



Juin 2017

Table des matières

Notations	1
Evolution de la notation de long terme	1
Résumé	1
Perspective	4
Analyse des Facteurs de Notation Intrinsèque	5
Environnement macroéconomique	5
Environnement opérationnel	6
Environnement sectoriel	7
Facteurs qualitatifs	9
Produits – Distribution - Marque	9
Gouvernance et Management	11
Positionnement concurrentiel	12
Facteurs quantitatifs	13
Rentabilité	13
Liquidité	14
Flexibilité financière	15
Carte des Scores	17
Facteurs de Support Externe	19
Données financières et ratios	20
Les autres publications de WARA	24

Groupe SIFCA

Côte d'Ivoire

BBB+/Stable/w-4

Notations

Echelle	Régionale	Internationale
Méthodologie	Corporate	Corporate
Notation de long terme	BBB+	iB+
Perspective	Stable	Stable
Notation de court terme	w-4	iw-5
Surveillance	Non	Non

Evolution de la notation de long terme

WARA note SIFCA depuis mai 2013. En juin 2017, WARA confirme la note de SIFCA qui avait été abaissée à **BBB+** en décembre 2016, sur son échelle régionale. La perspective passe de « **négative** » à « **stable** » en juin 2017.

Résumé

La notation de long terme de SIFCA est 'BBB+' en devise régionale, soit deux crans en-dessous du plafond souverain ivoirien

WARA a maintenu la notation de long terme en devise régionale de SIFCA à **'BBB+'**. Cette notation se situe deux crans en-dessous du plafond souverain ivoirien, lequel s'établit –selon WARA– à **'A'**. La notation de court terme de SIFCA est restée stable à **'w-4'**. Cependant, la perspective attachée à cette notation est devenue stable.

A titre de référence, seule la perspective a changé en ce qui concerne les notations en devises internationales que WARA assigne à SIFCA: **iB+/Stable/iw-5**.

Analyste principal

Mohamed SABIBI

Analyste support

Oumar NDIAYE

Contacts WARA

Tél: +225 22 50 18 44

+221 33 825 72 22

Email : infos@rating-africa.org

Groupe SIFCA

La notation intrinsèque de SIFCA, indépendamment de tout facteur de support externe, est de **'BBB+'** selon WARA, ce qui équivaut à un score pondéré total de **2.82/6.00** (qui était de 2.89 en décembre 2016). Ce score ne contient aucun ajustement supplémentaire, ni à la hausse, ni à la baisse. Ce score intègre notamment les facteurs suivants : i) la reprise des cours du caoutchouc naturel et de l'huile de palme; ii) la résilience de SIFCA lors de la période très difficile traversée par le groupe ; iii) les stratégies de développement des marques et de distribution des produits oléagineux qui ont amélioré à l'amélioration de la rentabilité de la filière; iv) les actions de responsabilité sociale du groupe et de sa fondation qui contribuent fortement à la bonne relation dont jouit le groupe avec ses communautés et ses parties prenantes ; v) le fait que le groupe reste tributaire des fluctuations des marchés de matières premières ; et vi) le lancement du projet de production d'énergie verte devrait améliorer la structure de coûts de production de l'ensemble des filières du groupe.

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 2016, le groupe possède une part de marché de la production de caoutchouc naturel en Côte d'Ivoire de 36% et une part de marché de la production d'huile de palme en Côte d'Ivoire d'environ 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 assez bonne gouvernance du groupe agro-industriel, fort d'une vision et d'une stratégie claires**, renforcées 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, et malgré le caractère déprimé des cours entre 2014 et 2016, **une demande mondiale de caoutchouc naturelle et d'huile de palme soutenue**, étant donnés : 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 synchrétique, 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 adapté aux activités de ses filiales sur la période de 2013-2018 avec

Groupe SIFCA

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 2016, le Groupe a réalisé un résultat net consolidé de 9,6 milliards de FCFA contre 0,7 milliard l'année précédente, soit une hausse notoire de plus de 1200%, due en partie aux effets des investissements réalisés en 2014 et 2015 qui ont conduit à l'augmentation des capacités et à l'amélioration de la qualité produite. Un autre facteur du retour à la performance est la reprise des cours du caoutchouc et de l'huile de palme. Le groupe poursuit son plan d'investissement et de recherche constante de productivité et cherche des pistes nouvelles pour améliorer la rentabilité et pouvoir autofinancer au maximum ses plans d'investissement.

Points faibles

- **Un environnement opérationnel instable**, animé par des dissensions politiques récurrentes pesant sur la politique économique du pays. La menace terroriste dans la région est désormais à prendre en compte.
- **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 corrélés entre eux. Leur niveau pèse donc directement sur le chiffre d'affaires, les marges et les résultats de SIFCA. Les cours du caoutchouc naturel et de l'huile de palme ont connu une très forte baisse en 2014 et 2015 qui s'est poursuivie jusqu'au dernier trimestre de 2016 avant d'entamer un trend haussier confirmé en 2017.
- **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. Ce point ne pèse plus sur SIFCA comme en 2015 vu que Sania innove constamment désormais et a mis l'expérience et la satisfaction du consommateur au cœur de sa stratégie. Un exemple de ces innovations est le lancement des conditionnements par 20 litres en PET, moins chers à produire que les Jerricans HDPE traditionnels. Sania a aussi évolué vers un modèle de distribution active en 2016 livrant ainsi directement les produits aux consommateurs sur le marché local, et déployant un réseau de représentants commerciaux pour tirer les produits vers les points de vente. Cette évolution a permis d'augmenter le volume des ventes, et de protéger la part de marché qui avait diminué en 2015.
- **Quelques faiblesses opérationnelles** notamment i) au niveau du contrôle 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 faiblesse des marges dans la filière sucrière, érodées par l'ampleur des investissements nécessaires au renouvellement de l'outil industriel.

Groupe SIFCA

Perspective

La perspective attachée à la notation de SIFCA est **stable**. WARA justifie cette perspective par la reprise des cours de caoutchouc naturel et huile de palme ainsi que par la capacité démontrée de SIFCA et ses filiales de résister et de s'adapter dans des environnements difficiles. Les investissements récents du Groupe, quoique nécessaires, ne permettront jamais un détachement total et complet de la dépendance aux cours mondiaux des matières premières, un facteur exogène. Cette volatilité, consubstantielle à la nature de SIFCA aujourd'hui et sans doute aussi demain, pèse sur sa notation et la perspective qui lui est attachée. Toutefois, 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 structure financière sont les trois facteurs structurels 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 le Groupe reste tributaire pour ses achats et ses 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 ; iii) de la poursuite des plans d'investissement nécessaires pour moderniser et/ou augmenter les capacités de production actuelles des différentes filiales; iv) de la saturation de l'outil de production avec des intrants de bonne qualité; 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 rédhibitoires 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 égale à celle des scénarios défavorables à moyen terme, ce qui signifie en d'autres termes que la notation actuelle de SIFCA contient autant 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 les deux tiers 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 reste en moyenne anormalement pauvre. Bien que l'incidence de la pauvreté poursuive fermement son recul depuis une décennie, près de la moitié de la population ivoirienne continue de vivre en-dessous du seuil de pauvreté. L'espérance de vie, quant à elle, est de 52 ans en moyenne. La pauvreté demeure un phénomène majoritairement rural, qui se manifeste dans les inégalités d'accès aux services essentiels et les disparités hommes-femmes ; ce phénomène nourrit les clivages entre groupes de revenu mais aussi entre les populations urbaine et rurale. Le PIB nominal par habitant n'a franchi la barre symbolique des 1000 USD qu'en 2008 et se situe autour de 1500 USD en 2016. 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 la première économie de l'UEMOA. C'est un acteur majeur de la filière café-cacao. 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 2016 est robuste, avec un taux de croissance réelle de 7,9%. L'inflation reste modérée à 0,7% en 2016. Les perspectives macroéconomiques pour 2017 et à moyen-terme demeurent positives, compte tenu de l'anticipation d'un taux de croissance vigoureux (7,9 % en 2017) accompagnée d'une faible inflation. Cette croissance est toutefois conditionnée à une hausse des investissements privés. 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.

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 moins de 5% du PIB.

Le niveau d'équipement en infrastructures 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 économique 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 de la République a 75 ans et sa santé a été la source de quelques spéculations au cours des dernières années. 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 les mouvements de mutinerie qui troublent la stabilité de la république depuis le mois de Janvier. Le ministre de la défense Ivoirien a déclaré au mois de mai 2017 qu'un accord avait été trouvé avec les soldats mutinés et la situation semble être maîtrisée par le gouvernement et les forces de l'ordre.

Groupe SIFCA

Environnement sectoriel

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

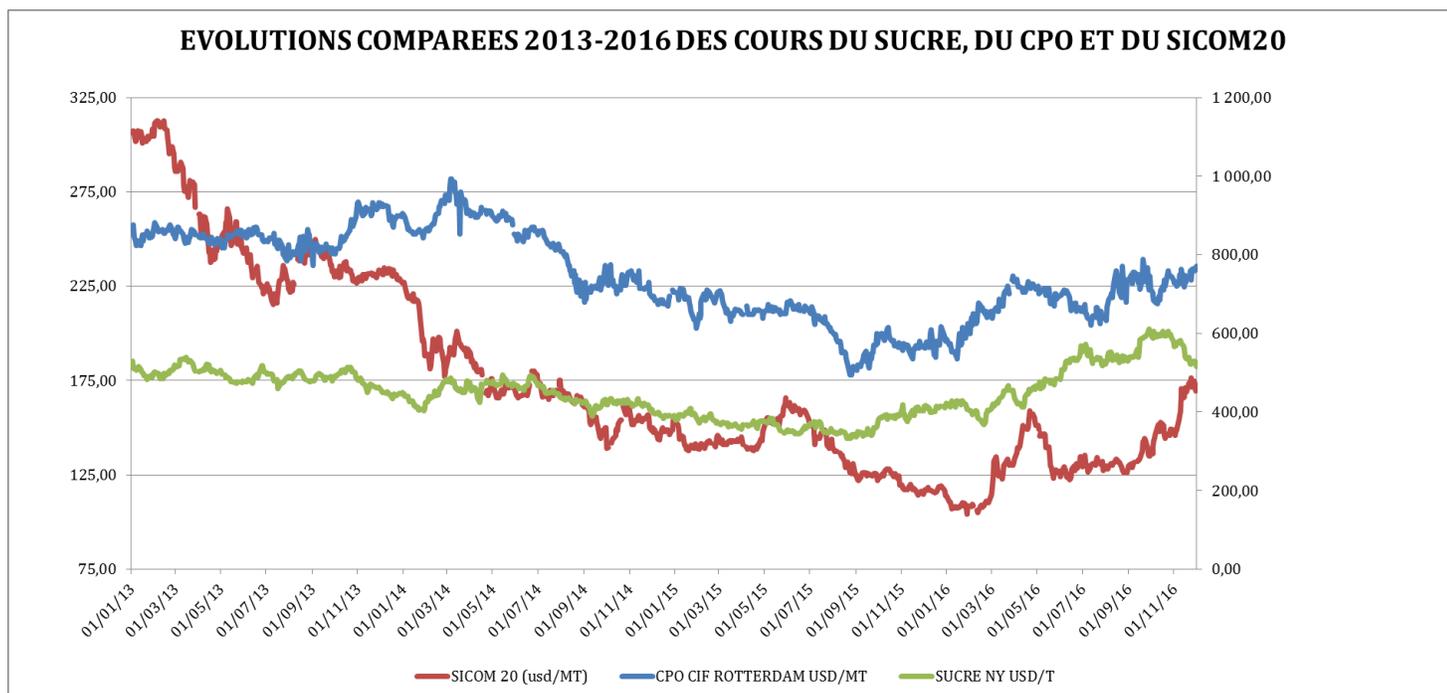
La Côte d'Ivoire occupe le septième rang mondial et le premier rang africain des planteurs d'hévéas et des producteurs de caoutchouc naturel. Le marché du caoutchouc naturel (et donc par voie de conséquence celui des plantations d'hévéas) est un marché mature. La soutenabilité de la demande mondiale 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 13 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 370 000 tonnes en 2016. 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. Au début de 2016, les cours sont descendus à leur plus bas niveau depuis 8 ans (1,08 USD/kg en janvier), suite à la baisse de la demande. Après une légère embellie en avril, les cours se sont stabilisés autour de 1,30 USD/kg, avant d'amorcer, comme d'autres matières premières destinées à l'industrie, une remontée sensible sur le dernier trimestre, atteignant 2,00 USD/kg à fin décembre. Sur cet exercice, le cours du caoutchouc en dollar a donc augmenté de plus de 80% entre le début et la fin de l'année, avec une moyenne annuelle de 1,38 USD/kg, sensiblement égale à la moyenne 2015 (1,37 USD/kg). Exprimé en euros, le cours moyen du caoutchouc ressort à 1,25 €/kg en 2016, soit une légère hausse de 2% par rapport à l'an dernier (1,23 €/kg en 2015). La remontée des cours du SICOM a entraîné en fin d'année le déclenchement de la taxe à l'exportation sur le caoutchouc. Si la hausse se poursuit, c'est un impact de plusieurs milliards de francs à attendre pour l'activité hévéa en Côte d'Ivoire.

En matière d'huile de palme, la hausse des cours a été observée en 2016. Le cours mondial moyen de l'huile de palme de l'exercice 2016 s'est établi 670 USD/T contre 627 USD/T en 2015 soit une hausse de 6,9%. Le dollar a connu une augmentation de quasi stabilisation sur l'année, passant d'une parité au 1/1/2016 de 489 FCFA à 582 FCFA au 31/12/2016. Il en résulte un prix de vente moyen de l'huile de palme brute (prix ALPH) de l'ordre de 393 031 FCFA/T contre 359 896 FCFA/T en 2015 soit une hausse de 9,2%. 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

Groupe SIFCA

végétales a suivi la tendance dominatrice 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 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. La hausse du cours mondial du sucre amorcée au dernier trimestre 2015 s'est confirmée toute l'année 2016.



Groupe SIFCA

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 et continue à jouir d'une bonne réputation sur son marché domestique malgré les plans sociaux engagés pour la maîtrise des coûts.

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 SAPH, qui montre en 2016 un résultat opérationnel négatif (en 2016, le pôle caoutchouc contribue à hauteur de 45% au chiffre d'affaires du Groupe contre 37% en 2015) avec la baisse vertigineuse des cours mondiaux du caoutchouc naturel et la période difficile traversée par la filière. 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 environ 16% de la production de SAPH exprimée en tonne, par le biais de SIPH. L'année 2016 a été marquée par une hausse de 1,3% du cours moyen du caoutchouc naturel (SICOM 20) par rapport à 2015 et une amélioration du remboursement des crédits de TVA faisant suite à la suppression de l'exemption de TVA par la loi de finance de 2013. La taxe spéciale variable sur le granulé (2,5 à 5%) a été enclenchée sur les deux derniers mois de l'exercice en raison de la hausse des cours et a eu un impact de 582 millions.

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 filière oléagineuse de SIFCA constitue une star dans les activités de SIFCA du fait de sa croissance et des parts de marché grandissantes sur toute la région. 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

Groupe SIFCA

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 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 12% du chiffre d'affaires du Groupe en 2016, a été inférieure à la demande ivoirienne et la société a dû importer pour répondre aux besoins du marché. Les cours mondiaux de sucre se sont appréciés de 33% en 2016 et se sont établis à \$499,23/Tonne, limitant ainsi les importations frauduleuses du produit et poussant la demande locale à la hausse, l'organisation internationale de sucre prévoit une consommation supérieure à la production en 2017 pour la deuxième année consécutive, confirmant ainsi la hausse des cours mondiaux. Le chiffre d'affaires de Sucrivoire a augmenté de 11% en 2016 et ce malgré l'incendie sur le site de « Zuénola » et l'insuffisance des pluies à des périodes cruciales de la croissance de la canne

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 plus de 75% du résultat du Groupe est réalisé en Côte d'Ivoire et que les secteurs du caoutchouc naturel et de l'huile de palme sont tous deux fortement 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 (caoutchouc naturel) n'a contribué positivement au résultat du Groupe cette année qu'en raison du retraitement comptable des charges d'intérêt mais avec un résultat opérationnel négatif. Le résultat de PALMCI lui est passé au positif cette année et a crû de plus de 900% pour s'établir à FCFA 4,1 milliards. WARA note que les deux activités de production de caoutchouc et d'huile de palme sont fortement corrélées (avec un coefficient de corrélation d'environ 90% en 2016) ce qui expose donc les résultats du Groupe à la baisse concomitante des cours de ces matières premières¹.

Le Groupe SIFCA s'intéresse davantage aux énergies renouvelables. En vue de valoriser la biomasse générée par les activités agro-industrielles et de répondre aux besoins en énergie dans un continent où le taux d'électrification est de moins de 40%, le Groupe SIFCA développe le projet BOKALA, qui vise à produire de l'électricité à partir de la valorisation des résidus issus des plantations de palmiers à huile. Pour le moment, ces développements sont neutres pour la notation de SIFCA. A plus long terme, en revanche, si cette activité venait à prendre une ampleur significative, cela signifierait que la dépendance du Groupe aux cours mondiaux des matières premières serait diluée par ces nouvelles activités décorrélées et que le groupe arriverait à optimiser ses coûts d'avantage vu que le poste de charges le plus important pour toutes les activités est l'énergie. Cela deviendrait sans doute un facteur de notation positif.

¹Voir à ce sujet la *Carte d'Identité de SIFCA* datée de Juin 2017, 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 la plus grande part du chiffre d'affaires du Groupe. Cette stratégie se décline en quatre axes principaux : i) l'optimisation de l'existant avec un abaissement des prix de revient et l'augmentation des capacités, 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 8.000 ha à 35.000 ha (échelonnés sur plusieurs années), représente un relais de croissance important pour le Groupe, grâce aux vastes espaces disponibles, aux conditions naturelles très favorables au palmier et à l'hévéa et à la proximité des bases ivoiriennes du Groupe (proximité de MOPP fait qu'aucun investissement industriel n'est requis). Quant au Nigéria, il représente le principal marché ouest africain d'huile de palme. Il semble opportun pour le Groupe, de par sa présence, d'aborder à moyen terme cette activité en produisant localement. L'objectif est de développer une activité palmier au voisinage des activités du Groupe dans l'hévéa. A cet effet, les négociations sont en cours pour l'acquisition de nouvelles terres propices au développement de l'hévéa et du palmier.

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 23,2% 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.

Groupe SIFCA

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 à SIFCA de mieux articuler ses options stratégiques, tout en soutenant plus efficacement ses filiales dans leurs projets d'investissements. SIFCA a aussi choisi 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. En 2015, les filiales SAPH, SUCRIVOIRE et SANIA ont achevé l'implémentation du programme SAP qui est désormais fonctionnel également chez PALMCI. Chez SIPH, le programme a démarré pour un module commercial et devrait s'achever en 2017. Le Groupe vise à terme un meilleur pilotage, une standardisation de ses processus et un meilleur contrôle de son activité.

Positionnement concurrentiel

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

Avec 36% 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 13 autres acteurs, essentiellement de taille moyenne ou petite. Le concurrent le plus proche est SOGB, lequel détient 16% de part de marché. L'Afrique représente 5% de la production mondiale de caoutchouc naturel, plus de 90% de cette production étant concentrée en Asie et fortement fragmentée entre de petits producteurs. La Côte d'Ivoire concentre à elle seule plus de la moitié de la production africaine (60%) avec environ 360.000 tonnes de caoutchouc naturel en 2016. Le Groupe SIFCA, dont les filiales caoutchouc opèrent en Côte d'Ivoire, au Ghana, au Nigéria et au Libéria, possède une part de marché mondiale de l'ordre de 1% ; c'est donc un acteur incontournable, leader tant en Côte d'Ivoire qu'à l'échelle sous-régionale. Ce qui est un point positif dans sa notation par WARA.

Avec plus 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-huilleries ». PALMCI œuvre efficacement à l'optimisation de ses coûts de revient en réduisant les charges non nécessaires et en optimisant son effectif qui était passé de 9 000 personnes en 2012 à 7 075 personnes en 2015 et a continué de diminuer en 2016 (-2,6%). Cependant, le développement de la concurrence et la découverte d'une fraude relative aux opérations d'achats de régimes auprès des planteurs n'ont pas permis d'apprécier les effets positifs de la politique de réduction des coûts sur les résultats de l'exercice. 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 permet 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

Groupe SIFCA

d'hévéas, ce qui minimise les distances, temps et coûts de transport (notamment de latex liquide, de meilleure qualité). La société produit plus de 120 000 tonnes de caoutchouc naturel par an. Suite au programme d'extension et de modernisation de l'unité industrielle de Rapides Grah initié en 2014, la production usinée de la SAPH a augmenté de 14% passant ainsi de 111.188 tonnes en 2014 à 126.871 tonnes en 2015 et puis à 154 200 en 2016. De son côté, SANIA, dont le plus gros des achats de matières premières ont été réalisés avec la totalité de la production de PALMCI en 2016, a traité la même année 353.953 tonnes d'huile de palme brute. Son activité industrielle de 2016 est en deçà des objectifs qu'elle s'était fixée, du fait d'une hausse des cours (+36% sur l'année) qui a induit une hausse du prix d'achat local AIPH de 50% ainsi que d'une pénurie de CPO lors du dernier trimestre 2016 poussant SANIA à importer.

Facteurs quantitatifs

Rentabilité

La rentabilité de SIFCA s'est nettement améliorée, en partie en raison de la légère relance des cours mondiaux du caoutchouc naturel et de l'huile de palme mais aussi des efforts d'optimisation des coûts sur toutes les activités du groupe.

Malgré la nette amélioration des marges par rapport à 2015, les niveaux de rentabilité actuels demeurent insuffisants et bien en dessous des niveaux de 2012. Le cours du caoutchouc a commencé l'année sur une tendance baissière et s'est établi à son plus bas niveau depuis 8 ans (1,08USD/Kg) pendant le premier trimestre 2016 avant de se stabiliser à 1,3USD/Kg pour ensuite décoller de façon rapide et consistante sur le reste de l'année et s'établir à 2USD/Kg sur le dernier trimestre soit une croissance de 80% entre le début et la fin de l'année. Les cours de CPO Rotterdam ont augmenté de 7% pendant l'année passant de 627USD/tonne en 2015 à 670USD/tonne en 2016 poussant ainsi à la hausse la rentabilité de l'activité oléagineuse. SIFCA affiche une marge de profit nette de 2% en 2016, en hausse de 0,2% en 2015 principalement due à l'effet combiné de la hausse des cours et de la réduction des coûts. Le chiffre d'affaires a augmenté de 6% en 2016 (+3,6% pour le pôle oléagineux, +9% dans le caoutchouc, +10% dans le sucre) et l'excédent brut d'exploitation de 25%. L'excédent brut d'exploitation s'est établi à 14% du CA en 2016 contre 12% une année auparavant grâce à la baisse de 4% des charges de personnel. PALMCI et SUCRIVOIRE demeurent en 2016 les sociétés les plus profitables du groupe avec une marge opérationnelle de 25 et 24% respectivement, suivis de SAPH à 16% et SANIA à 6%. Le résultat financier est un autre élément explicatif de l'amélioration de la marge nette, il baisse de FCFA 5 milliards en 2016 expliqués par une baisse des dividendes versées à SIFCA. En somme, nous commençons à voir les effets positifs de la politique de réduction des coûts ainsi que des investissements réalisés sur les marges et le niveau de profitabilité dégagé. La poursuite des programmes de réduction de coûts et d'augmentation de capacités devrait continuer à baisser les points morts des différents segments d'activité afin de rendre le business de SIFCA plus résilient à la baisse des coûts.

WARA estime que l'amélioration des processus opérationnels et de maîtrise des risques aura une incidence positive sur les marges, L'année 2016 s'est caractérisée pour l'activité sucrière par une baisse de production (86 400 tonnes contre 97 000 en 2015) due à l'incendie à l'usine de Zuenola. Les achats aux planteurs de PALMCI ont eux été affectés par la découverte d'une fraude qui a causé une chute de ces achats de 4%. Le renforcement des dispositifs de contrôle interne initié en 2016 suite à la découverte de la fraude devrait porter ses fruits dans le moyen terme dans la réduction de risques opérationnels pouvant impacter fortement la rentabilité de l'entreprise.

Groupe SIFCA

WARA note par ailleurs que les cours du caoutchouc naturel et de l'huile de palme demeurent fortement corrélés, La corrélation des cours des deux matières premières calculée par l'équipe WARA en 2016 ressort à 90%, ne permettant pas ainsi des bénéfices de diversification malgré le fait que les facteurs de demande pour les deux activités restent différents. 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 travaille sur l'amélioration opérationnelle des processus de production de Sucrivoire (travaux d'extension de capacité agricole et industrielle ont été réalisés en 2016. Plus de 1000 ha de parcelles ont été défrichés sur les deux sites et un nouvel évaporateur a été installé à Borotou) afin d'être dans une logique proactive et anticiper le retrait des protections étatiques.

SIFCA continue à travailler sur l'optimisation du contrôle de sa structure de coûts, ce qui lui a permis de réduire les effets négatifs de la 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, très difficile à 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. A titre d'exemple, SAPH a encore réduit son point mort de 1,317USD/Kg en 2015 à 1,117USD/Kg en 2016 (€1,25/Kg à €1,06/Kg) rendant ainsi l'activité plus efficiente et apte à générer un profit même en creux du cycle. D'autres efforts au niveau de la masse salariale et de la gestion des achats ont été poursuivis avec succès en 2016.

Liquidité

La liquidité de SIFCA s'est légèrement détériorée mais reste à un niveau satisfaisant. On constate une dégradation de la position de trésorerie tant au niveau des comptes consolidés que ceux de la holding.

Les actifs liquides ont baissé de 10% au niveau des comptes consolidés en 2016 en raison d'un remboursement de dette intervenu au cours de la période et le financement des investissements sur l'ensemble des activités. Les actifs liquides ont baissé de 10% au niveau des comptes consolidés en 2016 alors que les passifs exigibles n'ont baissé que de 3%. Cependant, le ratio de liquidité générale s'est légèrement décri sur la période et s'est établi à 256. La position de trésorerie nette sur les comptes consolidés s'est détériorée de 41% entre 2015 et 2016 en passant de FCFA -21 073 à -29 904 millions, une détérioration expliquée par la baisse des ressources durables due au remboursement de l'échéance 2016 qui a induit une baisse du fonds de roulement non compensée par la baisse du besoin en fonds de roulement. La position de la trésorerie nette a aussi connu une baisse sur les comptes de SIFCA SA en passant de FCFA 11 à 3 milliards. Les immobilisations corporelles, principalement des plantations et des actifs biologiques, constituent 83% des actifs non liquides du groupe.

La génération des cash-flows a connu une amélioration en 2016 malgré le poids des cash-flows financiers pendant la période. Les free cash-flows opérationnels ont connu une nette amélioration, en passant de FCFA -28 345 millions à 8 279 millions, expliquée d'une part par la hausse de l'EBITDA de 27% et d'autre part par la baisse de 3% des investissements nets. Les cash-flows financiers ont pesé sur les comptes consolidés en 2016 en raison du remboursement de FCFA 30 milliards et ce malgré la baisse des dividendes versés aux actionnaires de 43% (de FCFA 7,6 à 4,3 milliards) et des nouveaux prêts contractés de 74% (FCFA 26 à 6,7 milliards). Ces éléments ont résulté dans une amélioration du cash dégagé de FCFA 3,7 milliards.

Groupe SIFCA

L'année 2016 s'est caractérisée par l'amélioration dans le processus de remboursement du crédit TVA par le trésor, il ne reste plus à récupérer que l'exercice 2016 et le dernier trimestre de l'exercice 2015

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^{er} janvier 2013. Suite à la suppression, ces filiales de SIFCA avaient donc entamé une procédure de remboursement du crédit de TVA, qui est toujours en cours et dont le montant total était d'environ FCFA 10 milliards. Ces montants à recevoir constituaient un poids assez important sur la trésorerie des entités concernées mais SIFCA a entrepris avec succès les démarches afin de résoudre le problème.

SIFCA engage progressivement un plan d'investissement destiné à accélérer le développement du Groupe.

Les investissements réalisés ont diminué globalement en 2016 de 30% et se sont établis à FCFA 39 milliards, cette diminution a concerné tous les segments sauf l'activité sucrière qui a concentré 31% du total des investissements du groupe suivie de SAPH avec 20%. La nécessité capitalistique récurrente des activités du Groupe SIFCA réside dans un besoin constant d'entretenir et moderniser ses outils de production afin d'augmenter les capacités, améliorer la qualité et réduire les coûts. En plus des investissements liés à l'implémentation de SAP sur tout le périmètre du groupe, le groupe a continué d'augmenter ses surfaces plantées pour les trois filières et d'améliorer son outil industriel en 2016 sur tous les marchés dans lesquels il opère.

Flexibilité financière

La flexibilité financière est bonne et s'améliore d'année en année. 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 une croissance des cash-flows opérationnels de 12%, SIFCA n'arrive toujours pas à dégager une trésorerie positive à cause du poids des investissements et du remboursement de l'emprunt contracté en 2013. 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 aux 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 dans son ambitieux plan d'investissement. La trésorerie dégagée par SIFCA s'est améliorée de 30% en 2016 malgré des charges financières (les flux de trésorerie liés aux activités de financement) en hausse de 200% (FCFA 38 milliards en 2016 vs. 14 milliards en 2015)

Le taux d'endettement (Gearing) de SIFCA s'est nettement amélioré, il s'établit à 34% des fonds propres du Groupe en 2016 contre 43% en 2015 malgré le remboursement de l'emprunt obligataire intervenu au cours de la période. WARA note la capacité financière de SIFCA à servir sa dette, le ratio de couverture des intérêts en 2016, s'établit à 4,9 contre 5,0 une année auparavant, rendant compte de la stabilité de cette mesure. Le montant global de la dette du groupe ne représente plus que 1,71 de l'EBITDA alors qu'il était de 2,7 en 2015. Notons que 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

Groupe SIFCA

et c'est exactement ce qui a été fait pour bénéficier d'un pouvoir de négociation plus accru vis-à-vis des banques. La mutualisation de la trésorerie est formalisée dans une convention entre les principales filiales du Groupe. L'indicateur dette en années de cash-flows opérationnels vient lui aussi rassurer quant à la situation financière du groupe, cet indicateur passant de 2,3 années en 2015 à 1,7 années en 2016.

Groupe SIFCA

Carte des Scores

FACTEURS DE NOTATION INTRINSEQUE DES CORPORATES				Pondération	Score	Score pondéré
FACTEURS ENVIRONNEMENTAUX				25%	3.91	0.93
FNI.C1	Environnement macroéconomique	EM	10%	4.46	0.40	
	<i>Maturité</i>		3%	5.00	0.15	
	<i>Volatilité</i>		2%	4.60	0.09	
	<i>Diversité</i>		2%	3.00	0.06	
	<i>Soutenabilité</i>		3%	3.30	0.10	
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%	2.70	0.22	
	<i>Pression concurrentielle</i>		4%	3.40	0.14	
	<i>Degré de maturité</i>		4%	2.00	0.08	
FACTEURS QUALITATIFS				40%	2.59	1.04
FNI.C4	Produits - Distribution - Marque	PM	15%	2.19	0.33	
	<i>Diversité des produits - Gamme</i>		5%	3.68	0.18	
	<i>Distribution et parts de marché</i>		5%	1.90	0.10	
	<i>Reconnaissance de la marque</i>		5%	1.00	0.05	
FNI.C5	Gouvernance et management	GM	15%	2.92	0.44	
	<i>Gouvernance idiosyncrasique</i>		5%	2.70	0.14	
	<i>Qualité de la gestion stratégique</i>		5%	2.56	0.13	
	<i>Qualité de l'exécution opérationnelle</i>		5%	3.50	0.18	
FNI.C6	Positionnement concurrentiel	PC	10%	2.70	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%	2.40	0.10	
FACTEURS FINANCIERS				35%	2.42	0.85
FNI.C7	Rentabilité	RE	10%	2.70	0.27	
	<i>Marge de profit</i>		4%	3.82	0.15	
	<i>Rotation des actifs</i>		3%	2.90	0.09	
	<i>Levier 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%	2.52	0.38	
	<i>Couverture des intérêts par les cashflows</i>		8%	2.10	0.17	
	<i>Dette en années de cashflows</i>		7%	3.00	0.21	
SCORE PONDÉRÉ TOTAL					2.82	
AJUSTEMENT					0%	
SCORE PONDÉRÉ TOTAL AJUSTÉ					2.82	
NOTATION INTRINSÈQUE					BBB+	

Groupe SIFCA

SPTA		NI.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.

BILAN (en millions de FCFA)	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016
Immobilisations incorporelles	51,175	55,467	54,727	53,346	49,418
Immobilisations corporelles	243,472	281,609	317,371	340,999	332,376
Immobilisations financières	11,028	21,694	20,408	15,188	14,319
Stocks	114,991	108,568	105,864	103,851	99,799
Créances et emplois assimilés	68,282	75,021	76,706	66,788	59,736
Trésorerie – Actif	40,773	52,251	39,973	44,004	34,163
Charges constatées d'avance	870	2,615	1,148	885	0
Ecart de conversion et autres	734	0	8	0	0
TOTAL ACTIF	531,325	597,225	616,205	625,061	589,812
Part du groupe dans les capitaux propres et le résultat	192,922	191,823	195,721	187,940	188,174
Part des minoritaires dans les capitaux propres et le résultat	154,517	154,291	152,139	151,486	151,503
Crédits à moyen et long terme	68,258	116,277	137,450	146,336	116,343
Autres dettes financières et ressources assimilées	9,312	8,950	10,454	12,314	11,292
Avances et acomptes reçus sur commandes	4,197	2,915	841	2,137	0
Dettes fournisseurs et comptes rattachés	29,117	32,875	39,820	29,851	33,911
Dettes fiscales	27,053	19,938	12,055	9,515	12,931
Autres dettes d'exploitation	15,407	31,401	21,307	23,374	15,464
Trésorerie – Passif	29,648	38,135	45,069	61,437	60,194
Produits constatés d'avance, éliminations et écart de conversion	895	621	1,349	671	0
TOTAL PASSIF	531,325	597,225	616,205	625,061	589,812

INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES (en millions de FCFA)	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016
Capacité d'autofinancement (CAF)	89,367	64,327	52,872	40,642	57,983
Variation de BFR	27,144	-11,039	12,087	9,302	-8,533
Investissements (I)	55,917	76,180	35,016	59,685	58,237
Free Cash-Flow (FCF) (1)	6,306	-814	5,770	-28,345	8,279
Dettes financières nettes (2)	57,133	102,161	142,546	163,769	142,374

Groupe SIFCA

COMPTE DE RESULTAT (en millions de FCFA)	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016
Chiffre d'affaires (CA)	536,326	510,965	448,952	428,832	455,436
Production stockée (ou déstockage)	13,741	-1,988	-2,171	887	0
Production immobilisée		27,159	30,794	30,598	20,750
Autres produits	0	1,830	1,191	2,898	0
PRODUITS D'EXPLOITATION	550,067	537,966	478,766	463,215	476,185
Achats de marchandises	21	-239	-161	2,237	-3,014
Achats de matières premières et autres approvisionnements	-280,516	-283,136	-247,258	-246,345	-253,042
Services extérieurs	-87,620	-92,139	-80,916	-76,336	-70,691
Autres charges de gestion courante	14,382	-3,923	-3,353	-8,291	-4,010
Opérations d'exploitation intra-groupe	0	0	0	0	0
VALEUR AJOUTEE	196,334	158,529	147,078	134,480	145,428
% CA	36.6%	31.0%	32.8%	31.4%	31.9%
Impôts et taxes	-14,867	-14,148	-8,338	-9,252	-9,283
Charges de personnel	-57,129	-63,720	-68,583	-71,150	-68,247
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBE)	124,337	80,661	70,157	54,078	67,898
% CA	23.2%	15.8%	15.6%	12.6%	14.9%
Dotations aux amortissements et aux provisions	-38,597	-40,963	-48,662	-51,374	-43,114
Reprises de provisions	6,785	2,500	3,453	13,001	0
Transferts de charges	4,994	2,795	2,240	2,314	0
RESULTAT D'EXPLOITATION	97,519	44,993	27,188	18,019	24,784
% CA	18.2%	8.8%	6.1%	4.2%	5.4%
Opérations faites en commun	0	0	-61	-525	0
Résultat financier	-9,862	-3,471	-15,910	-11,854	-6,980
Résultat hors activités ordinaires (H.A.O)	-445	-405	-275	-55	200
Impôt sur le résultat	-26,496	-15,193	-2,297	-2,457	-6,105
Q-P de résultat des mises en équivalence	217	192	247	206	197
Dotations/reprises sur amortissements sur écarts d'acquisitions	-2,046	-2,267	-2,912	-2,619	-2,478
RESULTAT NET CONSOLIDE	58,887	23,849	5,980	717	9,617
% CA	11.0%	4.7%	1.3%	0.2%	2.1%
Part des minoritaires	35,682	18,905	6,712	2,932	5,315
PART DU GROUPE DANS LE RESULTAT	23,205	4,944	-732	-2,216	4,303

Groupe SIFCA

TAUX DE CROISSANCE - BILAN (en %)	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016
Immobilisations incorporelles	1.6	8.4	-1.3	-2.5	-7.4
Immobilisations corporelles	15.4	15.7	12.7	7.4	-2.5
Immobilisations financières	-2.2	96.7	-5.9	-25.6	-5.7
Stocks	7.7	-5.6	-2.5	-1.9	-3.9
Créances et emplois assimilés	15.1	9.9	2.2	-12.9	-10.6
Trésorerie - Actif	-37.9	28.2	-23.5	10.1	-22.4
Charges constatées d'avance	-28.3	200.5	201.5	202.5	203.5
Ecart de conversion et autres	2,266.1	-100.0	0.0	-100.0	0.0
TOTAL ACTIF	5.1	12.4	3.2	1.4	-5.6
Part du groupe dans les capitaux propres et le résultat	12.9	-0.6	2.0	-4.0	0.1
Part des minoritaires dans les capitaux propres et le résultat	1.8	-0.1	-1.4	-0.4	0.0
Crédits à moyen et long terme	-4.5	70.3	18.2	6.5	-20.5
Autres dettes financières et ressources assimilées	-8.9	-3.9	16.8	17.8	-8.3
Avances et acomptes reçus sur commandes	30.7	-30.6	-71.1	154.1	-100.0
Dettes fournisseurs et comptes rattachés	-11.3	12.9	21.1	-25.0	13.6
Dettes fiscales	-8.7	-26.3	-39.5	-21.1	35.9
Autres dettes d'exploitation	-23.1	103.8	-32.1	9.7	-33.8
Trésorerie - Passif	104.3	28.6	18.2	36.3	-2.0
Produits constatés d'avance, éliminations et écart de conversion	-12.6	-30.7	-29.7	-28.7	-27.7
TOTAL PASSIF	5.1	12.4	3.2	1.4	-5.6

TAUX DE CROISSANCE - COMPTE DE RESULTAT (en %)	2012	2013	2014	2015	2016
Chiffre d'affaires (CA)	3.8	-4.7	-12.1	-4.5	6.2
Production stockée (ou déstockage)	-586.4	-114.5	9.2	-140.9	-100.0
Autres produits	--	--	--	--	--
PRODUITS D'EXPLOITATION	4.4	-2.2	-11.0	-3.2	2.8
Achats de marchandises	-89.4	-1,238.1	-32.6	-1,489.4	-234.7
Achats de matières premières et autres approvisionnements	21.9	0.9	-12.7	-0.4	2.7
Services extérieurs	15.7	5.2	-12.2	-5.7	-7.4
Autres charges de gestion courante	-573.2	-127.3	-14.5	147.3	-51.6
Opérations d'exploitation intra-groupe	--	--	--	--	--
VALEUR AJOUTEE	-10.0	-19.3	-7.2	-8.6	8.1
Impôts et taxes	171.6	-4.8	-41.1	11.0	0.3
Charges de personnel	7.6	11.5	7.6	3.7	-4.1
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBE)	-22.1	-35.1	-13.0	-22.9	25.6
Dotations aux amortissements et aux provisions	20.6	6.1	18.8	5.6	-16.1
Reprises de provisions	390.6	-63.2	38.1	276.5	-100.0
Transferts de charges	-52.1	-44.0	-19.9	3.3	-100.0
RESULTAT D'EXPLOITATION	-30.0	-53.9	-39.6	-33.7	37.5
Opérations faites en commun	--	--	--	--	--
Résultat financier	108.1	-64.8	358.4	-25.5	-41.1
Résultat hors activités ordinaires (H.A.O)	1,680.4	-9.0	-32.1	-80.2	-466.8
Impôt sur le résultat	-17.2	-42.7	-84.9	6.9	148.5
Q-P de résultat des mises en équivalence	-24.7	-11.5	28.6	-16.6	-4.6
Dotations/reprises sur amortissements sur écarts d'acquisitions	6.9	10.8	28.5	-10.1	-5.4
RESULTAT NET CONSOLIDE	-41.7	-59.5	-74.9	-88.0	1,242.3
Part des minoritaires	-41.4	-47.0	-64.5	-56.3	81.3
PART DU GROUPE DANS LE RESULTAT	-42.1	-78.7	-114.8	202.7	-294.2

Groupe SIFCA

RATIOS	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016
Rentabilité					
Marge de profit (RN/CA) en %	11.0	4.7	1.3	0.2	2.1
Rotation des actifs (CA/TA) en %	100.9	85.6	72.9	68.6	77.2
Levier financier (TA/FP) en %	152.9	172.6	177.1	184.2	173.6
Retour sur fonds propres (RN/FP) en %	16.9	6.9	1.7	0.2	2.8
ROA (RN/TA) en %	11.1	4.0	1.0	0.1	1.6
Charges d'exploitation/Produits d'exploitation en %	82.3	91.6	94.3	96.1	94.8
Liquidité					
Ratio de liquidité générale (AC/PC) en %	241.9	210.7	246.6	263.0	256.1
Ratio de liquidité de l'actif (AC/TA) en %	34.5	30.7	29.6	27.3	27.0
Couverture des stocks (en jours d'achats)	147.6	137.9	154.0	153.2	140.3
Rotation des stocks (en nombre de fois / an)	2.4	2.6	2.3	2.4	2.6
Délais clients (en jours de CA) (3)	38.8	44.8	52.1	47.5	40.0
Délais fournisseurs (en jours de CA) (3)	16.6	19.6	27.1	21.2	22.7
Flexibilité financière					
Gearing (Dette financière/FP) en %	19.6	33.6	39.5	43.1	34.3
Couverture des charges d'intérêt (EBE/intérêts financiers)	23.1	13.0	7.8	5.0	4.9
Dette financière/EBE en %	54.9	144.2	195.9	270.6	171.3

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	
	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016	2015	2016
RESULTAT D'EXPLOITATION	640	936	3,460	6,613	5,798	11,770	8,232	6,203	-193	-738	18,021	24,784
% du total	3.6%	3.8%	19.2%	26.7%	32.2%	47.5%	45.7%	25.0%	-1.1%	-3.0%	99.5%	100.0%
RESULTAT NET (RN)	-2,065	2,321	9	-209	-2,169	4,209	5,040	4,269	-98	-972	717	9,617
% du total	-288.0%	24.1%	1.3%	-2.2%	-302.5%	43.8%	702.9%	44.4%	-13.7%	-10.1%	100.0%	100.0%
Immobilisation corporelles	4,679	1,827	126,077	148,586	147,109	136,409	62,907	44,441	227	1,113	340,999	332,376
Stocks de matières premières	0	0	16,930	25,126	33,797	33,622	9,629	11,690	0	0	60,356	70,438
Stocks de produits intermédiaires et finis	0	0	10,036	9,720	8,791	2,987	12,758	14,620	0	203	31,585	29,360
Clients et comptes rattachés	516	3,375	11,029	15,036	17,023	9,580	1,779	444	0	118	30,347	29,613
Trésorerie - Actif (disponibilités)	11,479	3,140	20,884	16,312	8,021	9,969	3,615	4,416	5	325	44,004	34,163
Emprunts et dettes financières	35,966	29,973	55,430	29,681	39,874	45,588	15,066	6,701	0	4,700	146,336	116,643
Trésorerie - Passif	3	0	17,736	16,553	42,839	33,845	858	6,549	0	3,247	61,436	60,194
DETTE NETTE	24,490	26,833	52,282	29,921	74,692	69,465	12,309	8,833	-5	7,622	163,768	142,674

Les autres publications de WARA

- Carte d'identité : SIFCA – Décembre 2016
- Analyse : SITAB SA – Octobre 2016
- Carte d'identité : SITAB SA – Octobre 2016
- Analyse : Filtisac SA – Août 2016
- Carte d'identité : Filtisac SA – Août 2016
- Analyse : ONATEL – Juillet 2016
- Carte d'identité : ONATEL – Juillet 2016
- Analyse : Coris Bank – Juillet 2016
- Carte d'identité : Coris Bank – Juillet 2016
- Analyse : CFAO Motors CI – Juin 2016
- Carte d'identité : CFAO Motors CI – Juin 2016
- Analyse : SAPH – Juin 2016
- Carte d'identité : SAPH – Juin 2016
- Analyse: Servair Abidjan – Mai 2016
- Carte d'identité: Servair Abidjan – Mai 2016
- Analyse : Microcred Sénégal – Mars 2016
- Carte d'identité : Microcred Sénégal – Mars 2016
- Analyse : Port Autonome de Dakar – Février 2016
- Carte d'identité : Port Autonome de Dakar – Février 2016
- Analyse : Total Sénégal – Novembre 2015
- Carte d'identité : Total Sénégal- Novembre 2015
- Analyse : Filtisac SA – Octobre 2015
- Carte d'identité : Filtisac SA – Octobre 2015
- Analyse : ONATEL – Août 2015
- Carte d'identité : ONATEL – Août 2015

Groupe SIFCA

- Analyse : SIFCA – Juillet 2015
- Carte d'identité : SIFCA – Juillet 2015
- Analyse : CFAO Motors CI – Juillet 2015
- 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

Groupe SIFCA

- Analyse : Groupe SIFCA – Mai 2013
- 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

Groupe SIFCA

© 2017 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 :**Mohamed SABIBI, Analyste Principal****Oumar NDIAYE, Analyste Support**