghrib d'étaler sur deux exercices (2003 et 2004) les provisions induites par l'application de cette circulaire. Ceci a eu pour impact de différer sur l'exercice 2004 un montant de provision d'environ DH 23 millions limitant ainsi la provision au titre des créances compromises à un taux de 92%.

A. Bidah
Price Waterhouse
Associé

A. Bennani
Ernst & Young
Associé

Attestation semestrielle au 30 juin 2004

Nous avons procédé à la vérification des informations comptables et financières contenues dans le présent dossier d'information en effectuant les diligences de la Profession et compte tenu des dispositions légales et réglementaires en vigueur.

La situation provisoire du bilan et du compte de produits et charges au terme du premier semestre couvrant la période du 1^{er} janvier au 30 juin 2004, a fait l'objet d'un examen limité de notre part.

Nous avons effectué notre examen limité selon les normes de la Profession applicables au Maroc et compte tenu des dispositions légales et réglementaires en vigueur.

Sur la base de notre examen limité, nous n'avons pas relevé de faits susceptibles d'entacher, de manière significative, la sincérité des informations contenues dans lesdits documents.

Sans remettre en cause l'opinion exprimée ci-dessus, et faisant suite à l'observation figurant dans notre rapport au titre de l'exercice 2003, nous signalons que la société a mis en application au cours du 1^{er} semestre 2004 l'ensemble des dispositions de la circulaire n°19 de Bank Al Maghrib.

A. Bidah
Price Waterhouse
Associé

A. Bennani
Ernst & Young
Associé

V. LE RESPONSABLE DE L'INFORMATION ET DE LA COMMUNICATION FINANCIERE

Responsable	Ali LAHLOU
Fonction	Directeur Administratif et Financier
Siège social	1, avenue Hassan II - Casablanca
Tél.	022. 20.34.46
Fax	022. 29.49.63
Mail	a.lahlou@wafasalaf.ma

PARTIE B : PRESENTATION DE L'OPERATION

I. CADRE DE L'OPERATION

I.1. CIRCONSTANCES DE L'OFFRE PUBLIQUE

En application de l'article 6 de la loi n° 26-03 relative aux offres publiques, Wafasalaf a lancé, du 9 septembre 2004 au 16 septembre 2004 inclus, une opération d'offre publique de retrait (OPR) visant les 166.301 actions⁽¹⁾ du capital de Crédor restantes, soit 11,09% du capital et des droits de vote, au prix unitaire de 285,42 dirhams coupon attaché (12 dirhams par action), soit au même prix et aux mêmes conditions que l'acquisition du bloc de contrôle.

Wafasalaf souhaite ainsi porter sa participation dans le capital de Crédor à 100%, en vue de la fusion ultérieure des 2 entités prévue pour le 31 décembre 2004, et ce, selon les conditions décrites dans la note d'information visée par le CDVM le 3 septembre 2004 sous la référence n°OF-18/04.

Conformément aux dispositions de l'article 39 de la loi 26-03 relative aux offres publiques sur le marché boursier, le CDVM a publié, en date du 21 septembre 2004, les résultats de l'OPR visant les titres Crédor, tels que transmis par la Bourse de Casablanca et se résumant comme suit :

- 153.385⁽²⁾ titres ont été présentés, soit 10,23% du capital de Crédor.

Au terme de cette offre, Wafasalaf détient directement 99,14% du capital et droits de vote de Crédor, soit 1.487.084 actions. Le flottant résiduel compte 12.916 actions, soit 0,86% du capital de Crédor.

Ainsi, à l'issue de cette opération, Wafasalaf détient plus que 95% du capital de Crédor. Eu égard au flottant (0,86% du capital social) très réduit, Wafasalaf a décidé de procéder à une offre publique de retrait obligatoire, au prix de 273,42 dirhams par action, conformément à l'article 20 de la loi n° 26-03 relative aux offres publiques, sur la totalité des actions qu'elle ne détient pas.

Le prix de 273,42 dirhams par action correspond au prix proposé lors de l'OPR (285,42 dirhams par action) déduit du montant des dividendes (12 dirhams par action) versés par Crédor en date du 30 septembre 2004. Dans cette optique, Wafasalaf s'engage à acquérir, au prix unitaire de 273,42 dirhams, la totalité des actions Crédor non directement détenues par elle, soit 12.916 actions demeurant en circulation.

Au terme de l'OPR obligatoire, Wafasalaf envisage de procéder à une radiation de la totalité des actions Crédor conformément aux dispositions du Dahir portant loi n°1-93-211 relative à la Bourse des Valeurs (modifié et complété) et selon les règles et les modalités précisées dans le règlement général de la Bourse des Valeurs.

Par ailleurs, à l'issue de l'OPR obligatoire et de la radiation des actions Crédor de la cote, une augmentation de capital par Wafasalaf sera effectuée dans le cadre de la fusion absorption. Cette augmentation de capital permettra d'offrir aux actionnaires de Crédor autres que Wafasalaf, une (1) action Wafasalaf pour quatre (4) actions Crédor. Cette augmentation de capital sera proposée à l'Assemblée Générale Extraordinaire de Wafasalaf qui se réunira le 31 décembre 2004.

I.2. CADRE LEGAL DE L'OFFRE PUBLIQUE

Dans le cadre de l'OPR précédemment initiée par Wafasalaf, le rapprochement de cette dernière avec Crédor avait été approuvé par les autorités compétentes. De même, aucune objection au projet n'avait été formulée par le Ministre des Finances et de la Privatisation au regard des intérêts stratégiques nationaux.

Wafasalaf a déposé un projet d'offre publique de retrait obligatoire au CDVM en date du 30 septembre 2004. L'avis de recevabilité du CDVM a été publié en date du 07/10/2004.

⁽¹⁾ Nombre d'actions Crédor restantes au 31 août 2004

⁽²⁾ Dont Al Wataniya qui a apporté l'intégralité de sa participation à l'offre, soit 5,02% du capital

II. MODALITES DE L'OFFRE PUBLIQUE

Wafasalaf s'engage de manière irrévocable à acquérir en bourse toutes les actions de la société Crédor qui seront présentées à l'offre publique, du 26 octobre 2004 au 9 novembre 2004 inclus, soit pendant 11 jours de bourse, au prix de 273,42 DH par action.

Le nombre maximal d'actions Crédor susceptibles d'être apportées à la présente offre publique de retrait obligatoire s'élève à 12.916 actions en circulation non encore directement détenues par Wafasalaf.

Les actionnaires de Crédor qui souhaiteraient apporter leurs actions à l'offre publique devront passer un ordre de vente irrévocable auprès de leur intermédiaire financier, pendant la période de validité de l'offre et au plus tard le 9 novembre 2004, soit le dernier jour de l'offre publique.

Tous les frais de courtage et d'intermédiation relatifs à la présente offre à savoir les commissions prélevées par la société de bourse, la Bourse de Casablanca et le dépositaire, ainsi que tous impôts et taxes dont sont redevables les actionnaires de Crédor présentant leurs actions à l'OPR, demeureront à leur charge.

Le détail des commissions^(*) à payer par les apporteurs d'actions Crédor est le suivant :

	Commission Hors TVA
Société de bourse	0,6%
Bourse de Casablanca	0,1%
Dépositaire des actions	0,2%

Source : Bourse des Valeurs de Casablanca

^(*) applicable au montant de la transaction

III. MODALITES DE FINANCEMENT

Le coût total de l'offre publique de retrait obligatoire, objet de la présente note d'information, s'élèvera au maximum à 3.531.493⁽¹⁾ dirhams.

Le montant de l'acquisition de 100% du capital de Crédor est estimée à 428 mdh. Cette acquisition sera financée par endettement, de la manière suivante :

- un crédit relais de 375 mdh contracté par Wafasalaf (pour l'acquisition du bloc de contrôle de Crédor qui s'élève à 372 mdh) ;
- sous réserve de l'accord du CDVM, une dette subordonnée⁽²⁾ cotée contractée par Wafasalaf à hauteur de 200 mdh qui viendra partiellement rembourser le crédit relais susmentionné et dont les modalités seront fixées ultérieurement par le Directoire de Wafasalaf.

L'emprunt obligataire suscité fera l'objet d'une note d'information soumise pour visa par Wafasalaf au CDVM.

⁽¹⁾ 12.916 titres au prix de 273,42 dh par action

⁽²⁾ Appel à des quasi fonds propres en vue de respecter les règles prudentielles édictées par BAM en matière de ratio de solvabilité

IV. STRUCTURE DE L'OFFRE

IV.1. CARACTERISTIQUES DE L'OPERATION

1.1. Modalités de l'OPR obligatoire

Wafasalaf envisage la mise en œuvre d'une offre publique de retrait obligatoire portant sur 12.916 actions, représentant la totalité des actions non encore détenues par Wafasalaf au 29 septembre 2004. Wafasalaf compte ainsi porter sa participation dans Crédor à 100%.

Wafasalaf offre aux actionnaires de Crédor la possibilité d'acquérir leurs actions au prix de 273,42 dirhams par action.

1.2 Seuil de renonciation de l'offre

Dans le cadre de cette opération, aucun seuil de renonciation à l'offre n'est prévu par Wafasalaf. Cette dernière s'engage à acquérir de manière ferme et irrévocable la totalité des actions apportées par les actionnaires de Crédor.

En cas de non atteinte des 100% du capital de Crédor à l'issue de l'OPR obligatoire, Wafasalaf se portera acquéreur des actions restantes sur le marché jusqu'à la date de radiation du titre Crédor de la cote.

IV.2. POLITIQUE D'ALLOCATION

2.1 Remise des ordres de vente

Les actionnaires souhaitant apporter leurs actions à l'offre dans les conditions proposées ci-dessus devront remettre à leur intermédiaire financier (sociétés de bourse et banques dépositaires) pendant la durée de l'offre, du 26 octobre au 9 novembre 2004 inclus, un ordre de vente en utilisant le modèle mis à leur disposition par cet intermédiaire.

2.2 Blocage des actions apportées

Une attestation de blocage des actions devra être jointe à l'ordre de vente par les personnes physiques ou morales apportant leurs actions. Le blocage des actions sera effectif à partir de la date de présentation des actions à l'offre jusqu'à la date de règlement livraison.

L'attestation de blocage devra être fournie par les dépositaires et devra comporter notamment :

- Le numéro de la carte d'identité nationale pour les personnes physiques ;
- Le numéro d'inscription au registre du commerce pour les personnes morales ou tout autre document permettant de justifier l'identité de la personne morale ;
- Les coordonnées bancaires identifiant le compte qui sera crédité du produit de l'apport dans le cadre de la présente offre publique de retrait.

2.3 Identification des apporteurs d'actions

Les personnes physiques ou morales apportant leurs actions dans le cadre de la présente OPR devront justifier leur identité en présentant les documents suivants :

Catégorie d'actionnaires de Crédor	Documents à fournir
Personnes physiques de nationalité marocaine	Photocopie de la carte d'identité nationale
Personnes physiques résidentes non marocaines	Photocopie de la carte de résident
Personnes physiques non résidentes et non marocaines	Photocopie des premières pages du passeport
Personnes morales résidentes (hors OPCVM)	Photocopie du registre de commerce
Personnes morales non résidentes	Tout document faisant foi dans le pays d'origine
OPCVM	Photocopie de la décision d'agrément pour les FCP, le certificat de dépôt au greffe du tribunal, pour les SICAV, le modèle des inscriptions au registre de commerce
Associations	Photocopie de statuts et autorisations d'exercer
Enfant mineur	Photocopie de la page du livret de famille

Les actionnaires pourront apporter leurs actions par l'intermédiaire d'un tiers, à condition que celui-ci présente une procuration dûment signée et légalisée.

IV.3. CALENDRIER DE L'OPERATION

Le calendrier de l'opération se présente comme suit :

Date	Opération
29 septembre 2004	Dépôt par Wafasalaf au CDVM d'un projet d'offre publique de retrait obligatoire
30 septembre 2004	Demande de suspension de la cotation du cours de Crédor par le CDVM (art. 30, loi n° 26-03)
7 octobre 2004	Publication de l'avis de recevabilité de l'offre par le CDVM
8 octobre 2004	Reprise de la cotation du cours de Crédor
19 octobre 2004	Obtention du visa par le CDVM
26 octobre 2004	Date d'ouverture de l'offre
9 novembre 2004	Date de clôture de l'offre
12 novembre 2004	Centralisation des souscriptions par la bourse de Casablanca
23 novembre 2004	Annonce des résultats de l'OPR obligatoire par la Bourse de Casablanca au bulletin de la cote et enregistrement de l'opération
26 novembre 2004	Règlement livraison des titres issus de l'OPR obligatoire

V. ELEMENTS D'APPRECIATION DES TERMES DE L'OFFRE

V.1. APPROCHES D'EVALUATION RETENUES

Le prix de 273,42 dh par action proposé pour l'OPR obligatoire est le même que celui proposé pour l'OPR ajusté du dividende de 12 dh par action versé le 30/09/2004. Par ailleurs, eu égard à l'évolution inchangée du cours de Crédor entre la clôture de l'OPR et le dépôt du projet d'OPR obligatoire au CDVM, soit 285,42 dh il n'a pas été jugé pertinent de procéder à une nouvelle évaluation.

Ainsi, les méthodes d'évaluation utilisées dans le cadre de l'OPR ayant retenu un prix de 285,42 dh par action, sont les suivantes :

- **Moyenne des cours** : évaluation par la moyenne des cours boursiers de Crédor en vigueur à la Bourse de Casablanca, pondérés par les volumes sur une période allant de 1 à 12 mois glissant avant les transactions de bloc.

Le prix par action ressortait entre 240,08 et 262,46 dirhams.

Le prix proposé de 285,42 dh par action offrait aux détenteurs des titres Crédor une prime de +8,75% par rapport à la moyenne des cours observés sur une période d'un mois précédant l'acquisition du bloc de contrôle de Crédor par Wafasalaf. Par rapport à la moyenne des cours observés sur une période de 12 mois auparavant, la prime offerte était de +18,89%.

- **Transactions comparables** : évaluation de Crédor sur la base des multiples moyens d'un échantillon de sociétés marocaines de crédit à la consommation ayant fait l'objet d'une transaction de bloc récente. Cet échantillon est composé des sociétés suivantes : Sofac Crédit et Eqdom.

Le prix par action ressortait entre 187,3 et 351,3 dirhams par action.

Le prix de l'OPR présentait une prime de +52,4% par rapport au prix issu des multiples de P/E. Le prix de l'OPR présentait une décote de -18,8% par rapport au prix issu des multiples de P/B.

- **Comparables boursiers locaux** : évaluation sur la base des multiples de bénéfiques (PER) et d'actifs nets (P/B) d'un échantillon de sociétés marocaines de crédit à la consommation cotées. Cet échantillon est composé des sociétés suivantes : Acred, Eqdom, Diac Salaf, Sofac Crédit et Crédor.

Le prix par action ressortait entre 210,89 et 326,75 dirhams par action.

Le prix proposé dans le cadre de l'OPR présentait une prime de + 35,3% par rapport au P/E moyen qui ressort des multiples boursiers comparables observés. Par rapport au critère du P/B moyen, le prix proposé de 285,42 dh par action offrait une décote de -12,6%.

L'évaluation de Crédor selon les méthodes décrites ci-dessus s'explique par : (i) l'existence d'un référentiel objectif représenté par le cours, (ii) la taille du bloc d'actions, objet de la présente note d'information qui représente une participation minoritaire n'incluant pas de prime de contrôle.

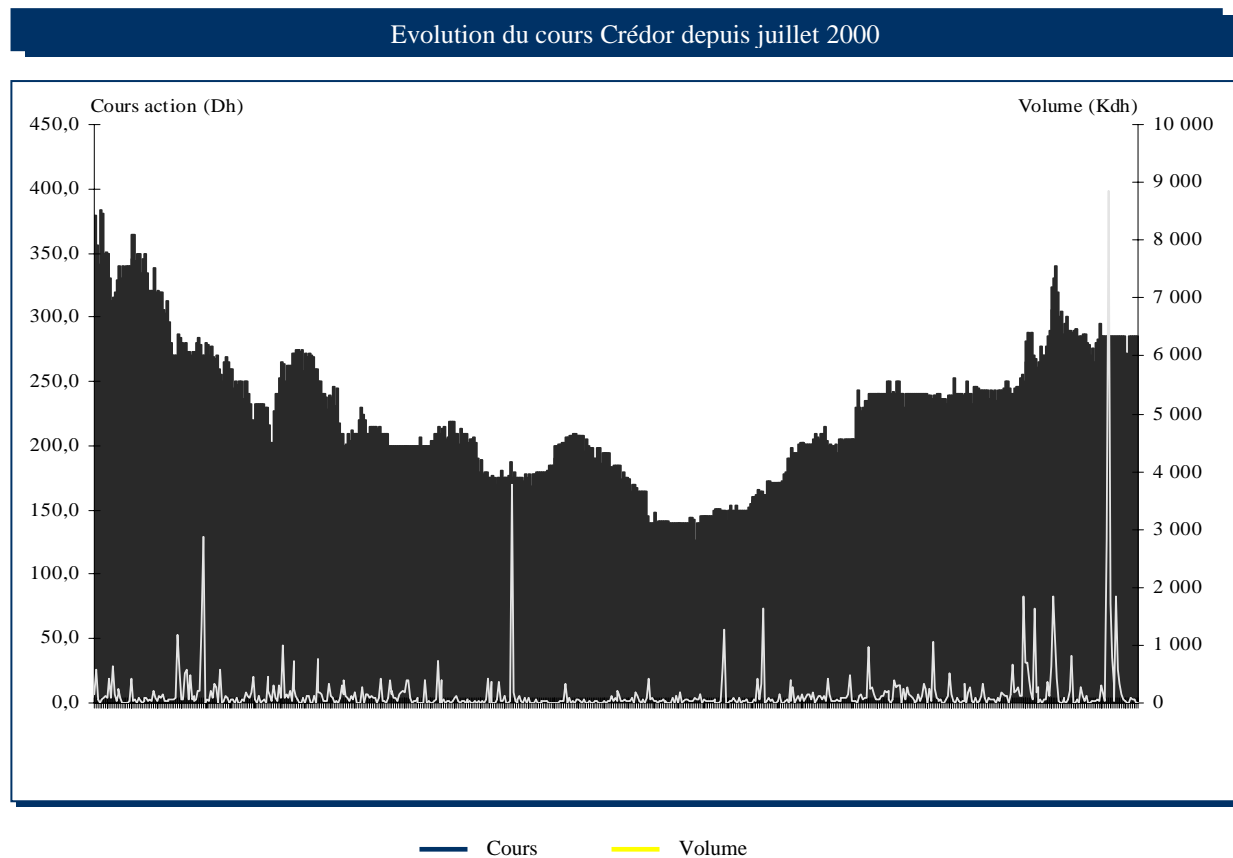
Les méthodes d'évaluation par actualisation de flux futurs ont été écartées car elles incluent une prime de contrôle et s'appliquent à des transactions portant sur blocs majoritaires.

Synthèse des valorisations

La moyenne des prix obtenus par les différentes méthodes de valorisation ressortait à 260,69 dirhams par action. Le prix proposé pour l'OPR de 285,42 dh par action représentait une prime offerte de +9,5% par rapport à la moyenne des prix obtenus par les différentes méthodes de valorisation retenues.

V.2. AUTRES ELEMENTS D'APPRECIATION DU PRIX DE L'OPR

Evolution du cours de Crédor depuis juillet 2000



Les cours enregistrés ainsi que le volume des transactions sur le marché central des titres Crédor se résument comme suit :

Période d'observation annuelle

	2001	2002	2003	Sep. 2004
Cours du marché central - Dh				
Plus haut	275,0	210,0	250,0	340,0
Plus bas	170,0	126,5	141,0	232,0
Volume des transactions – Kdh	20 899,2	7 171,8	16 818,1	35 572,9

Source : Attijari Intermédiation

Période d'observation trimestrielle

	Oct.-Déc. 2003	Jan.-Mars 2004	Avril-Juin 2004	Juil.-Sep. 2004
Cours du marché central – Dh				
Plus haut	249,5	265,0	340,0	295,0
Plus bas	230,0	232,0	261,1	262,0
Volume des transactions - Kdh	5 170,2	7 134,9	10 062,3	18 375,7

Source : Attijari Intermédiation

Période d'observation mensuelle

	Avril 2004	Mai 2004	Juin 2004	Juil. 2004	Août 2004	Sep. 2004
Cours du marché central – Dh						
Plus haut	337,0	340,0	291,0	295,0	285,4	285,4
Plus bas	261,1	287,0	270,0	265,0	285,4	262,0
Volume des transactions - Kdh	7 710,7	1 669,1	682,5	3 480,8	14 634,7	260,2

Source : Attijari Intermédiation

Suspension de cours

Suite à la publication d'un communiqué, en date du 7 mai 2004, annonçant l'acquisition d'un bloc de contrôle de 86,81% de la société Crédor par Wafasalaf, le cours de la valeur Crédor a été suspendu de la cotation par la Bourse des Valeurs de Casablanca à la demande du CDVM. La reprise de la cotation a eu lieu en date du 10 mai 2004.

Par la suite, le cours de la valeur Crédor a été suspendu de la cotation par la Bourse des Valeurs de Casablanca à la demande du CDVM, en date du 26 juillet 2004, suite au dépôt du projet de l'OPR au CDVM. La reprise de la cotation a eu lieu le 6 août 2004 à la demande du CDVM.

Enfin, le cours de la valeur Crédor a été suspendu de la cotation par la Bourse des Valeurs de Casablanca à la demande du CDVM, en date du 30 septembre 2004, suite au dépôt du projet de l'OPR obligatoire au CDVM. La reprise de la cotation a eu lieu le 8 octobre 2004 à la demande du CDVM.

Excepté ces suspensions, la cotation de la valeur Crédor n'a jamais été suspendue durant les trois derniers exercices. (Source : Bourse des Valeurs de Casablanca)

Transactions de bloc^(*)

Les transactions de blocs réalisées en 2003 et 2004 sur les titres Crédor peuvent se résumer comme suit :

Date de valeur	Quantité de titres	Prix de la transaction (dh)	Volume (Kdh)
11/03/2003	5 000	162,0	810,0
16/06/2003	1 255	200,0	251,0
29/08/2003	2 000	240,0	480,0
08/10/2003	2 000	240,0	480,0
17/02/2004	2 363	244,0	576,6
12/04/2004	1 000	270,5	270,5
13/04/2004	1 000	268,0	268,0

Source : Bourse des Valeurs de Casablanca

(*) Les transactions illustrées ci-dessus sont antérieures aux deux transactions de blocs déroulées en date du 20 juillet 2004, ayant permis l'acquisition par Wafasalaf de 86,81% de Crédor

La moyenne pondérée par les volumes des transactions retenues ressortait à 224,0 dirhams par action. Le prix proposé dans le cadre de l'OPR portant sur la société Crédor présentait une prime de +27,2% par rapport au prix issu de la moyenne pondérée par les volumes des transactions.

V.3. FISCALITE

Les personnes physiques ou morales désireuses de participer à la présente opération sont invitées à s'assurer auprès de leur conseiller fiscal de la fiscalité qui s'applique à leurs cas particulier. En l'état actuel de la législation, le régime fiscal en vigueur est le suivant :

3.1 Actionnaires personnes physiques résidentes au Maroc

La loi de Finances 2002 a exonéré de l'impôt général sur le revenu (IGR) les profits réalisés entre le 1^{er} janvier 2002 et le 31 décembre 2005 au titre des cessions d'actions cotées à la Bourse de Casablanca et cession d'actions ou parts d'OPCVM dont l'actif est investi en permanence à hauteur d'au moins 85% d'actions cotées à la Bourse de Casablanca.

Imposition des profits de cession

Conformément aux dispositions de l'article 94 de la loi 17-89 relative à l'IGR, les profits de cession des actions sont soumis à l'IGR au taux de 10%.

Pour les actions cotées, l'impôt est retenu à la source et versé au trésor par l'intermédiaire financier habilité teneur de comptes titres.

Selon les dispositions de l'article 92 (II) et 93 (II) de la loi 17-89 relative à l'IGR, sont exonérés de l'impôt :

- les profits ou la fraction des profits sur cession d'actions correspondant au montant des cessions réalisées au cours d'une année civile, n'excédant pas le seuil de 20.000 Dh ;
- la donation des actions effectuée entre ascendants et descendants, entre époux et entre frères et sœurs.

Toutefois, conformément à l'article 8 de la loi de finances pour l'année 2002, les plus-values sur cessions d'actions cotées, réalisées entre le 01/01/2002 et le 31/12/2005 sont exonérées de l'IGR.

Le fait générateur de l'impôt est constitué par la réalisation des opérations ci-après :

- la cession, à titre onéreux ou gratuit à l'exclusion de la donation entre ascendants et descendants et entre époux, frères et sœurs ;
- l'échange, considéré comme une double vente sauf en cas de fusion ;
- l'apport en société.

Le profit net de cession est constitué par la différence entre :

- d'une part, le prix de cession diminué, le cas échéant, des frais supportés à l'occasion de cette cession, notamment les frais de courtage et de commission,
- et d'autre part, le prix d'acquisition majoré, le cas échéant, des frais supportés à l'occasion de ladite acquisition, tels que les frais de courtage et de commission.

Les moins-values subies au cours d'une année sont imputables sur les plus-values des années suivantes jusqu'à l'expiration de la 4^{ème} année qui suit celle de la réalisation des moins-values.

3.2 Actionnaires personnes morales résidentes

IMPOSITION DES PROFITS DE CESSION

Régime applicable aux actions cotées

a- Régime de droit commun

Cessions réalisées en cours d'exploitation

Les profits nets résultant de la cession en cours d'exploitation d'actions cotées à la Bourse des Valeurs de Casablanca sont imposables dans les conditions suivantes :

Les personnes morales soumises à l'IS qui, en cours d'exploitation, procèdent à des cessions de titres de participation, et des titres et valeurs de placement bénéficient sur option :

- soit d'un abattement appliqué sur le profit net global des cessions, obtenu après imputation des pertes résultant des cessions. Le taux de l'abattement est de :
 - 25% si le délai écoulé entre l'année d'acquisition et l'année de cession est supérieur à 2 ans et inférieur ou égal à 4 ans ;
 - 50% si le délai écoulé entre l'année d'acquisition et l'année de cession est supérieur à 4 ans et inférieur ou égal à 8 ans ;
 - 70% si le délai écoulé entre l'année d'acquisition et l'année de cession est supérieur à 8 ans.
- soit de l'exonération totale si elles s'engagent par écrit à :
 - Réinvestir le produit global de cessions (y compris les cessions d'éléments corporels et incorporels), dans le délai maximum de 3 années suivant la date de clôture dudit exercice, en biens d'équipement ou en immeubles réservés à la propre exploitation professionnelle de la société ;
 - Et conserver lesdits biens et immeubles dans son actif pendant un délai de 5 ans qui court à compter de la date de leur acquisition.

Cessions réalisées en fin d'exploitation

Pour les cessions réalisées en fin d'exploitation, il est appliqué un abattement sur le profit net global des cessions, obtenu après imputation des pertes résultant des cessions. Le taux de l'abattement est de :

- 50% si le délai écoulé entre l'année de constitution de la société et l'année de cession est supérieur ou égal à 4 ans et inférieur à 8 ans ;
- 2/3 si le délai écoulé entre l'année de constitution et l'année de cession est supérieur ou égal à 8 ans.

b- Régime dérogatoire, optionnel et libératoire

Le régime dérogatoire consiste à taxer après application d'un abattement de 50% les profits nets résultant de la cession en cours d'exploitation d'actions cotées à la Bourse qu'elles soient inscrites en titres de placement ou en titres de participation.

Pour bénéficier de ce régime, les personnes morales soumises à l'IS doivent produire, dans le mois qui suit celui du premier retrait ou de la première cession de l'exercice, une demande d'option. L'option se fait pour un exercice entier, elle couvre l'ensemble des opérations de retrait ou de cession d'actions réalisées au cours d'un même exercice comptable.

Les personnes morales qui optent pour le régime dérogatoire sont tenues de :

- verser spontanément le montant de l'impôt exigible au percepteur au cours du mois qui suit celui de la cession ;
- produire une déclaration récapitulative de l'ensemble des opérations de cession des actions cotées dans le mois suivant la date de clôture de l'exercice concerné.

La base imposable est obtenue après application d'un abattement de 50% à l'excédent des plus values et profits sur les moins values et les pertes résultant du retrait ou de la cession d'actions cotées au cours d'un même mois. Le reliquat des moins values ou de pertes éventuelles résultant de cette compensation n'est pas reportable sur le mois suivant.

Ce régime dérogatoire s'applique pendant une période de 4 ans aux profits sur cessions réalisés à compter du 1^{er} janvier 2002.

3.3 Actionnaires personnes physiques et morales non résidentes au Maroc

Imposition des profits de cession

Les profits de cession d'actions réalisés par des personnes non résidentes ne sont pas imposés.

V.4. INTERMEDIAIRES FINANCIERS

Type d'intermédiaires financiers	Désignation
Conseiller de l'opération	Attijari Finances Corp.
Coordinateur global ^(*)	Attijari Intermédiation
Organisme assurant le service financier, juridique et administratif	Attijariwafa bank

^(*) L'opération est ouverte à l'ensemble des dépositaires et intermédiaires boursiers

VI. RAPPORT D'OPINION DE L'EXPERT INDEPENDANT



71, rue Allal Ben Abdellah
Casablanca

WAFASALAF

1, Avenue Hassan II
Casablanca

RAPPORT D'EXPERT INDEPENDANT SUR L'OFFRE PUBLIQUE DE RETRAIT OBLIGATOIRE DES TITRES CREDOR

En référence à l'article 25 de la loi 26-03 relative aux offres publiques sur le marché boursier et aux instructions y relatives du Conseil Déontologique des Valeurs Mobilières (CDVM), nous avons été mandatés par la société WAFASALAF afin de nous prononcer sur le caractère équitable du prix proposé pour le rachat des titres de la société CREDOR visée par une opération publique de retrait obligatoire.

La société WAFASALAF a signé le 5 mai 2004, un contrat d'acquisition de CREDOR, s'assurant ainsi le contrôle de 86,81% du capital de cette société. Le prix de cession, qui a porté sur 1.302.192 actions, a été fixé à MMAD 371,677 soit un prix par action de MAD 285,42.

En application de la loi n° 26-03 relative aux offres publiques, Wafasalaf a lancé, du 9 septembre 2004 au 16 septembre 2004 inclus, une opération d'offre publique de retrait visant les 166.301 titres restant du capital de Crédor, soit 11,09%, au même prix que la transaction de bloc soit MAD 285,42. Par ailleurs, elle a acquis directement en bourse 31.507 titres CREDOR.

Le prix proposé pour l'offre publique de retrait obligatoire des titres de la société CREDOR est de MAD 273,42, soit le même prix que celui fixé pour la transaction portant sur le bloc (MAD 285,42) déduction faite du dividende de MAD 12 par action mis en paiement le 30 septembre 2004 conformément à la résolution de l'Assemblée Générale Extraordinaire du 28 mai 2004.

Notre appréciation de la valeur du titre CREDOR et de son caractère équitable, a été effectuée sur la base des éléments suivants :

- moyenne des cours boursiers de CREDOR pondérés par les volumes sur des périodes d'un mois, 3 mois, 6 mois et 1 an précédant le 29 septembre 2004 date du dépôt du projet d'offre publique de retrait obligatoire sur les actions de la société CREDOR auprès du CDVM,
- moyennes des multiples boursiers locaux (Bénéfice par action) et (Actif net par action) d'un échantillon de sociétés de crédit à la consommation (ACRED, EQDOM, DIAC SALAF, DIAC Equipements, SOFAC Crédit),
- moyenne des multiples boursiers des deux sociétés de crédit à la consommation ayant fait l'objet d'une transaction comparable récente (SOFAC Crédit et EQDOM).

L'appréciation de l'offre par rapport aux différentes valeurs du titre CREDOR déterminées par les méthodes détaillées ci-dessus et l'exclusion des autres méthodes d'évaluation, notamment celles basées sur l'actualisation des flux futurs, s'explique essentiellement par l'existence d'un référentiel représenté par les cours de bourse permettant de positionner objectivement le prix offert par rapport aux dites valeurs.

La valeur de l'offre de MAD 273,42 proposée pour l'achat des titres CREDOR, paraît, au vu des calculs effectués sur la base des éléments indiqués ci-dessus, favorable aux minoritaires, car elle est supérieure aux différentes estimations calculées par nos soins.

Dans le contexte de l'opération envisagée, le prix proposé de MAD 273,42 par action nous apparaît équitable pour les actionnaires minoritaires de la société CREDOR. Celui-ci a été établi selon des méthodes d'évaluation pertinentes et usuellement retenues. Les critères utilisés dans lesdites méthodes sont connus, exacts, objectifs, significatifs et multiples.

Casablanca, le 11 octobre 2004

L'expert indépendant

FIDAROC

Faïçal MEKOUAR

Associé Gérant

PARTIE C : PRESENTATION DE CREDOR

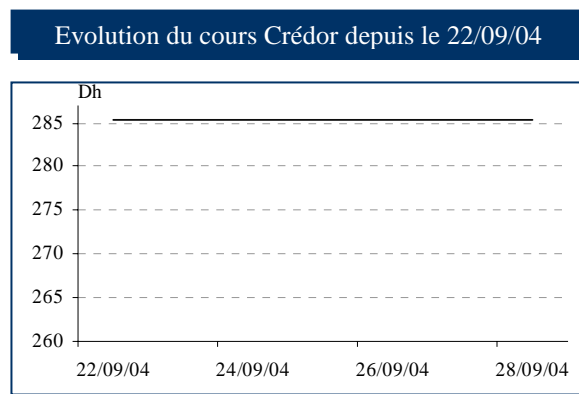
I. RENSEIGNEMENTS A CARACTERE GENERAL

Les renseignements à caractère général concernant Crédor et son capital ont fait l'objet de développements dans la note d'information visée par le CDVM sous les références OF-18/04 du 03/09/2004.

Les éléments nouveaux significatifs intervenus depuis sa publication sont :

- le changement au niveau du capital de Crédor avec l'acquisition par Wafasalaf de 99,14% du capital à l'issue de l'offre publique de retrait s'étant déroulée du 9 septembre 2004 au 16 septembre 2004 inclus ;
- la distribution d'un coupon de 12 dirhams par action en date du 30 septembre 2004;
- la publication des comptes semestriels.

Evolution graphique du cours de bourse



Source : Bourse des Valeurs de Casablanca

Commentaires

- Depuis la clôture de l'offre publique de retrait, le cours de Crédor s'est inscrit en stabilité à 285,4 dirhams ;
- Le cours de Crédor a été suspendu du 30 septembre 2004 au 7 octobre 2004 par la Bourse de des Valeurs de Casablanca à la demande du CDVM.

II. SITUATION COMPTABLE ET FINANCIERE AU 30 JUIN 2004

Il est porté à l'attention du lecteur que l'Etat des Soldes de Gestion (E.S.G.) au 30/06/2004 et au 30/06/2003 n'a pas fait l'objet d'une certification de la part des commissaires aux comptes de Crédor.

VI.1. ANALYSE DU COMPTE D'EXPLOITATION

Le compte d'exploitation de Crédor se présente comme suit au 30 juin 2004 :

	30/06/2003	30/06/2004	Var. 04/03
Produits d'exploitation bancaire	95 530,2	96 921,3	1,5%
Intérêts et produits assimilés sur opérations avec les établissements de crédit	-	-	-
Intérêts et produits assimilés sur opérations avec la clientèle	92 810,7	94 342,9	1,7%
Intérêts et produits assimilés sur titres de créance	-	-	-
Produits sur titres de propriété	-	-	-
Produits sur immobilisations en crédit-bail et en location	-	-	-
Commissions sur prestations de service	2 530,4	2 525,0	-0,2%
Autres produits bancaires	189,1	53,4	-71,8%
Charges d'exploitation bancaire	36 462,7	37 935,5	4,0%
Intérêts et charges assimilées sur opérations avec les établissements de crédit	27 844,7	29 526,7	6,0%
Intérêts et charges assimilées sur opérations avec la clientèle	-	-	-
Intérêts et charges assimilées sur titres de créance émis	8 517,1	8 342,5	-2,0%
Charges sur immobilisations en crédit-bail et en location	-	-	-
Autres charges bancaires	101,0	66,3	-34,4%
PNB	59 067,5	58 985,9	-0,1%
Produits d'exploitation non bancaire	-	-	-
Charges d'exploitation non bancaire	-	-	-
Charges générales d'exploitation	34 510,2	28 470,2	-17,5%
Dotations aux provisions et pertes sur créances irrécupérables	20 952,3	94 081,8	>100%
Reprises de provisions et récupérations sur créances amorties	12 249,7	4 335,1	-64,6%
Résultat courant	15 854,6	-59 231,0	Ns
Résultat non courant	-	-	-
Résultat avant impôt	15 854,6	-59 231,0	Ns
Résultat net	9 576,2	-59 715,6	Ns

Kdh - Source : Crédor

Produits d'exploitation bancaire

- Entre juin 2003 et juin 2004, les produits d'exploitation bancaire ont enregistré une légère progression (+1,5%) justifiée par :
 - L'amélioration des intérêts encaissés sur les opérations de consolidations par anticipation dans le cas de modifications des termes du crédit (taux, échéance, montant...) ;
 - L'augmentation des intérêts de retard et frais de différé sur opérations avec la clientèle.
- Les produits d'exploitation bancaire en juin 2004 sont constitués à 97% de produits d'intérêt sur la clientèle. Au 30 juin 2004, ces derniers s'établissent à 94,3 mdh vs 92,8 mdh au 30 juin 2003, soit une augmentation de l'ordre de +1,7%.

Charges d'exploitation bancaire

- Entre juin 2003 et juin 2004, les charges d'exploitation bancaire enregistrent une hausse de +4,0% pour s'établir à 37,9 mdh. Cette hausse est imputable principalement à l'augmentation des intérêts et charges assimilées sur opérations avec les établissements de crédit qui sont passés de 27,8 mdh à 37,9 mdh, soit une hausse de 36,3%. Cette hausse est due à l'augmentation du niveau d'endettement (+ 77,2 mdh par rapport à juin 2003).
- Le coût moyen de refinancement se maintient pratiquement au même niveau sur la période semestrielle considérée (6,8% en juin 2004 vs 7,0% en juin 2003).

Produit net bancaire

Le PNB ainsi que sa structure évoluent comme suit au 30 juin 2004 :

	30/06/03	30/06/04	Var. 04/03
Produits d'exploitation bancaire (1)	95 530,2	96 921,3	1,5%
Charges d'exploitation bancaire	36 462,7	37 935,5	4,0%
PNB (2)	59 067,5	58 985,9	-0,1%
Marge brute (3)= (2)/(1)	61,8%	61,9%	10 pts

Kdh - Source : Crédor

Commentaires

- Au 30 juin 2004, le PNB a connu une quasi stagnation (-0,1%) pour s'établir à 59,1 mdh : la hausse des charges d'exploitation bancaire étant compensée par l'augmentation des produits d'exploitation bancaire.
- La marge brute, définie comme étant le rapport du PNB sur les produits d'exploitation bancaire, demeure stable sur la période semestrielle considérée, s'établissant à 61,9% en juin 2004 vs 61,8% en juin 2003.

Structure du PNB

	30/06/2003	30/06/2004	Var. 04/03
Marge d'intérêt	56 449,0	56 473,8	0,04%
Résultat des opérations de crédit-bail et de location	-	-	-
Marge sur commissions de prestations de service	2 429,4	2 458,7	1,2%
Autres produits bancaires	189,1	53,4	-71,8%
Produit Net Bancaire (PNB)	59 067,5	58 985,9	-0,1%
Marge d'intérêt/PNB	95,6%	95,7%	10 pts
Marge sur commissions de prestations de service/PNB	4,1%	4,2%	10 pts
Autres produits bancaires/PNB	0,3%	0,1%	-20 pts
Produit Net Bancaire (PNB)	100,0%	100,0%	-

Kdh - Source : Crédor

Commentaires

- Au 30 juin 2004, la marge d'intérêt s'inscrit au même niveau que l'exercice précédent s'établissant à 56,5mdh. La contribution de la marge d'intérêt à la formation du PNB demeure stable par rapport à l'année précédente (95,7% du PNB au 30 juin 2004 vs 95,6% au 30 juin 2003).
- La marge sur commissions est demeurée relativement stable (+1,2%) et s'établit à 2,5 mdh en juin 2004 vs 2,4 mdh en juin 2003.

Charges générales d'exploitation

Les charges générales d'exploitation évoluent comme suit au 30 juin 2004 :

	30/06/2003	30/06/2004	Var. 04/03
Produit Net Bancaire (1)	59 067,5	58 985,9	-0,1%
Charges de personnel	10 330,2	8 904,6	-13,8%
Impôts et taxes	1 310,9	1 346,5	2,7%
Charges externes	18 615,8	15 362,0	-17,5%
Autres charges d'exploitation	1 849,6	409,9	-77,9%
Dotations aux amortissements et aux provisions des immobilisations	2 403,8	2 447,1	1,8%
Charges générales d'exploitation (2)*	34 510,2	28 470,2	-17,5%

Kdh - Source : Crédor

*Y compris dotations aux amortissements et provisions des immobilisations corporelles et incorporelles

Commentaires

Au 30 juin 2004, les frais généraux accusent un repli de -17,5% par rapport à l'exercice précédent. Cette baisse s'explique principalement par :

- L'évolution à la baisse des charges externes (-17,5%) due à l'optimisation en terme de coûts des postes suivants :
 - ✓ Redevances leasing (-68%) ;
 - ✓ Honoraires (-42%) ;
 - ✓ Publicité (-36%) ;
 - ✓ Fournitures de bureau (-49%).
- La diminution des charges de personnel de 14% en raison de la revue du mode de rémunération de certains dirigeants.
- La diminution des autres charges d'exploitation (-77,9%) composées essentiellement de dotations aux amortissements des non valeurs (0,3 mdh au 30 juin 2004 vs 0,7 mdh au 30 juin 2003).

Résultat brut d'exploitation

Le résultat brut d'exploitation évolue comme suit au 30 juin 2004 :

	30/06/2003	30/06/2004	Var. 04/03
Produit Net Bancaire (1)	59 067,5	58 985,9	-0,1%
+Résultat des opérations sur immobilisations financières	-	-	-
+Autres produits divers d'exploitation	-	-	-
-Autres charges diverses d'exploitation	-	-	-
-Charges générales d'exploitation (2)	34 510,2	28 470,2	-17,5%
Résultat brut d'exploitation	24 557,3	30 515,7	24,3%
-Dotations aux provisions et pertes sur créances irrécouvrables	20 952,3	94 081,8	>100%
+Reprises de provisions et récupérations sur créances amorties	12 249,7	4 335,1	-64,6%
Résultat courant (3)	15 854,6	-59 231,0	Ns
Coefficient d'exploitation (4)=(2)/(1)	58,4%	48,3%	-17,3%
Marge d'exploitation (5)=(3)/(1)	26,8%	Ns	Ns

Kdh - Source : Crédor

Commentaires

- Au 30 juin 2004, le résultat d'exploitation progresse de 24,3% en raison de la réduction des frais généraux causée principalement par la baisse des charges externes (-17,5%) entre juin 2003 et juin 2004.
- Le résultat courant s'établit à -59,2 mdh en forte régression par rapport à l'année précédente due essentiellement à une forte progression des dotations nettes aux provisions qui s'établissent à 89,7 mdh en juin 2004 vs 8,7 mdh en juin 2003.
- Le coefficient d'exploitation en juin 2004 s'établit à 48,3% et a subi une amélioration de l'ordre de 17,3% par rapport au coefficient relatif à l'exercice précédent.
- La marge d'exploitation (résultat courant/PNB) est non significative au 30 juin 2004 en raison de la chute du résultat courant. Elle s'élevait à 26,8% au 30 juin 2003.

Dotations aux provisions

- Les provisions nettes des reprises s'élèvent à 89,7 mdh en juin 2004 vs 8,7 mdh en juin 2003 illustrant le souhait de Crédor de se mettre en conformité aux nouvelles règles prudentielles mises en place par BAM. En effet, l'application des règles de déclassement découlant de la circulaire n°19 de BAM a porté entre autre sur l'application du taux de 100% aux créances compromises contre 90% appliqués par l'ancienne méthode.
- Le niveau des dotations aux provisions et pertes sur créances irrécupérables a augmenté fortement en juin 2004 (>100%) pour s'établir à 94,1 mdh vs 21 mdh un an auparavant. En effet, cette hausse significative résulte de l'application des règles de déclassement découlant de la circulaire de BAM relative au déclassement et à la couverture par les provisions des créances en souffrance.
- Parallèlement, les reprises de provisions et récupérations sur créances amorties en juin 2004 ont fortement régressé, s'établissant à 4,3 mdh vs 12,2 mdh en juin 2003, soit une baisse de -64,6%. Cette forte baisse s'explique particulièrement par l'application des règles de BAM en 2004.
- Par rapport au PNB, les provisions nettes représentent une part de 152% au 30 juin 2004 contre 15% au 30 juin 2003.

Résultat net

Le résultat net de Crédor évolue comme suit au 30 juin 2004 :

	30/06/2003	30/06/2004	Var. 04/03
Résultat courant	15 854,6	-59 231,0	Ns
Résultat non courant	-	-	-
Résultat avant impôts	15 854,6	-59 231,0	Ns
Impôts sur les résultats	6 278,4	484,6	-92,3%
Résultat net	9 576,2	-59 715,6	Ns
Marge nette (*)	16,2%	Ns	Ns

Kdh - Source : Crédor

(*) Résultat net /PNB

Commentaires

- Au 30 juin 2004, le résultat avant impôt ressort à -59,2 mdh en forte baisse par rapport à l'année précédente en corrélation avec la forte baisse du résultat courant.
- Suite à une mise à niveau de la méthodologie de provisionnement ayant généré des niveaux de dotations aux provisions significatifs, le résultat net de Crédor au 30 juin 2004 s'établit à -59,7 mdh vs 9,6 mdh au 30 juin 2003.
- La marge nette sur PNB, définie comme étant le rapport du résultat net sur le PNB, est non significative en juin 2004 en raison d'un résultat net négatif. Elle était de 16,2% au 30 juin 2003.

Marge d'intermédiation

A titre indicatif, la comparaison des taux d'intérêt moyen facturés par rapport aux coûts moyens de financement fait ressortir une érosion progressive de la marge d'intermédiation depuis 2001, phénomène qui touche l'ensemble des opérateurs du secteur. Celle-ci se situe à 4,7% au 30 juin 2004 vs 4,9% au 30 juin 2003.

La marge d'intermédiation évolue comme suit au 30 juin 2004 :

	30/06/2003	30/06/2004
Taux d'intérêt moyen facturé ⁽¹⁾	11,9%	11,5%
Coût moyen de refinancement ⁽²⁾	7,0%	6,8%
Encours moyen brut (mdh)*	1 611	1 678
Encours moyen de la dette (mdh)*	1 043	1 108
Marge d'intermédiation (1)-(2)	4,9%	4,7%

Source : Crédor

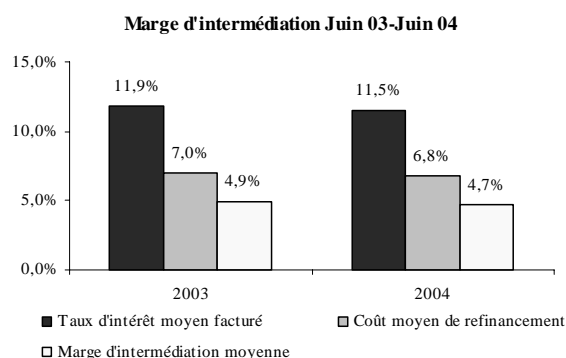
⁽¹⁾ Produits d'intérêt / encours de crédits brut moyen

⁽²⁾ Charges d'intérêt / encours moyen de la dette

* Moyenne des encours du 1^{er} janvier de l'année n au 30 juin de l'année n (hors intérêts courus)

Commentaires

- Le taux d'intérêt moyen facturé enregistre une légère évolution à la baisse, s'établissant à 11,5% au 30 juin 2004 vs 11,9% au 30 juin 2003, justifiée par la tendance baissière du TEG.
- La marge d'intermédiation se rétrécit principalement sous l'effet de la baisse du taux d'intérêt moyen facturé.



VI.2. ANALYSE BILANTIELLE

	30/06/2003	30/06/2004	Var. 04/03
Actif	1 452 335,2	1 446 344,6	-0,4%
Valeurs en caisse, Banques centrales, Trésor public,			
Service des chèques postaux	30 384,0	34 573,6	13,8%
Créances sur les établissements de crédit et assimilés	10 045,3	8 425,6	-16,1%
Créances sur la clientèle	1 347 487,3	1 331 950,6	-1,2%
Titres de transaction et de placement	429,5	429,5	0,0%
Autres actifs	36 508,7	16 276,5	-55,4%
Immobilisations incorporelles	3 237,1	26 182,9	>100%
Immobilisations corporelles	24 243,4	28 506,0	17,6%
Passif	1 452 335,2	1 446 344,6	-0,4%
Banques Centrales, Trésor public, Service des			
chèques postaux	3 799,3	-	-
Dettes envers les établissements de crédit et assimilés	824 278,9	901 496,3	9,4%
Dépôts de la clientèle	14 802,2	21 446,6	44,9%
Titres de créance émis	267 414,9	267 414,9	0,0%
Autres passifs	58 843,7	38 924,3	-33,9%
Provisions pour risques et charges	-	6,0	Ns
Provisions réglementées	-	-	-
Réserves et primes liées au capital	123 619,4	126 677,0	2,5%
Capital	150 000,0	150 000,0	0,0%
Report à nouveau (+/-)	0,6	95,1	>100%
Résultat net de l'exercice (+/-)	9 576,2	-59 715,6	Ns

Kdh - Source : Crédor

Structure de l'actifEncours clients

L'évolution de l'encours de Crédor au 30 juin 2004 se présente comme suit :

	30/06/2003	30/06/2004	Var. 04/03
Encours brut	1 642	1 713	4,3%
Encours net	1 347	1 332	-1,1%
Encours brut moyen	1 611	1 678	4,2%

Mdh - Source : Crédor

Commentaires

- L'encours brut marque une évolution favorable de +4,3% entre juin 2003 et juin 2004, en raison de la stabilisation de la production nette et du rallongement de la durée moyenne des crédits.
- L'encours net est en régression de -1,1% entre juin 2003 et juin 2004 par suite de l'effet combiné des deux facteurs suivants :
 - l'augmentation de l'encours brut de 71,0 mdh ;
 - l'évolution du stock de provisions de 97,1 mdh.

Actif immobilisé

L'évolution de l'actif immobilisé de Crédor au 30 juin 2004 se présente comme suit :

	30/06/2003	30/06/2004	Var. 04/03
Immobilisations incorporelles	3 237,1	26 182,9	>100%
Immobilisations corporelles	24 243,4	28 506,0	17,6%

Kdh - Source : Crédor

Commentaires

- La forte évolution des immobilisations incorporelles entre juin 2003 et juin 2004 s'explique principalement par la constatation du reliquat engagé en 2004 relatif aux frais d'intégration du projet e-mad relatif au système d'information.
- Les acquisitions d'immobilisations corporelles durant le 1^{er} semestre 2004 concernent essentiellement les agencements et aménagements pour 2,2 mdh (dont 1,6 mdh relatifs au siège).

Autres actifs

Entre juin 2003 et juin 2004, les autres actifs ont enregistré une diminution de -55,4%, passant de 36,5 mdh à 16,3 mdh. Ce repli s'explique principalement par un reclassement des avances fournisseurs relatifs au nouveau système d'information au sein des immobilisations incorporelles.

Structure du passif

Capitaux propres

L'évolution des capitaux propres de Crédor au 30 juin 2004 se présente comme suit :

	30/06/2003	30/06/2004	Var. 04/03
Provisions réglementées	-	-	-
Réserves et primes liées au capital	123 619,4	126 677,0	2,5%
Capital	150 000,0	150 000,0	0,0%
Report à nouveau (+/-)	0,6	95,1	>100%
Résultat net de l'exercice (+/-)	9 576,2	-59 715,6	Ns
Total	283 196,2	217 056,5	-23,4%

Kdh - Source : Crédor

Commentaires

- Compte tenu d'un résultat net déficitaire de -59,7 mdh au 30 juin 2004, les capitaux propres avant distribution se situent à 217,1 mdh vs 283,2 mdh l'année précédente, enregistrant ainsi une baisse significative de -23,4%.
- Les fonds propres après distribution⁽¹⁾ s'établissent à 199,1 mdh.
- Par rapport au total bilan, le niveau des fonds propres est passé de 19,5% en juin 2003 à 15,0% en juin 2004.

⁽¹⁾ Mise en paiement des dividendes de 18 mdh effectuée par Crédor au 30/09/2004

Dettes financières

La ventilation des dettes financières de Crédor au 30 juin 2004 se présente comme suit :

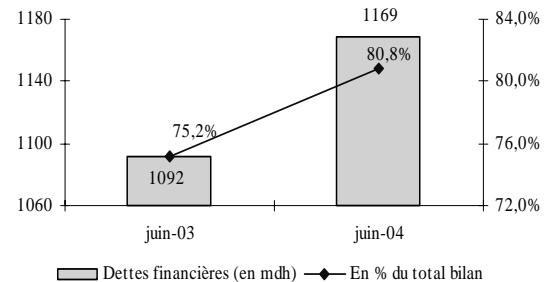
PASSIF	30/06/2003	%	30/06/2004	%
		Structure		Structure
Dettes envers les établissements de crédit et assimilés	824 278,9	75,5%	901 496,3	77,1%
A vue	285 645,3	26,2%	234 486,1	20,1%
A terme	538 633,6	49,3%	667 010,2	57,1%
Titres de créance émis	267 414,9	24,5%	267 414,9	22,9%
Titres de créance négociables (BSF)*	267 414,9	24,5%	267 414,9	22,9%
Emprunts obligataires	-	-	-	-
Autres titres de créance émis	-	-	-	-
TOTAL Dettes à moyen terme	806 048,5	73,8%	934 425,1	79,9%
TOTAL Dettes financières	1 091 693,8	100,0%	1 168 911,2	100,0%

Kdh – Source : Crédor

(*) y compris intérêts courus

Commentaires

- Le niveau des dettes de financement a atteint au 30 juin 2004 un montant global de près de 1 169 mdh vs 1 092 mdh au 30 juin 2003.
- L'encours des bons de sociétés de financement est demeuré stable sur la période considérée, aucune émission n'ayant été réalisée durant le premier semestre 2004. Le niveau atteint au 30 juin 2004 s'établit à 267,4 mdh. Les lignes BSF arriveront à échéance durant le dernier trimestre 2004.
- Les dettes envers les établissements de crédit ont progressé de +77,2 mdh au 30 juin 2004, soit une évolution de +9,4% par rapport au 30 juin 2003. Le niveau des dettes envers les établissements de crédit a atteint 901,5 mdh en juin 2004 vs 824,3 mdh en juin 2003. Cette hausse est imputable essentiellement à l'augmentation de +128 mdh des crédits à moyen terme.
- Les crédits à moyen terme ont progressé de près de 23,8% compte tenu de nouvelles lignes d'un montant de 160 mdh et de remboursements de 101 mdh entre juin 2003 et juin 2004. Ces nouvelles lignes de crédit moyen terme ont été souscrites en 2004 auprès d'Attijariwafa bank pour des maturités de 48 mois (110 mdh) et 72 mois (50 mdh).
- Par rapport au total bilan, le niveau des dettes est passé de 75,2% à 80,8% entre juin 2003 et juin 2004.
- Grâce au recul du niveau des taux d'intérêt sur le marché marocain, le taux moyen pondéré (TMP) de Crédor a baissé sur la période considérée comme l'illustre le tableau ci-dessous :



	30 juin 2003		30 juin 2004	
	% endettement	Taux moyen pondéré	% endettement	Taux moyen pondéré
SPOT	14%	5,62%	10%	4,41%
CMT	54%	6,93%	62%	6,51%
BSF	32%	6,17%	28%	6,17%
TMP Global		6,68%		6,14%

Source : Crédor

VI.3. ANALYSE DES RISQUES

Mode de provisionnement

Le mode de provisionnement adopté au 30 juin 2004 par Crédor s'établit comme suit :

Règles de déclassement :

- Les créances ayant une ancienneté entre 90 jours et 180 jours sont classées selon le mode ci-après :
 - en pré-douteux (nombre d'impayés entre 2 et 6) ;
 - en douteux (nombre d'impayés entre 7 et 9) ;
 - en compromis (nombre d'impayés supérieur à 9).
- Les créances ayant une ancienneté entre 180 jours et 360 jours de durée de séjour sont classées dans la catégorie douteuse à l'exception de celles ayant plus de 9 impayés qui sont classées dans la catégorie compromise.
- Les créances ayant une ancienneté supérieure à 360 jours sont considérées comme compromises.

Règles de reclassement :

Les dossiers ayant repris le paiement durant les six derniers mois font l'objet d'une reprise en encours sain, les dossiers étant assimilés à des créances ré échelonnées.

Maîtrise des risques – ratio de solvabilité

	30 juin 2003	30 juin 2004
Encours de crédit brut (1)	1641,6	1712,6
Créances pré-douteuses (2)	9,3	64,0
Créances douteuses (2')	5,5	18,9
Créances compromises (3)	315,4	366,1
Total des créances en souffrance* (4)	330,2	449,0
Stock de provisions des créances en souffrance (5)	278,4	357,8
Dotations nettes aux provisions** (6)	8,7	89,7
Taux de couverture des créances en souffrance (a)=(5)/(4)	84,3%	79,7%
Taux de provisionnement (b)=(5)/(1)	17,0%	20,9%
Charge de risque nette (c)=(6)/(1)	0,5%	5,2%
Taux de pré-douteux (d)=(2)/(1)	0,6%	3,7%
Taux de douteux (d')=(2')/(1)	0,3%	1,1%
Taux de compromis (e)=(3)/(1)	19,2%	21,4%
Taux des impayés (f)=(4)/(1)	20,1%	26,2%

Mdh - Source : Crédor

* Encours pré-douteux, douteux et contentieux, y compris agios réservés

** y compris pertes nettes sur créances irrécouvrables

Commentaires

- L'application des règles de déclassement découlant de la circulaire n°19 de Bank Al-Maghrib a porté essentiellement sur :
 - le déclassement à partir de l'encours sain des impayés répondant aux critères fixés par la circulaire précitée,
 - l'application du taux de 100% aux créances compromises contre 90% appliqués par l'ancienne méthode.
- Le stock des créances déclassées a évolué de 118,8 mdh entre juin 2003 et juin 2004 suite au changement de méthode relatif au déclassement et au provisionnement effectué en 2004.
- Le taux de couverture des créances par les provisions se situe à 80% contre 84% en juin 2003 par suite du changement de la structure des créances déclassées (augmentation du niveau des créances pré-douteuses et douteuses).
- Au 30 juin 2004, les règles adoptées par Crédor pour se conformer strictement aux règles de BAM en matière de classification et de provisionnement des créances en souffrance illustrent une couverture des créances compromises à un taux de 100%.

Les niveaux des ratios de solvabilité en vigueur ainsi que le levier financier évoluent comme suit :

	30/06/2003	30/06/2004
Fonds propres	283	217
Encours nets	1 347	1 332
Endettement net	1 065	1 134
Ratio de solvabilité	21,0%	16,3%
Levier financier (endettement net/ fonds propres)	3,8x	5,2x

Mdh - Source : Crédor

Commentaires

- Les sociétés de crédit à la consommation sont tenues de respecter les règles prudentielles édictées par les autorités monétaires dont un coefficient de solvabilité (Fonds propres nets/Engagements minimum de 8%). Le ratio de solvabilité de Crédor s'est établi à 16,3% au 30 juin 2004 vs 21,0% au 30 juin 2003, soit un niveau supérieur au niveau réglementaire.
- Entre le 30 juin 2003 et le 30 juin 2004, le levier financier a enregistré une progression sous l'effet de la hausse du niveau d'endettement net qui passe de 1 065 mdh à 1 134 mdh.

ANNEXES : ETATS DE SYNTHESE SEMESTRIELS DE CREDOR

I. BILANS SEMESTRIELS DE CREDOR (AU 30 JUIN 2004)

ACTIF	En DH	
	30/06/2003	30/06/2004
Valeurs en caisse, Banques centrales, Trésor public, Service des chèques postaux	30 383 959	34 573 551
Créances sur les établissements de crédit et assimilés	10 045 304	8 425 586
. A vue	10 045 304	8 425 586
. A terme	-	-
Créances sur la clientèle	1 347 487 322	1 331 950 567
. Crédits de trésorerie et à la consommation	1 311 912 598	1 263 591 197
. Crédits à l'équipement	-	-
. Crédits immobiliers	-	-
. Autres crédits ⁽¹⁾	35 574 725	68 359 370
Créances acquises par affacturage	-	-
Titres de transaction et de placement	429 500	429 500
. Bons du Trésor et valeurs assimilées	-	-
. Autres titres de créance	-	-
. Titres de propriété	429 500	429 500
Autres actifs	36 508 658	16 276 504
Titres d'investissement	-	-
. Bons du Trésor et valeurs assimilées	-	-
. Autres titres de créance	-	-
Titres de participation, Participations dans les entreprises liées et emplois assimilés	-	-
Créances subordonnées	-	-
Immobilisations données en crédit-bail et en location	-	-
Immobilisations incorporelles	3 237 124	26 182 900
Immobilisations corporelles	24 243 358	28 505 958
Total de l'Actif	1 452 335 225	1 446 344 565

⁽¹⁾ Créances déclassées nettes de provisions

PASSIF	En DH	
	30/06/2003	30/06/2004
Banques centrales, Trésor public, Service des chèques postaux	3 799 298	-
Dettes envers les établissements de crédit et assimilés	824 278 887	901 496 336
. A vue	285 645 337	234 486 093
. A terme	538 633 550	667 010 243
Dépôts de la clientèle	14 802 228	21 446 560
. Comptes à vue créditeurs	-	-
. Comptes d'épargne	-	-
. Dépôts à terme	-	-
. Autres comptes créditeurs	14 802 228	21 446 560
Titres de créance émis	267 414 917	267 414 917
. Titres de créance négociables	267 414 917	267 414 917
. Emprunts obligataires	-	-
. Autres titres émis	-	-
Autres passifs	58 843 680	38 924 332
Provisions pour risques et charges	-	6 003
Provisions réglementées	-	-
Subventions, fonds publics affectés et fonds spéciaux de garantie	-	-
Dettes subordonnées	-	-
Ecart de réévaluation	-	-
Réserves et primes liées au capital	123 619 363	126 676 965
Capital	150 000 000	150 000 000
moins capital non versé	-	-
Report à nouveau (+/-)	644	95 065
Résultat net en instance d'affectation (+/-)	-	-
Résultat net de l'exercice (+/-)	9 576 208	-59 715 613
Total du Passif	1 452 335 225	1 446 344 565

II. HORS BILANS SEMESTRIELS DE CREDOR (AU 30 JUIN 2004)

HORS BILAN	En DH	
	30/06/2003	30/06/2004
Engagements donnés	-	-
Engagements de financement donnés en faveur d'établissements de crédit et assimilés	-	-
Engagements de financement donnés en faveur de la clientèle	-	-
Engagements de garantie d'ordre d'établissements de crédit et assimilés	-	-
Engagements de garantie d'ordre de la clientèle	-	-
Titres achetés à réméré	-	-
Autres titres à livrer	-	-
Engagements reçus	-	-
Engagements de financement reçus d'établissements de crédit et assimilés	-	-
Engagements de garantie reçus d'établissements de crédit et assimilés	-	-
Engagements de garantie reçus de l'Etat et d'organismes de garantie divers	-	-
Titres vendus à réméré	-	-
Autres titres à recevoir	-	-

III. COMPTES SEMESTRIELS DE PRODUITS ET DE CHARGES (AU 30 JUIN 2004)

	En DH	
	30/06/2003	30/06/2004
I.PRODUITS D'EXPLOITATION BANCAIRE	95 530 250	96 921 336
1.Intérêts et produits assimilés des opérations avec les établissements de crédit	-	-
2.Intérêts et produits assimilés des opérations avec la clientèle	92 810 728	94 342 932
3.Intérêts et produits assimilés des titres de créance	-	-
4.Produits des titres de propriété	-	-
5.Produits des immobilisations en crédit-bail et en location	-	-
6.Commissions sur prestations de service	2 530 401	2 525 039
7.Autres produits bancaires	189 120	53 366
II.CHARGES D'EXPLOITATION BANCAIRE	36 462 740	37 935 453
8.Intérêts et charges assimilées des opérations avec les établissements de crédit	27 844 690	29 526 694
9.Intérêts et charges assimilées des opérations avec la clientèle	-	-
10.Intérêts et charges assimilés des titres de créance émis	8 517 080	8 342 466
11.Charges des immobilisations en crédit-bail et en location	-	-
12.Autres charges bancaires	100 969	66 292
III.PRODUIT NET BANCAIRE	59 067 510	58 985 884
13.Produits d'exploitation non bancaire	-	-
14.Charges d'exploitation non bancaire	-	-
IV.CHARGES GENERALES D'EXPLOITATION	34 510 213	28 470 198
15.Charges de personnel	10 330 153	8 904 626
16.Impôts et taxes	1 310 879	1 346 543
17.Charges externes	18 615 818	15 362 040
18.Autres charges d'exploitation	1 849 599	409 917
19.Dotation aux amortissements et aux provisions des immobilisations incorporelles et corporelles	2 403 764	2 447 072
V.DOTATIONS AUX PROVISIONS ET PERTES SUR CREANCES IRRECUPERABLES	20 952 330	94 081 757
20.Dotations aux provisions pour créances et engagements par signature en souffrance	20 929 301	94 048 339
21.Pertes sur créances irrécupérables	23 029	33 419
22.Autres dotations aux provisions	-	-
VI.REPRISES DE PROVISIONS ET RECUPERATIONS SUR CREANCES AMORTIES	12 249 682	4 335 066
23.Reprises de provisions pour créances et engagements par signature en souffrance	12 208 761	4 318 291
24.Récupérations sur créances amorties	40 921	16 775
25.Autres reprises de provisions	-	-
VII.RESULTAT COURANT	15 854 649	-59 231 006
26.Produits non courants	-	-
27.Charges non courantes	-	-
VIII.RESULTAT AVANT IMPOTS	15 854 649	-59 231 006
28.Impôts sur les résultats	6 278 441	484 607
IX.RESULTAT NET DE L'EXERCICE	9 576 208	-59 715 613
TOTAL PRODUITS	107 779 932	101 256 402
TOTAL CHARGES	98 203 724	160 972 015
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	9 576 208	-59 715 613