



Juillet 2015

### Table des matières

Notations	1
Evolution de la notation de long terme	1
Résumé	1
Perspective	3
Analyse des Facteurs de Notation Intrinsèque	5
Environnement macroéconomique	5
Environnement opérationnel	6
Environnement sectoriel	6
Facteurs qualitatifs	8
Produits – Distribution - Marque	8
Gouvernance et Management	11
Positionnement concurrentiel	12
Facteurs quantitatifs	12
Rentabilité	13
Liquidité	13
Flexibilité financière	14
Carte des Scores	15
Facteurs de Support Externe	18
Données financières et ratios	19
Les autres publications de WARA	23

## Groupe SIFCA

Côte d'Ivoire

### Notations

Echelle	Régionale	Internationale
Méthodologie	Corporate	Corporate
Notation de long terme	A-	iB+
Perspective	Négative	Négative
Notation de court terme	w-3	iw-5
Surveillance	Non	Non

### Evolution de la notation de long terme

Troisième notation assignée à SIFCA en juillet 2015 dans le cadre de la revue annuelle. Les notes de SIFCA sont affirmées, mais la perspective est révisée à « négative » en juillet 2015.

### Résumé

*La notation de long terme de SIFCA est 'A-' en devise régionale, soit un cran en-dessous du plafond souverain ivoirien*

WARA a affirmé la notation de long terme en devise régionale de SIFCA à 'A-'. Cette notation se situe un cran en-dessous du plafond souverain ivoirien, lequel s'établit – selon WARA – à 'A'. WARA a aussi affirmé la notation de court terme de SIFCA à 'w-3'. La perspective attachée à cette notation devient **négative**.

A titre de référence, les notations en devises internationales que WARA assigne à SIFCA sont : **iB+/Négative/iw-5**.

#### Analyste principale

Ndeye THIAW

Tél: +225.22.50.18.44

Email : ndeye.thiaw@rating-africa.org

#### Analystes support

Christelle NDOUA

+225 22 50 18 44

Email : christelle.ndoua@rating-africa.org

#### Landry TIENDREBEOGO

Tél: +225.22.50.18.44

Email : landry.tiendrebeogo@rating-africa.org

## Groupe SIFCA

La notation intrinsèque de SIFCA, indépendamment de tout facteur de support externe, est de 'A-' selon WARA, ce qui équivaut à un score pondéré total de **2.73/6.00** (ce score était de 2.70 en mai 2014). Ce score ne contient aucun ajustement supplémentaire, ni à la hausse, ni à la baisse.

La notation de long terme en devise régionale de SIFCA ne bénéficie d'aucun cran de support externe. Cependant, cette notation intègre les bénéfices multiples que retire le Groupe des relations étroites qu'il entretient avec ses actionnaires stratégiques, Wilmar et Olam. Ces deux entités sont représentées à parts égales dans la joint-venture Nauvu, holding de droit mauricien, détenant directement 27% de SIFCA et des participations dans ses filiales PALMCI et SANIA. La notation intrinsèque et de contrepartie de SIFCA s'appuie essentiellement sur les facteurs suivants :

**Points forts**

- **La position de leader de SIFCA**, premier employeur privé de Côte d'Ivoire, sur ses activités de références : à fin 2014, le groupe possède une part de marché de la production de caoutchouc naturel en Côte d'Ivoire de 35% et une part de marché de la production d'huile de palme en Côte d'Ivoire de 60%. En effet, PALMCI est la plus grande entreprise de production et de transformation des régimes de palme en huile brute d'Afrique de l'Ouest.
- **Une très bonne gouvernance du groupe agro-industriel, fort d'une vision claire et d'une stratégie bien exécutée**, renforcée par un soutien permanent de ses actionnaires et partenaires de référence, ainsi que par l'efficacité et l'expertise de son équipe dirigeante.
- Sur le long terme, **une demande mondiale de caoutchouc naturelle et d'huile de palme soutenue**, étant donné i) pour le caoutchouc naturel, l'absence d'un produit de substitution bénéficiant de propriétés équivalentes ; et ii) pour l'huile de palme, un besoin croissant d'oléagineux pour la consommation alimentaire, que les autres huiles, plus coûteuses, ne parviendront pas à satisfaire. En effet, l'huile de palme est l'huile la plus consommée dans l'espace UEMOA avec la Côte d'Ivoire constituant la plus grande consommatrice d'huile végétale en volume dans la zone, avec une domination pour l'huile de palme (35% des quantités totales consommées).
- **La transformation progressive de SIFCA en un groupe agro-industriel plus recentré et mieux organisé**. SIFCA se comporte aujourd'hui non pas comme une holding financière, mais comme un groupe davantage syncrétique, organisé autour de sa société mère; le surcroît d'efficacité provient d'un pilotage plus contraignant des filiales, d'une mutualisation des fonctions transversales, et d'une recherche systématique de synergies, ce qui permet au Groupe d'envisager une amélioration incrémentale de sa rentabilité. Le mode opérationnel reste le même avec un lien fonctionnel et un lien opérationnel pour chaque filiale. C'est dans cette lignée que le Groupe a décidé de migrer vers un système d'information plus adaptée aux activités de ses filiales sur la période de 2013-2018 avec SAP, un système mono-ERP. En effet, SIFCA est soucieuse de son image d'une holding forte avec des outils de gestion performants. Auparavant, le Groupe utilisait plusieurs applications, ce qui rendait la consolidation des états financiers compliquée et la maintenance très onéreuse.
- **La mise en œuvre de politiques d'optimisation des coûts et d'augmentation de capacités de productions**. En 2014, le Groupe a réalisé un résultat net consolidé de 5,9 milliards de FCFA, une baisse notoire de 75%, causée en partie par l'effet pénalisant de la baisse du cours du SICOM, la fermeture des frontières avec le Libéria durant la crise de l'Ebola, les investissements ponctuels effectués sur le Ghana pour une nouvelle usine en partenariat avec Wilmar et sur la Côte d'Ivoire avec les augmentations de capacité de production des usines de toutes les filières et le

## Groupe SIFCA

renouvellement de l'outil de production industriel devenu obsolète. En plus de cela, les frais d'assistance technique sont à la baisse : en effet, SANIA et PALMCI paient uniquement des montants forfaitaires pour les services rendus par la holding SIFCA depuis l'année dernière. Ces événements obligent le Groupe à mener des actions de réduction de coûts sur le pôle du caoutchouc et de l'huile de palme où les frais généraux ont subi une baisse tout en optimisant leurs coûts de revient. En conclusion, le Groupe cherche à financer ses investissements tout en maintenant son équilibre financier

### Points faibles

- **Un environnement opérationnel instable**, animé par des dissensions politiques récurrentes pesant sur la politique économique du pays.
- **La dépendance de la majeure partie (88%) de l'activité de SIFCA aux cours mondiaux du caoutchouc naturel et de l'huile de palme représente le principal risque.** Malgré sa diversification géographique et celle de ses produits, SIFCA reste tributaire des cours (exogènes) de matières premières, de surcroît corrélées entre eux. Leur niveau pèse donc directement sur le chiffre d'affaires, les marges et les résultats de SIFCA. Le cours du caoutchouc naturel et de l'huile de palme ont connu une très forte baisse en 2014 et 2015 en défaveur de la baisse globale du cours du pétrole.
- **La difficulté pour le groupe d'imposer des produits finis dérivés de l'huile de palme sur le marché ivoirien sous une marque à forte valeur ajoutée**, permettant par la même occasion de réduire la dépendance aux cours de l'huile de palme dans la cristallisation de la part du chiffre d'affaires extrait de SANIA, la filiale responsable de la transformation de l'huile de palme brute en oléine (huile de table) et de sa commercialisation. Cependant, le Groupe a réussi à augmenter sa part de marché sur le marché ivoirien de 53% en 2013 à 80% en 2014.
- **Quelques faiblesses opérationnelles** notamment i) au niveau du contrôle des vols et des importations frauduleuses de caoutchouc naturel, de sucre et d'huile de palme ainsi que des pratiques déloyales sur l'accès aux régimes de palme des planteurs ; ii) au niveau de la qualité des processus industriels que le groupe cherche à améliorer pour réduire les coûts de production, notamment sur le segment de l'huile de palme, et se prémunir d'une éventuelle baisse du cours des matières premières ; et iii) quant à la faiblesses des marges dans la filière sucrière, érodées par l'ampleur des investissements nécessaires au renouvellement de l'outil industriel malgré des améliorations notées au niveau opérationnel.

### Perspective

La perspective attachée à la notation de SIFCA est **négative**. WARA justifie cette perspective négative par le fait qu'il sera difficile à la filière sucrière, malgré une amélioration particulière de sa performance financière, de mitiger les effets négatifs des cours mondiaux sur les autres filières que sont le caoutchouc et l'huile de palme. Cependant, l'avantage concurrentiel de SIFCA sur son marché, sa maîtrise de la chaîne de valeur dans le secteur du caoutchouc naturel, de l'huile de palme et du sucre, ainsi que sa solidité financière sont les trois facteurs déterminants pour la notation de SIFCA.

**Une amélioration de la notation de SIFCA** est tributaire: i) d'une hausse significative et durable des cours mondiaux pour les filières caoutchouc et huile de palme dont elle reste tributaire pour ses achats et des

## Groupe SIFCA

ventes ; ii) d'une amélioration des processus industriels et de gestion visant à réduire les coûts de production, en particulier pour un meilleur monitoring de la qualité de ses achats et une réduction de la quantité de la production régulièrement volée sur ses plantations détenues en propre ; iii) de la concrétisation des plans d'investissement nécessaires pour moderniser et/ou augmenter les capacités de production actuelles des différentes filiales; iv) de l'augmentation de la surface de plantation détenue en propre pour une meilleure rentabilité et une meilleure qualité du produit fini dans d'autres pays comme le Ghana, le Liberia. En Côte d'Ivoire, cette surface va manifestement rester stable à court terme étant données les difficultés à s'approprier l'usufruit de nouveaux terrains ; et v) du développement de produits finis oléagineux portés par une ou plusieurs marques fortes sur le marché local et régional à même de mieux cristalliser les marges de cette filière.

**Une détérioration de la notation de SIFCA** serait la conséquence: i) de la baisse significative et durable des cours du SICOM pour le caoutchouc naturel et du CPO CIF Rotterdam pour l'huile de palme ; ii) de la perte de parts de marché de SIFCA sur ses marchés domestiques, régionaux et internationaux, selon les filières ; iii) d'une nouvelle crise politique impactant la Côte d'Ivoire ; ou iv) de retards rédhitoires en matière d'investissements destinés à moderniser et/ou à augmenter les capacités de production.

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

## Analyse des Facteurs de Notation Intrinsèque

### Environnement macroéconomique

*L'environnement macroéconomique est marqué par des prévisions de croissance forte, qui pointent néanmoins le retard de développement accumulé par le pays, dont l'économie est historiquement basée sur l'agriculture*

**L'économie ivoirienne est intrinsèquement diversifiée, mais ses sources de valeur ajoutée ne le sont pas.** L'insuffisance de diversité des structures économiques ivoiriennes réduit d'autant son attractivité à l'investissement étranger. La Côte d'Ivoire est d'abord un pays agricole. Le secteur primaire emploie 68% de la population active et représente 70% des exportations. Par conséquent, il y a assez peu de tension et de flexibilité sur le marché du travail, ce qui contribue à freiner le développement des secteurs secondaires et tertiaires. La Côte d'Ivoire est le premier producteur et exportateur mondial de cacao, qui représente à lui seul un tiers de ses exportations ; le café est l'autre matière première pour laquelle la Côte d'Ivoire dispose d'un avantage comparatif. L'économie ivoirienne est donc naturellement sensible aux fluctuations des prix internationaux des matières premières et, dans une moindre mesure, aux conditions climatiques.

**La population ivoirienne est en moyenne anormalement pauvre.** Un Ivoirien sur deux continue de vivre en-dessous du seuil de pauvreté, et l'espérance de vie moyenne est de 57,7 ans. Le PIB par habitant n'a franchi la barre symbolique des 1000 USD qu'en 2008 et se situe autour de 1600 USD en 2014. C'est la raison pour laquelle les autorités souhaitent organiser la sortie progressive du secteur primaire, sans pour autant lui tourner le dos, vers l'agro-industrie et aussi les hydrocarbures, qui permettraient de financer la montée en gamme de l'économie ivoirienne. Les inégalités de revenus restent toutefois élevées, ce qui exacerbe les tensions sociales.

**La Côte d'Ivoire dispose d'un énorme potentiel économique. C'est la deuxième économie d'Afrique de l'Ouest et parmi les grands exportateurs de cacao et de café.** La croissance économique en Côte d'Ivoire à moyen terme sera d'abord alimentée par la dépense publique et le retour de la confiance des investisseurs, notamment étrangers. Le secteur du cacao et l'industrie pétrolière, couplés aux aides internationales et aux abandons de créances, devraient chacun apporter leur contribution à l'effort de reconstruction, ce qui devrait enclencher un effet multiplicateur capable d'amplifier le phénomène de croissance. Sa performance économique en 2014 est robuste, avec un taux de croissance réelle de 7,7%. L'inflation reste modérée à 0,9% en 2014. Les perspectives macroéconomiques pour 2015-2017 demeurent positives, compte tenu de l'anticipation d'un taux de croissance vigoureux (7,5% en moyenne réelle annuelle) et d'un faible taux d'inflation (2 à 2,5% en moyenne annuelle sur la période). Cette croissance est toutefois conditionnée à une hausse des investissements privés, sachant que l'Etat pour sa part a réussi son émission obligataire en devise de 750 millions de dollars en juillet 2014, au taux de 5,625%. La poursuite du rattrapage économique, l'accélération des réformes structurelles et le maintien de la stabilité politique actuelle sont nécessaires à l'amélioration tant attendue des conditions de vie des populations vulnérables et à la transition de l'économie ivoirienne vers une économie émergente.

## Groupe SIFCA

**Environnement opérationnel**

*L'environnement opérationnel ivoirien est perturbé par un équipement en infrastructures encore insuffisant malgré le rebond de l'investissement public, et la prévalence de risques de chocs à faible probabilité mais à fort impact*

**Les indices de développement humain sont bas en Côte d'Ivoire**, ce qui reflète de fortes inégalités, notamment en matière d'accès à l'éducation et à la formation professionnelle. Le taux d'alphabétisation est faible, guère plus de 56%, et les dépenses publiques d'éducation et de formation sont faibles, à 4,6% du PIB.

**Le niveau d'équipement en infrastructure reste inégal**; dans le nord du pays notamment, l'activité économique est considérablement ralentie par un manque d'accès à l'électricité, à l'eau et aux services de communication. Le processus de ré-inclusion économiques des provinces périphériques sera long et fastidieux, a priori, quoique le contexte sécuritaire soit apparemment stabilisé. Il est évident que les secteurs de la construction, de la promotion immobilière et des infrastructures (notamment routières) devraient aussi puissamment contribuer au redressement de l'économie ivoirienne, étant donné que l'Etat ivoirien a fait de l'amélioration des équipements publics et des réseaux de transport un leitmotiv de sa politique économique.

**Le secteur agricole ivoirien, peu intensif d'un point de vue technologique, demeure vulnérable à des chocs exogènes, notamment aux variations climatiques inattendues.** Par exemple, les températures élevées de 2012 ont été à l'origine de la plus mauvaise récolte de cacao en cinq ans. De la même manière, la période de très forte croissance qui a immédiatement précédé la guerre civile était due à un emballement des prix du cacao en 2010, qui a atteint cette année son point le plus élevé en 33 ans. En outre, le secteur primaire tend à générer des comportements de recherche de rente, peu productifs. L'agro-industrie devrait devenir rapidement le fer de lance des exportations des produits transformés à plus forte valeur ajoutée à partir des productions de cacao, de café, des fruits tropicaux, de coton, d'hévéa, et de l'huile de palme. Ces derniers secteurs sont désormais bien plus rentables, et le pays devrait en priorité se tourner vers le marché sous-régional. Cela dit, l'économie ivoirienne a bien résisté à la crise de 2008, année pendant laquelle la croissance fut de 2%, puis de 4% pendant les deux années qui ont suivi. Seul le choc de la guerre civile post-électorale de 2011 a eu raison de la tendance de croissance soutenue de l'économie ivoirienne. La Côte d'Ivoire se relève d'une longue période de stagnation économique et de conflit politique. Le rebond spectaculaire de la croissance depuis 2012 a été alimenté par un redressement de la confiance des entreprises et des consommateurs, les effets des réformes structurelles, et la plus grande prévisibilité du jeu politique.

**Cela dit, les risques de chocs à fort impact continuent d'exister.** Le Président Ouattara devrait être réélu en octobre 2015, et la coalition entre le RDR et le PDCI devrait continuer de dominer l'Assemblée Nationale et le jeu institutionnel après les élections législatives de décembre 2016. Le Président de la République aura bientôt 73 ans et sa santé a été la source de quelques spéculations au cours de la dernière année. Quant à sa succession, elle reste l'objet d'interrogations récurrentes et parfois de franches inquiétudes dans les milieux d'affaires. La réconciliation nationale semble en marche et le climat social paraît plus apaisé, malgré l'imminence du procès de l'ancien Président Gbagbo, prévu en novembre 2015. En dépit des mesures de prévention et l'absence de cas répertorié de fièvre Ebola en Côte d'Ivoire, le pays reste exposé au risque de pandémie, tant les frontières avec les pays limitrophes sont poreuses : Le FMI a souligné en décembre 2014 qu'une « *flambée épidémique de grande envergure pourrait toucher gravement l'économie ivoirienne* » (rapport no.14/358, page 15).

**Environnement sectoriel**

## Groupe SIFCA

*Les marchés cibles de SIFCA (caoutchouc naturel, huile de palme et sucre de canne) sont tous les trois attractifs, mais ils restent néanmoins cycliques et n'obéissent pas à la même logique*

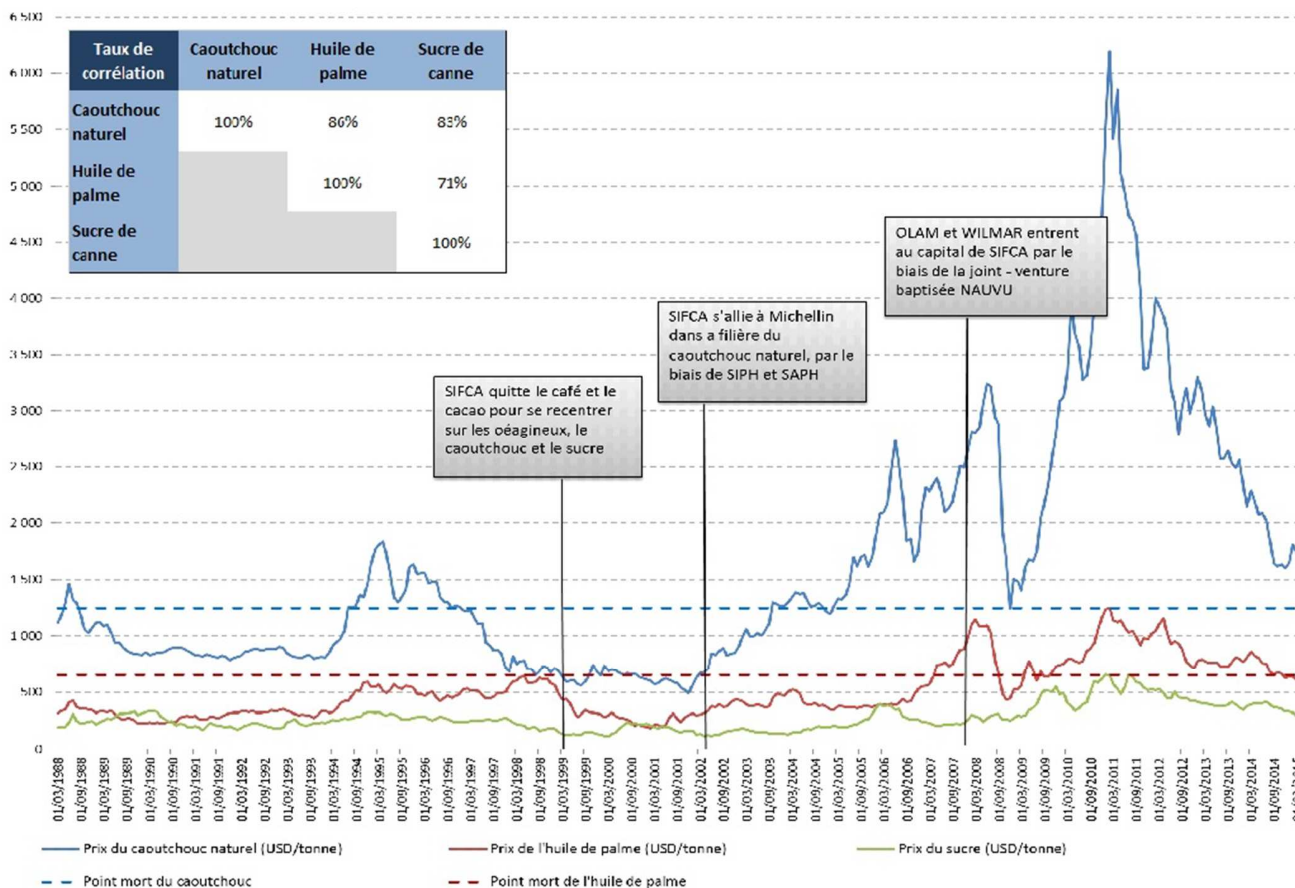
**La Côte d'Ivoire occupe aujourd'hui le septième rang mondial et le premier rang africain des planteurs d'hévéas et des producteurs de caoutchouc naturel.** Le marché du caoutchouc naturel (et donc par voie de conséquence celui des plantations d'hévéas) est un marché mature qui offre de bonnes perspectives. La soutenabilité de la demande mondiale de caoutchouc naturel (dont 70% sont destinés à la fabrication de pneus) est due à l'absence d'un véritable produit de substitution : les caoutchoucs synthétiques ne peuvent en effet pas offrir les mêmes propriétés indispensables à la fabrication de pneus de qualité, notamment pour les poids lourds et les véhicules spécialisés. Le secteur est marqué par des investissements industriels récents ainsi que des programmes d'incitation développés pour les planteurs villageois. Pour ces derniers, la Société africaine de plantations d'hévéas (SAPH) a toujours été un partenaire privilégié, assurant à la fois la collecte de la production et un encadrement technique qui a permis d'améliorer sensiblement les performances des cultivateurs d'hévéas dans l'ensemble des bassins hévéicoles du pays. Le marché de la production de caoutchouc naturel en Côte d'Ivoire se répartit entre 11 acteurs, SAPH et SOGB étant les leaders incontestés. Le prix du caoutchouc naturel est fixé mensuellement par l'association des professionnels du caoutchouc naturel de Côte d'Ivoire (APROMAC) en référence au SICOM 20, qui représente un prix plancher pour les qualités produites et commercialisées par le Groupe via SIPH. La production de caoutchouc naturel a atteint 300 000 tonnes en 2014, dépassant les prévisions de l'APROMAC. Les usiniers tels que SAPH, acheteurs sur ce marché concurrentiel, recherchent une compétition sur les prix d'achats de matière première (fonds de tasse) aux planteurs villageois qui fournissent une grande partie du latex usiné en Côte d'Ivoire. En matière de caoutchouc, le marché de SIFCA est mondial, d'où une complète dépendance de la filière hévéicole de SIFCA aux cours mondiaux. Malgré les prévisions de hausse de la production de caoutchouc naturel de l'ordre de 5% en 2015, les prix du cours du caoutchouc ont connu un repli significatif de 33% en 2014.

**En matière d'huile de palme, la hausse des cours a été moins spectaculaire que pour le caoutchouc depuis 2005, mais les perspectives sont structurellement plus positives.** Comparé aux autres oléagineux servant à la fabrication d'huile, le palmier à huile est de loin la source la plus productive et donc la plus rentable. Par conséquent, il est probable que la part de l'huile de palme dans la consommation mondiale d'huile de table devrait continuer de croître au point de surpasser toutes les autres. L'huile de palme constitue 34% des volumes d'huiles végétales produites dans l'espace UEMOA, comparé aux autres huiles (arachide, coton, autres). La demande mondiale d'huile végétale augmente de 4% tous les ans (3% dans la zone UEMOA), plus vite que la production. La demande mondiale d'huiles végétales a suivi la tendance dominante des huiles moins chères telles que les huiles de palme et de soja. En effet, l'huile de palme est en tête des échanges mondiaux d'huiles végétales avec 54% des importations mondiales d'huile végétale dans le monde. Ce développement s'explique en partie par la montée en puissance de la sous-filière en Asie (Indonésie et Malaisie), le fait que le palmier donne de loin l'un des meilleurs rendements d'huile à l'hectare. L'huile de palme s'est ainsi imposée comme l'huile par excellence des échanges mondiaux en augmentant régulièrement ses parts de marché au détriment de toutes les autres huiles. Le marché de SIFCA dans la filière oléagineuse est essentiellement régional, ce qui rend le groupe relativement moins tributaire des cours mondiaux, sans en être pour autant complètement détaché.

**Enfin, en matière de sucre, SIFCA est en situation de duopole, et le marché reste protégé.** En effet, dès son indépendance, la Côte d'Ivoire a fait le choix de l'autonomie en sucre, voire de l'exportation des excédents en sucre le cas échéant. Aujourd'hui, les deux producteurs de sucre de canne du pays, dont Sucrivoire (filiale

## Groupe SIFCA

de SIFCA), parviennent à couvrir les besoins domestiques. Les prix à la vente au consommateur final sont fixés exclusivement sur le plan domestique, en fonction des coûts de production et des choix des autorités publiques. Par conséquent, SIFCA/Sucrivoire restent décorrélés des cours internationaux ; leur enjeu réside davantage dans la compression des charges afin d'améliorer les marges.



## Facteurs qualitatifs

## Produits – Distribution - Marque

*SIFCA possède une expertise reconnue et des partenariats précieux dans les filières du caoutchouc naturel, de l'huile de palme et du sucre de canne*

**SIFCA maîtrise la chaîne de valeur de ses activités : la production de caoutchouc naturel, la transformation de l'huile de palme et la production de sucre de canne.** En effet, pour ces trois activités sur lesquelles SIFCA se concentre aujourd'hui, le Groupe, à travers différentes filiales, i) récolte la matière première sur ses plantations détenues en propre et/ou achète celle produite par les planteurs villageois, pour ensuite ii) usiner les produits finis, et enfin iii) commercialiser ces produits. Créé en 1964, le groupe SIFCA est le premier employeur privé de Côte d'Ivoire, avec 29 000 employés (permanents et saisonniers), et possède une très bonne réputation sur son marché domestique.

**SIFCA est un acteur majeur du marché du caoutchouc naturel (produit à partir du latex d'hévéa) en Afrique.**

La Côte d'Ivoire reste le marché de prédilection du groupe SIFCA, malgré les résultats décevants de sa filiale



## Groupe SIFCA

SAPH, qui contribue négativement à hauteur de 42% du résultat du groupe en 2014 et qui a subi sa première perte depuis 15 ans avec la baisse vertigineuse des cours mondiaux du caoutchouc naturel. De plus, à travers sa « holding caoutchouc » SIPH, SIFCA a entamé une diversification géographique avec des filiales opérant aujourd'hui au Ghana, au Nigéria et au Libéria. Le pôle caoutchouc de SIFCA dispose d'un certain nombre d'avantages comparatifs de nature technique : outre le fait de posséder ses propres plantations d'hévéas, il maîtrise aussi les risques associés à ses produits, comme le risque lié aux maladies (issues de champignons ou de bactéries) auxquelles sont sensibles les hévéas. La demande en caoutchouc naturel étant très soutenue, la production du groupe SIFCA est rapidement vendue sur les marchés où les prix sont fixés par le cours sur SICOM, un des marchés internationaux de matières premières. La clientèle finale est diversifiée et internationale ; Michelin, actionnaire de SAPH et de SIPH, est le premier client et achète 15% de la production de SAPH, par le biais de SIPH. L'année 2014 a été marquée par un repli de 33% du cours moyen du caoutchouc naturel (SICOM 20) par rapport à 2013 et un crédit TVA se situant autour de 11,3 millions d'euros suite à la suppression de l'exemption de TVA par la loi de finance de 2013. Cependant, du fait que les cours sont en dessous du niveau d'enclenchement, la taxe variable (2,5% à 5%) n'a pas eu d'impact significatif sur les charges.

**SIFCA est aussi un acteur majeur du marché de l'huile de palme en Côte d'Ivoire.** Bien que le groupe soit aussi présent au Sénégal et au Libéria, la quasi-totalité du pôle oléagineux de SIFCA se situe aujourd'hui en Côte d'Ivoire, principalement avec les filiales PALMCI (qui récolte les régimes de noix de palme et les transforme en huile brute) et SANIA (qui raffine cette huile brute et la transforme en oléine et autres produits finis qu'elle commercialise). La contribution aux résultats du groupe du pôle oléagineux s'est accentuée ces dernières années, passant de 23% en 2011 à 55% en 2014. WARA constate que cette volonté stratégique de SIFCA de donner plus d'importance au pôle oléagineux se fait dans une optique de commercialisation sous différentes marques de produits de consommation courante (huile de table et margarine notamment), leur donnant ainsi plus de valeur ajoutée pour cristalliser des marges plus importantes et s'éloigner de la trop grande dépendance aux cours de l'huile de palme. Les produits issus du pôle oléagineux de SIFCA (oléine en vrac et produits finis de consommation courante) sont distribués à hauteur de 1/3 en Côte d'Ivoire et 2/3 dans la sous-région. Malgré l'image souvent négative associée aujourd'hui à l'huile de palme, la demande devrait s'accroître dans les années à venir en raison i) de l'absence d'une huile de substitution pouvant être produite dans des quantités comparables sur les terres disponibles, et ii) aux besoins croissants d'oléine, en lien avec la démographie, pour les produits de consommation courante.

**SIFCA est l'un des deux seuls acteurs présents sur le marché du sucre en Côte d'Ivoire,** sous couvert d'une protection étatique permettant une fixation des prix selon les coûts de production. En effet, la production de Sucrivoire, filiale sucrière de SIFCA représentant moins de 10% des résultats du Groupe, est étalonnée sur la demande ivoirienne. La distribution du sucre produit se fait donc naturellement sur le territoire ivoirien à des prix s'adaptant aux contraintes de production. En 2014, le prix moyen du sucre a connu une hausse sensible de 4%, impactant positivement le chiffre d'affaire de SUCRIVOIRE.

**WARA juge positivement le caractère pluriactivités de SIFCA et l'accélération de sa diversification géographique pour sortir de son exposition très importante au marché ivoirien.** Cependant cette diversification reste relative, du fait que 118% du résultat du groupe est réalisé par SAPH (caoutchouc naturel) et PALMCI (huile de palme), tous deux tributaires des cours des matières premières dans la fixation de leur prix et par conséquent de la réalisation de leur chiffre d'affaires. Il est important de noter que SAPH avec un

### Groupe SIFCA

résultat négatif de -42% a contribué négativement au résultat du Groupe. De plus, WARA note que les deux activités de production de caoutchouc et d'huile de palme sont fortement corrélées (avec un coefficient de corrélation de 86%) ce qui expose donc les résultats du groupe à la baisse concomitante des cours de ces matières premières<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> Voir à ce sujet le Carte d'identité de SIFCA datée de juillet 2015, publiée en tandem de cette analyse.

## Groupe SIFCA

**Gouvernance et Management**

*SIFCA est un groupe solide qui a su s'entourer d'une équipe de dirigeants et de partenaires parfaitement adaptés à une vision très claire de son développement agro-industriel ; des améliorations organisationnelles sont en cours pour renforcer les synergies*

**Malgré la disparition tragique en 2011 de monsieur Yves Lambelin qui était à la tête du groupe, SIFCA a su démontrer sa capacité à poursuivre sa transformation.** SIFCA est aujourd'hui un groupe agro-industriel engagé dans une stratégie d'expansion géographique combinée à une volonté d'optimisation des coûts dans ses activités. La maîtrise de ses filières repose notamment sur le soutien précieux de partenaires d'envergure internationale comme Wilmar, Olam, Michelin et Terra (anciennement Harel Frères de L'Ile Maurice). Au-delà de leur participation au capital de la société mère et de ses filiales, ces partenaires apportent aussi au groupe leur expertise et leur soutien opérationnel.

**La stratégie du groupe SIFCA est construite sur le développement de ses métiers « caoutchouc naturel » et « huile de palme »,** qui représentent respectivement -58% et 78% des résultats du groupe en 2014 tout en tenant compte l'impact, toutefois cyclique, mais négatif, de la baisse des cours du caoutchouc naturel de 33% sur ses métiers. Cette stratégie se décline en quatre axes principaux : i) l'optimisation de l'existant avec un abaissement des prix de revient, ii) la recherche permanente de l'amélioration de la qualité des produits, iii) la croissance organique des sociétés existantes, et enfin iv) la recherche d'opportunités de croissance externe en dehors de la Côte d'Ivoire pour acquérir des plantations déjà génératrices de cash-flows. Le Libéria, où la filiale CRC a obtenu du gouvernement de porter ses superficies exploitables en hévéa de 8000 ha à 35000 ha, représente un relais de croissance important pour le groupe. Le Nigeria aussi représente un marché d'avenir pour l'huile de palme. Par ailleurs, il est aussi envisagé de consolider l'activité sucrière notamment avec l'amélioration notable de sa performance financière et opérationnelle. Le Groupe est en train d'étudier des synergies possibles entre les différentes activités, sur les frais généraux, la gestion du personnel ou encore l'utilisation pour d'autres cultures des surfaces inexploitées par Sucrivoire.

**WARA estime qu'en termes de gouvernance et de management, le fait que le capital de SIFCA soit partagé entre les actionnaires historiques (les familles Billon et Lambelin) et des groupes industriels d'envergure internationale sont des facteurs positifs pour sa notation.** En effet, le capital de SIFCA est dominé par les holdings de contrôle des familles Billon et Lambelin, Parme Investissement et Immoriv, qui détiennent 65,4% de SIFCA. Les entreprises Wilmar et Olam, deux spécialistes des matières premières agricoles, détiennent directement 27% de SIFCA, par le truchement de la holding Nauvu, laquelle figure aussi au capital de PALMCI et de SANIA. Dans le métier du caoutchouc, Michelin détient à la fois directement 9,89% du capital de SAPH et 20% du capital de SIPH. Au-delà de leur participation au capital du groupe, ces partenaires de renom apportent aussi un soutien opérationnel et technique constant : i) Wilmar fait bénéficier SIFCA de sa maîtrise des processus opérationnels dans les plantations de palmier à huile et de son expertise dans le raffinage de l'huile de palme, ii) Michelin apporte une assistance technique au pôle caoutchouc pour la recherche et l'amélioration des performances agronomiques. WARA constate que la qualité de ces partenariats et de ces ressources constitue un facteur positif de notation.

**Si l'équipe dirigeante de SIFCA est solide, compétente et expérimentée, WARA note cependant que la mise en place de certains processus décisionnels de groupe, indispensables à l'optimisation du fonctionnement de SIFCA, demeurent néanmoins très récents.** SIFCA a progressivement structuré un département centralisé responsable du développement, des investissements et de la politique financière au niveau du groupe. WARA constate que cette démarche permet dès à présent à SIFCA de mieux articuler ses options stratégiques, tout en soutenant plus efficacement ses filiales dans leurs projets d'investissements. SIFCA a aussi choisi

## Groupe SIFCA

stratégiquement sur la période de 2013-2018 d'intégrer un outil de gestion informatique, SAP, pour son application progressive et unifiée sur toutes les filiales. Ce projet est une évolution majeure avec un retour sur investissement largement attendu par les filiales qui ont toutes adhéré à son application sur leurs métiers.

### Positionnement concurrentiel

*SIFCA domine clairement les marchés de la production de caoutchouc naturel et de l'huile de palme en Côte d'Ivoire*

**Avec près de 40% du marché de la production de caoutchouc naturel en Côte d'Ivoire, SIFCA, à travers sa filiale SAPH, est leader sur son marché.** Le reste du marché est réparti entre 10 autres acteurs, essentiellement de taille moyenne ou petite. L'Afrique représente 4% de la production mondiale de caoutchouc naturel, 90% de cette production étant concentrée en Asie et fortement fragmentée entre de petits producteurs. La Côte d'Ivoire concentre à elle seule la moitié de la production africaine (2% de la production mondiale). Le groupe SIFCA, dont les filiales caoutchouc opèrent en Côte d'Ivoire, au Ghana, au Nigéria et au Libéria, possède donc une part de marché mondiale de l'ordre de 1% ; c'est donc un acteur incontournable, leader même, tant en Côte d'Ivoire qu'à l'échelle sous-régionale. Ce qui est un point positif dans sa notation par WARA.

**Avec près de 60% du marché de la production d'huile de palme en Côte d'Ivoire, SIFCA, à travers sa filiale PALMCI, domine incontestablement ce segment de marché.** Le reste du marché reste fragmenté, et se caractérise par l'existence d'une multitude de « mini-huileries ». PALMCI œuvre efficacement à l'optimisation de ses coûts de revient en réduisant les charges non nécessaires et en optimisant son effectif qui est passé de 9 000 personnes en 2012 à 7 500 personnes en 2014. De plus, SANIA, usine de raffinage née de l'association de SIFCA avec Wilmar et Olam, permet au groupe de maîtriser la totalité de la chaîne de valeur de l'huile de palme, jusqu'à la commercialisation de produits de consommation courante.

**WARA constate que SIFCA a développé deux avantages comparatifs importants :** i) la détention de la plus grande surface de plantations en propre (représentant 30% de sa production totale), aussi bien en hévéa qu'en palmiers à huile, qui lui permettent de mieux gérer la qualité de sa production et de renforcer ses marges ; et ii) SIFCA dispose des outils industriels de production de caoutchouc naturel et de raffinage de l'huile de palme les plus denses de Côte d'Ivoire. SAPH possède en effet 5 usines de production de caoutchouc naturel en Côte d'Ivoire, réparties sur tout le territoire, et localisées sur les sites de plantation d'hévéas, ce qui minimise les distances, temps et coûts de transport (notamment de latex liquide, de meilleure qualité). La société produit aujourd'hui 100 000 tonnes de caoutchouc naturel par an. Cependant, suite au retard noté dans l'extension de l'usine de Rapides Gras et au faible niveau de stock de matières premières, les objectifs de production de 120 000 tonnes en 2014 et 135 000 tonnes en 2015 ne seront pas atteints. De son côté, SANIA, dont 80% des achats de matière sont réalisés avec la totalité de la production de PALMCI, produit 300 000 tonnes d'huile de palme raffinée par an.

### Facteurs quantitatifs

---

## Groupe SIFCA

**Rentabilité**

*La rentabilité de SIFCA s'est détériorée, en grande partie en raison de la chute des cours mondiaux du caoutchouc naturel et de l'huile de palme dont elle reste très dépendante.*

SIFCA affiche des marges médiocres dues au fait que le cours du SICOM et du CPO CIF Rotterdam ont poursuivi leur tendance baissière déjà constatée en 2013. Ainsi, les cours du caoutchouc naturel et de l'huile de palme en perte de vitesse graduelle se rapprochent progressivement du point mort de chacune des filières. SIFCA affiche une marge de profit de 1,3% en 2014, nettement inférieure à celle des deux années précédentes. La décomposition des éléments impactant cette marge de profit se fait comme suit : i) le chiffre d'affaires montre une baisse de 12,1% entre 2013 et 2014, principalement due à la baisse des cours du SICOM et du CPO CIF Rotterdam sur la période ; ii) la majeure partie des charges d'exploitation est corrélée à l'augmentation de la quantité de production traitée par le groupe SIFCA et les charges fixes représentent une faible partie des charges d'exploitation (les charges de personnel pouvant être variabilisées en utilisant du personnel saisonnier – à hauteur de 50% dans les plantations de palmiers à huile par exemple) ; iii) les contraintes d'achat de régimes pour l'huile de palme qui ont contribué à la réalisation de la moitié seulement de la prévision budgétaire de PALMCI malgré une optimisation effective des coûts de production surtout pour les effectifs. SIFCA serait donc en mesure d'absorber une baisse du niveau des cours de matières premières, à condition que cette baisse n'atteigne pas moins que le point mort de chacun de ces métiers : 650\$/tonne pour l'huile de palme et 1250\$/tonne pour le caoutchouc naturel.

**WARA note par ailleurs que les cours du caoutchouc naturel et de l'huile de palme sont fortement corrélés**, ce qui provoque une diminution significative du chiffre d'affaires du groupe car le marché des matières premières est orienté à la baisse. Malgré la prévision d'une légère augmentation des cours du caoutchouc naturel et une relative stabilité de ceux de l'huile de palme par les études du management, la baisse des cours de ces matières premières est en perte de vitesse vertigineuse. Seule l'activité sucrière reste totalement indépendante des cours des matières premières puisque Sucrivoire opère uniquement sur le marché ivoirien, et bénéficie d'une protection étatique lui permettant de fixer ses prix en fonction des coûts de production.

**SIFCA a concrétisé la recherche et à l'optimisation du contrôle de sa structure de coûts, en 2014 ce qui est décisif à l'avenir compte tenu du contexte difficile de forte dépendance de sa rentabilité à la volatilité des cours mondiaux des matières premières.** L'absence de maîtrise des prix (fixés en majorité de manière exogène sur le marché international) constitue un facteur de risque de nature structurelle, qu'il est très difficile de mitiger. Pour réduire ce risque, SIFCA a rendu prioritaire la diminution de ses coûts de production et la recherche de synergies en engageant une réflexion de rationalisation et de mutualisation des coûts de structure au niveau de chacune de ses trois filières. Le premier chantier à engager est celui de l'huile de palme, pour lequel l'objectif affiché est de réduire les coûts de production de 650\$/tonne à 450\$/tonne d'huile de palme. C'est dans cette optique que PALMCI a pu réduire son effectif de manière efficiente de 8652 personnes en 2012 à 7878 en 2014. SANIA aussi est en train de réaliser des investissements stratégiques afin de réduire ses coûts de production. De plus, SIFCA possède un autre levier d'amélioration au niveau de ses achats de matières premières : la lutte contre le vol et la fraude.

**Liquidité**

*La liquidité reste à un bon niveau. Elle est caractérisée par des stocks de produits finis en majorité*

## Groupe SIFCA

*très liquides à l'actif, financés par un endettement modéré permettant un écoulement confortable des passifs, et une trésorerie relativement abondante*

**La structure du groupe SIFCA (un facteur endogène), concomitant au niveau actuel des cours de matières premières (un facteur exogène), a causé un déficit du cashflow.** Cependant grâce à la demande soutenue en caoutchouc naturel et en huile de palme, la production de SIFCA demeure liquide et les stocks s'écoulent assez rapidement sur les marchés. Dans le cas d'espèce de Sucrivoire, la production de sucre de canne étant étalonnée sur la demande ivoirienne, ses stocks sont aussi très liquides (même si leur cycle naturel d'écoulement est intrinsèquement plus long que pour les deux autres métiers). WARA note cependant que les principales difficultés d'écoulement des stocks se situent au niveau de SANIA, qui s'impose difficilement avec des marques fortes sur ses produits finis à leur niveau actuel de prix. Le niveau élevé de génération de cashflow accentué par les cours des matières premières particulièrement favorables ces trois dernières années a amoindri l'effet pénalisant de la baisse des cours des matières premières.

**L'exemption temporaire de TVA précédemment accordée par le Gouvernement Ivoirien aux sociétés exportatrices et dont bénéficiaient SANIA mais également SAPH a été supprimée le 1<sup>er</sup> janvier 2013 avec effet immédiat.** En conséquence, ces filiales de SIFCA doivent recourir à une procédure de remboursement de crédit de TVA, d'un montant total d'environ 10 milliards de F CFA. Il s'agit là d'un manque à gagner qui pèse actuellement sur la trésorerie de ces filiales et du Groupe. Des démarches sont toutefois entreprises par le Groupe en vue de récupérer ces crédits de trésorerie.

**Les immobilisations corporelles (constituées essentiellement des plantations) sont les éléments de l'actif ayant la plus faible liquidité,** mais représentant potentiellement la plus forte valorisation économique, ce qui n'est pas reflété en comptabilité au coût historique, et partiellement seulement en comptabilité aux normes internationales.

**SIFCA engage progressivement un plan d'investissement destiné à accélérer le développement du groupe.** La nécessité capitalistique récurrente des activités du Groupe SIFCA réside dans un besoin constant d'entretenir et moderniser ses outils de production, ce qui a notamment nécessité de mobiliser les capacités d'endettement de PALMCI, SAPH et des filiales du Ghana (GREL, Wilmar Ghana). Cependant, compte tenu d'un niveau d'endettement encore modéré et de cashflows conséquents, SIFCA accélère son développement dans un plan d'investissement à moyen terme évalué à 100 milliards de FCFA. Ces investissements porteront sur des acquisitions pour fortifier la position du groupe au Nigéria, au Ghana et au Libéria ; seulement 20% de ce plan d'investissement concernent la Côte d'Ivoire.

### Flexibilité financière

*La flexibilité financière est très bonne. SIFCA, dont les besoins de financement progressent en ligne avec ses ambitions de développement, bénéficie d'un fort soutien actionnarial et de disponibilités bancaires au niveau de chaque filiale*

**Malgré sa résilience lors de la crise politique en 2010 et 2011 où elle a démontré la solidité de sa structure financière en dégageant des excédents de flux de trésorerie (ou *free cash flows*) toujours positifs, SIFCA a affiché un déficit de trésorerie en 2014.** Cette composante essentielle du profil financier de SIFCA est le signal de la volatilité de son modèle d'affaires (« *business model* ») et de sa forte dépendance sur les facteurs exogènes que sont les cours mondiaux du caoutchouc naturel et de l'huile de palme. Cependant, sa capacité d'endettement offre une solution viable pour ses perspectives de développement à moyen terme traduites

## Groupe SIFCA

dans son ambitieux plan d'investissement.

**Le taux d'endettement (gearing) de SIFCA reste modéré, il s'établit à moins de 40% des fonds propres du groupe en 2014 malgré l'emprunt obligataire contracté par le Groupe en 2013.** WARA note la bonne capacité financière de SIFCA à servir sa dette (le montant global de sa dette représentant 195,9% de l'EBE en 2014 du fait de l'emprunt obligataire et les prêts contractés par ses filiales GREL, SAPH). Par ailleurs, SIFCA bénéficie encore de capacités d'emprunts et de découverts non utilisés auprès de ses partenaires bancaires, ce qui prouve i) la confiance que lui accordent ses partenaires financiers, et ii) la capacité de SIFCA à trouver des moyens de financement si la situation l'y invitait. Ces disponibilités sont utilisées occasionnellement, selon le cycle de production (qui atteint généralement un besoin important entre février et avril). Enfin, avec certaines filiales du groupe générant un niveau de cashflow particulièrement élevé, il est possible de mutualiser les disponibilités pour les besoins de financement du cycle d'exploitation d'autres filiales, et d'éviter un recours plus coûteux au crédit bancaire. La mutualisation de la trésorerie est formalisée dans une convention entre les principales filiales du groupe.

**WARA note que la capacité d'endettement du groupe SIFCA est amenée à être réduite dans les deux années à venir, du fait de l'emprunt obligataire de 35 milliards de FCFA contracté en Juillet 2013.** WARA estime cependant que cet endettement supplémentaire, essentiel au développement du groupe, reste maîtrisé puisque le groupe, malgré cet emprunt obligataire, n'a pas encore atteint un gearing de 50% qu'il s'est fixé comme plafond. WARA relève par ailleurs que la politique de distribution de dividendes devra être contenue à un niveau bien plus faible que celui de 2012, exceptionnellement élevé, pour que le groupe puisse faire face à ses engagements financiers futurs dans de bonnes conditions.

---

### Carte des Scores

---

## Groupe SIFCA

<b>FACTEURS ENVIRONNEMENTAUX</b>				<b>25%</b>	<b>3.91</b>	<b>0.93</b>
FNI.C1	Environnement macroéconomique	EM	10%	4.61	0.42	
	<i>Maturité</i>		3%	5.00	0.15	
	<i>Volatilité</i>		2%	5.00	0.10	
	<i>Diversité</i>		2%	3.00	0.06	
	<i>Soutenabilité</i>		3%	3.50	0.11	
FNI.C2	Environnement opérationnel	EO	7%	4.53	0.32	
	<i>Gouvernance systémique</i>		3%	4.85	0.15	
	<i>Infrastructure</i>		2%	4.58	0.09	
	<i>Information</i>		2%	4.00	0.08	
FNI.C3	Environnement sectoriel	ES	8%	2.50	0.20	
	<i>Pression concurrentielle</i>		4%	3.00	0.12	
	<i>Degré de maturité</i>		4%	2.00	0.08	
<b>FACTEURS QUALITATIFS</b>				<b>40%</b>	<b>2.46</b>	<b>0.98</b>
FNI.C4	Produits - Distribution - Marque	PM	15%	2.27	0.34	
	<i>Diversité des produits - Gamme</i>		5%	3.80	0.19	
	<i>Distribution et parts de marché</i>		5%	2.00	0.10	
	<i>Reconnaissance de la marque</i>		5%	1.00	0.05	
FNI.C5	Gouvernance et management	GM	15%	2.47	0.37	
	<i>Gouvernance idiosyncrasique</i>		5%	2.00	0.10	
	<i>Qualité de la gestion stratégique</i>		5%	2.40	0.12	
	<i>Qualité de l'exécution opérationnelle</i>		5%	3.00	0.15	
FNI.C6	Positionnement concurrentiel	PC	10%	2.74	0.27	
	<i>Compétitivité prix</i>		3%	3.00	0.09	
	<i>Compétitivité hors-prix</i>		3%	2.80	0.08	
	<i>Développement - Technologie - Innovation</i>		4%	2.50	0.10	
<b>FACTEURS FINANCIERS</b>				<b>35%</b>	<b>2.34</b>	<b>0.82</b>
FNI.C7	Rentabilité	RE	10%	2.80	0.28	
	<i>Marge de profit</i>		4%	4.00	0.16	
	<i>Rotation des actifs</i>		3%	3.00	0.09	
	<i>Lever financier</i>		3%	1.00	0.03	
FNI.C8	Liquidité	LQ	10%	2.00	0.20	
	<i>Liquidité des actifs</i>		5%	3.00	0.15	
	<i>Refinancement et gestion de la liquidité</i>		5%	1.00	0.05	
FNI.C9	Flexibilité financière	FF	15%	2.25	0.34	
	<i>Couverture des intérêts par les cashflows</i>		8%	1.60	0.13	
	<i>Dette en années de cashflows</i>		7%	3.00	0.21	
<b>SCORE PONDÉRÉ TOTAL</b>					<b>2.73</b>	
<b>AJUSTEMENT</b>					<b>0%</b>	
<b>SCORE PONDÉRÉ TOTAL AJUSTÉ</b>					<b>2.73</b>	
<b>NOTATION INTRINSÈQUE</b>					<b>A-</b>	



## Groupe SIFCA

SPTA		N.I.C
De:	A:	
1.00	1.24	AAA
1.25	1.49	AA+
1.50	1.74	AA
1.75	1.99	AA-
2.00	2.24	A+
2.25	2.49	A
2.50	2.74	A-
2.75	2.99	BBB+
3.00	3.24	BBB
3.25	3.49	BBB-
3.50	3.74	BB+
3.75	3.99	BB
4.00	4.24	BB-
4.25	4.49	B+
4.50	4.74	B
4.75	4.99	B-
5.00	5.24	CCC+
5.25	5.49	CCC
5.50	5.74	CCC-
5.75	5.99	CC/C

## Groupe SIFCA

### Facteurs de Support Externe

WARA n'intègre aucun facteur de support externe dans la notation de SIFCA.

## Groupe SIFCA

## Données financières et ratios

Les comptes consolidés du Groupe SIFCA sont établis selon les normes comptables régionales, dites OHADA.

COMPTE DE RESULTAT (en millions de FCFA)	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
Chiffre d'affaires (CA)	295,349	372,069	516,650	536,326	510,965	448,952
Production stockée (ou déstockage)	-2,452	9,365	-2,825	13,741	-1,988	-2,171
Production immobilisée					27,159	30,794
Autres produits	10,652	14,953	13,069	0	1,830	1,191
<b>PRODUITS D'EXPLOITATION</b>	<b>303,549</b>	<b>396,387</b>	<b>526,894</b>	<b>550,067</b>	<b>537,966</b>	<b>478,766</b>
Achats de marchandises	-24,329	-2,323	198	21	-239	-161
Achats de matières premières et autres approvisionnem	-106,455	-166,372	-230,199	-280,516	-283,136	-247,258
Services extérieurs	-77,585	-65,415	-75,749	-87,620	-92,139	-80,916
Autres charges de gestion courante	-1,262	-3,429	-3,039	14,382	-3,923	-3,353
Opérations d'exploitation intra-groupe	0	0	0	0	0	0
<b>VALEUR AJOUTEE</b>	<b>93,918</b>	<b>158,848</b>	<b>218,105</b>	<b>196,334</b>	<b>158,529</b>	<b>147,078</b>
<b>% CA</b>	<b>31.8%</b>	<b>42.7%</b>	<b>42.2%</b>	<b>36.6%</b>	<b>31.0%</b>	<b>32.8%</b>
Impôts et taxes	-5,148	-5,207	-5,473	-14,867	-14,148	-8,338
Charges de personnel	-43,074	-47,421	-53,090	-57,129	-63,720	-68,583
<b>EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBE)</b>	<b>45,697</b>	<b>106,220</b>	<b>159,542</b>	<b>124,337</b>	<b>80,661</b>	<b>70,157</b>
<b>% CA</b>	<b>15.5%</b>	<b>28.5%</b>	<b>30.9%</b>	<b>23.2%</b>	<b>15.8%</b>	<b>15.6%</b>
Dotations aux amortissements et aux provisions	-27,148	-34,523	-31,991	-38,597	-40,963	-48,662
Reprises de provisions	6,111	6,187	1,383	6,785	2,500	3,453
Transferts de charges	7,251	3,741	10,435	4,994	2,795	2,240
<b>RESULTAT D'EXPLOITATION</b>	<b>31,911</b>	<b>81,624</b>	<b>139,369</b>	<b>97,519</b>	<b>44,993</b>	<b>27,188</b>
<b>% CA</b>	<b>10.8%</b>	<b>21.9%</b>	<b>27.0%</b>	<b>18.2%</b>	<b>8.8%</b>	<b>6.1%</b>
Opérations faites en commun	0	0	0	0	0	-61
Résultat financier	-8,388	-9,495	-4,739	-9,862	-3,471	-15,910
Résultat hors activités ordinaires (H.A.O)	-1,349	4,093	-25	-445	-405	-275
Impôt sur le résultat	-3,357	-19,939	-32,000	-26,496	-15,193	-2,297
Q-P de résultat des mises en équivalence	192	235	288	217	192	247
Dotations/reprises sur amortissements sur écarts d'acq	-1,641	-1,789	-1,914	-2,046	-2,267	-2,912
<b>RESULTAT NET CONSOLIDE</b>	<b>17,368</b>	<b>54,728</b>	<b>100,979</b>	<b>58,887</b>	<b>23,849</b>	<b>5,980</b>
<b>% CA</b>	<b>5.9%</b>	<b>14.7%</b>	<b>19.5%</b>	<b>11.0%</b>	<b>4.7%</b>	<b>1.3%</b>
Part des minoritaires	10,357	35,566	60,912	35,682	18,905	6,712
<b>PART DU GROUPE DANS LE RESULTAT</b>	<b>7,011</b>	<b>19,162</b>	<b>40,067</b>	<b>23,205</b>	<b>4,944</b>	<b>-732</b>

## Groupe SIFCA

<b>BILAN (en millions de FCFA)</b>	<b>31/12/2009</b>	<b>31/12/2010</b>	<b>31/12/2011</b>	<b>31/12/2012</b>	<b>31/12/2013</b>	<b>31/12/2014</b>
Immobilisations incorporelles	47,145	50,328	50,372	51,175	55,467	54,727
Immobilisations corporelles	181,799	188,478	210,988	243,472	281,609	317,371
Immobilisations financières	13,477	14,034	11,272	11,028	21,694	20,408
Stocks	64,119	85,502	106,726	114,991	108,568	105,864
Créances et emplois assimilés	63,644	75,628	59,321	68,282	75,021	76,706
Trésorerie - Actif	45,227	24,747	65,606	40,773	52,251	39,973
Charges constatées d'avance	289	828	1,212	870	2,615	1,148
Ecart de conversion et autres	350	1,910	31	734	0	8
<b>TOTAL ACTIF</b>	<b>416,050</b>	<b>441,455</b>	<b>505,528</b>	<b>531,325</b>	<b>597,225</b>	<b>616,205</b>
Part du groupe dans les capitaux propres et le résultat	128,457	145,670	170,840	192,922	191,823	195,721
Part des minoritaires dans les capitaux propres et le résu	89,470	116,288	151,742	154,517	154,291	152,139
Crédits à moyen et long terme	56,036	66,198	71,497	68,258	116,277	137,450
Autres dettes financières et ressources assimilées	13,457	9,869	10,224	9,312	8,950	10,454
Avances et acomptes reçus sur commandes	9,560	5,396	3,210	4,197	2,915	841
Dettes fournisseurs et comptes rattachés	39,007	25,253	32,831	29,117	32,875	39,820
Dettes fiscales	8,106	19,777	29,622	27,053	19,938	12,055
Autres dettes d'exploitation	14,295	12,013	20,029	15,407	31,401	21,307
Trésorerie - Passif	57,475	40,989	14,510	29,648	38,135	45,069
Produits constatés d'avance, éliminations et écart de co	187	2	1,024	895	621	1,349
<b>TOTAL PASSIF</b>	<b>416,050</b>	<b>441,455</b>	<b>505,528</b>	<b>531,325</b>	<b>597,225</b>	<b>616,205</b>

<b>INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES (en millions de F</b>	<b>31/12/2009</b>	<b>31/12/2010</b>	<b>31/12/2011</b>	<b>31/12/2012</b>	<b>31/12/2013</b>	<b>31/12/2014</b>
Capacité d'autofinancement (CAF)	33,859	84,470	133,320	89,367	64,327	52,872
Variation de BFR	19,288	41,896	-18,336	27,144	-11,039	12,087
Investissements (I)	23,006	35,970	48,307	55,917	76,180	35,016
<b>Free Cash Flow (FCF) (1)</b>	<b>-8,435</b>	<b>6,604</b>	<b>103,349</b>	<b>6,306</b>	<b>-814</b>	<b>5,770</b>
<b>Dettes financières nettes (2)</b>	<b>68,284</b>	<b>82,440</b>	<b>20,401</b>	<b>57,133</b>	<b>102,161</b>	<b>142,546</b>

## Groupe SIFCA

TAUX DE CROISSANCE - COMPTE DE RESULTAT (en %)	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Chiffre d'affaires (CA)	--	26.0	38.9	3.8	-4.7	-12.1
Production stockée (ou déstockage)	--	-481.9	-130.2	-586.4	-114.5	9.2
Autres produits	--	40.4	-12.6	--	--	--
PRODUITS D'EXPLOITATION	--	30.6	32.9	4.4	-2.2	-11.0
Achats de marchandises	--	-90.5	-108.5	-89.4	-1,238.1	-32.6
Achats de matières premières et autres approvisionnementner	--	56.3	38.4	21.9	0.9	-12.7
Services extérieurs	--	-15.7	15.8	15.7	5.2	-12.2
Autres charges de gestion courante	--	171.7	-11.4	-573.2	-127.3	-14.5
Opérations d'exploitation intra-groupe	--	--	--	--	--	--
VALEUR AJOUTEE	--	69.1	37.3	-10.0	-19.3	-7.2
Impôts et taxes	--	1.2	5.1	171.6	-4.8	-41.1
Charges de personnel	--	10.1	12.0	7.6	11.5	7.6
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBE)	--	132.4	50.2	-22.1	-35.1	-13.0
Dotations aux amortissements et aux provisions	--	27.2	-7.3	20.6	6.1	18.8
Reprises de provisions	--	1.2	-77.6	390.6	-63.2	38.1
Transferts de charges	--	-48.4	179.0	-52.1	-44.0	-19.9
RESULTAT D'EXPLOITATION	--	155.8	70.7	-30.0	-53.9	-39.6
Opérations faites en commun	--	--	--	--	--	100.0
Résultat financier	--	13.2	-50.1	108.1	-64.8	358.4
Résultat hors activités ordinaires (H.A.O)	--	-403.4	-100.6	1,680.4	-9.0	-32.1
Impôt sur le résultat	--	494.0	60.5	-17.2	-42.7	-84.9
Q-P de résultat des mises en équivalence	--	22.1	22.8	-24.7	-11.5	28.6
Dotations/reprises sur amortissements sur écarts d'acquis	--	9.0	7.0	6.9	10.8	28.5
RESULTAT NET CONSOLIDE	--	215.1	84.5	-41.7	-59.5	-74.9
Part des minoritaires	--	243.4	71.3	-41.4	-47.0	-64.5
PART DU GROUPE DANS LE RESULTAT	--	173.3	109.1	-42.1	-78.7	-114.8

TAUX DE CROISSANCE - BILAN (en %)	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
Immobilisations incorporelles	--	6.8	0.1	1.6	8.4	-1.3
Immobilisations corporelles	--	3.7	11.9	15.4	15.7	12.7
Immobilisations financières	--	4.1	-19.7	-2.2	96.7	-5.9
Stocks	--	33.3	24.8	7.7	-5.6	-2.5
Créances et emplois assimilés	--	18.8	-21.6	15.1	9.9	2.2
Trésorerie - Actif	--	-45.3	165.1	-37.9	28.2	-23.5
Charges constatées d'avance	--	186.5	46.4	-28.3	200.5	-56.1
Ecart de conversion et autres	--	445.7	-98.4	2,266.1	-100.0	--
TOTAL ACTIF	--	6.1	14.5	5.1	12.4	3.2
Part du groupe dans les capitaux propres et le résultat	--	13.4	17.3	12.9	-0.6	2.0
Part des minoritaires dans les capitaux propres et le résultat	--	30.0	30.5	1.8	-0.1	-1.4
Crédits à moyen et long terme	--	18.1	8.0	-4.5	70.3	18.2
Autres dettes financières et ressources assimilées	--	-26.7	3.6	-8.9	-3.9	16.8
Avances et acomptes reçus sur commandes	--	-43.6	-40.5	30.7	-30.6	-71.1
Dettes fournisseurs et comptes rattachés	--	-35.3	30.0	-11.3	12.9	21.1
Dettes fiscales	--	144.0	49.8	-8.7	-26.3	-39.5
Autres dettes d'exploitation	--	-16.0	66.7	-23.1	103.8	-32.1
Trésorerie - Passif	--	-28.7	-64.6	104.3	28.6	18.2
Produits constatés d'avance, éliminations et écart de conv	--	-98.9	51,100.0	-12.6	-30.7	117.2
TOTAL PASSIF	--	6.1	14.5	5.1	12.4	3.2

## Groupe SIFCA

RATIOS	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
<b>Rentabilité</b>						
Marge de profit (RN/CA) en %	5.9	14.7	19.5	11.0	4.7	1.3
Rotation des actifs (CA/TA) en %	71.0	84.3	102.2	100.9	85.6	72.9
Levier financier (TA/FP) en %	190.9	168.5	156.7	152.9	172.6	177.1
Retour sur fonds propres (RN/FP) en %	8.0	20.9	31.3	16.9	6.9	1.7
ROA (RN/TA) en %	4.2	12.4	20.0	11.1	4.0	1.0
Charges d'exploitation/Produits d'exploitation en %	89.5	79.4	73.5	82.3	91.6	94.3
<b>Liquidité</b>						
Ratio de liquidité générale (AC/PC) en %	180.0	258.1	193.8	241.9	210.7	246.6
Ratio de liquidité de l'actif (AC/TA) en %	30.7	36.5	32.8	34.5	30.7	29.6
Couverture des stocks (en jours d'achats)	176.5	182.5	167.0	147.6	137.9	154.0
Rotation des stocks (en nombre de fois / an)	2.0	2.0	2.2	2.4	2.6	2.3
Délais clients (en jours de CA) (3)	65.7	62.0	35.0	38.8	44.8	52.1
Délais fournisseurs (en jours de CA) (3)	40.3	20.7	19.4	16.6	19.6	27.1
<b>Flexibilité financière</b>						
Gearing (Dettes financières/FP) en %	25.7	25.3	22.2	19.6	33.6	39.5
Couverture des charges d'intérêt (EBE/intérêts financiers)	5.3	18.9	26.6	23.1	13.0	7.8
Dettes financières/EBE en %	122.6	62.3	44.8	54.9	144.2	195.9

## Notes

(1) FCF = CAF +/- Variation de BFR - Investissements, ce sont les flux libres de tout engagement opérationnel pouvant servir la dette

(2) Dette financière nette = Dette financière + trésorerie passif - trésorerie actif

(3) Taux de TVA utilisé 18%

CAF = Capacité d'autofinancement

RN = Résultat Net

CA = Chiffre d'affaires

TA = Total Actif

FP = Fonds Propres

AC = Actif Circulant

PC = Passif Circulant

CONTRIBUTION (en millions de FCFA)	SIFCA SA		FILIERE CAOUTCHOUC		FILIERE OLEAGINEUSE		SUCRIVOIRE		AUTRES		CONSOLIDE	
	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014	2013	2014
RESULTAT D'EXPLOITATION	-2,851	172	29,620	-1,925	11,400	20,597	6,824	8,637	0	-292	44,993	27,188
% du total	-6.3%	0.6%	65.8%	-7.1%	25.3%	75.8%	15.2%	31.8%	0.0%	-1.1%	100.0%	100.0%
RESULTAT NET (RN)	-5,411	-1,917	15,978	-3,480	8,425	4,644	4,665	6,860	192	-127	23,848	5,980
% du total	-22.7%	-32.1%	67.0%	-58.2%	35.3%	77.7%	19.6%	114.7%	0.8%	-2.1%	100.0%	100.0%
immobilisation corporelles	3,322	2,712	116,484	139,740	123,666	133,551	38,137	41,367	0	1	281,609	317,371
Stocks de matières premières	14	13	23,725	16,150	31,393	39,292	9,670	9,972	0	0	64,802	65,428
Stocks de produits intermédiaires et finis	0	0	11,070	8,545	9,431	8,326	14,932	12,787	0	0	35,434	29,659
Clients et comptes rattachés	407	549	17,215	12,239	16,151	16,055	1,292	2,500	0	0	35,065	31,342
Trésorerie - Actif (disponibilités)	15,396	12,276	22,718	13,170	8,283	7,760	5,854	6,761	0	7	52,251	39,973
Emprunts et dettes financières	36,756	35,966	18,057	37,685	44,548	45,277	16,916	18,522	0	0	116,277	137,451
Trésorerie - Passif	0	2	25,367	15,709	12,768	29,349	0	0	0	10	38,135	45,069
DETTE NETTE	21,360	23,692	20,705	40,224	49,033	66,866	11,062	11,761	0	3	102,161	142,546

**Groupe SIFCA****Les autres publications de WARA**

- Carte d'identité : CFAO Motors CI – Juillet 2015
- Analyse : SAPH – Juillet 2015
- Carte d'identité : SAPH – Juillet 2015
- Analyse: Servair Abidjan – Juin 2015
- Carte d'identité: Servair Abidjan – Juin 2015
- Analyse : PAD – Décembre 2014
- Carte d'identité : PAD – Décembre 2014
- Analyse : Filtisac SA – Septembre 2014
- Carte d'identité : Filtisac SA – Septembre 2014
- Analyse : CFAO Motors CI – Septembre 2014
- Carte d'identité : CFAO Motors CI – Septembre 2014
- Analyse : Groupe SIFCA – Juin 2014
- Carte d'identité : Groupe SIFCA – Juin 2014
- Analyse : SAPH – Mai 2014
- Carte d'identité : SAPH – Mai 2014
- Analyse: Onatel - Avril 2014
- Carte d'identité : Onatel - Avril 2014
- Analyse : Coris Bank - Février 2014
- Carte d'identité : Coris Bank - Février 2014
- Analyse : Filtisac SA – Novembre 2013
- Carte d'identité : Filtisac SA – Novembre 2013
- Analyse : CFAO Motors CI – Septembre 2013
- Carte d'identité : CFAO Motors CI – Septembre 2013
- Analyse : PAD – Juillet 2013
- Carte d'identité : PAD – Juillet 2013
- Analyse : Groupe SIFCA – Mai 2013

### Groupe SIFCA

- Carte d'identité : Groupe SIFCA – Mai 2013
- Analyse : SAPH – Mars 2013
- Carte d'identité : SAPH – Mars 2013

*Ces publications sont accessibles sur le site Internet de West Africa Rating Agency: [www.rating-africa.org](http://www.rating-africa.org)*



## Groupe SIFCA

© 2015 Emerging Markets Rating (EMR) & West Africa Rating Agency (WARA). Tous droits réservés. WARA est une Agence de Notation de l'UEMOA agréée par le CREPMF.

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

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

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

### **Auteurs :**

**Ndeye THIAW, Analyste principale**

**Landry TIENDREBEOGO, Analyste support**

**Christelle N'DOUA**

