



WARA

CORPORATES

[www.wara-ratings.com](http://www.wara-ratings.com)

# Société Africaine de Plantations d'Hévéa (SAPH)

BBB/Stable/w-4

**ANALYSE**

Juin 2019

**Hamza HAJI**

[hamza.haji@rating-africa.org](mailto:hamza.haji@rating-africa.org)

+221 33 824 60 14 | + 221 77 392 78 27

**Landry TIENDREBEOGO**

[landry.tiendrebeogo@rating-africa.org](mailto:landry.tiendrebeogo@rating-africa.org)

+221 33 824 60 14 | +226 70 66 06 12

## TABLE DES MATIÈRES

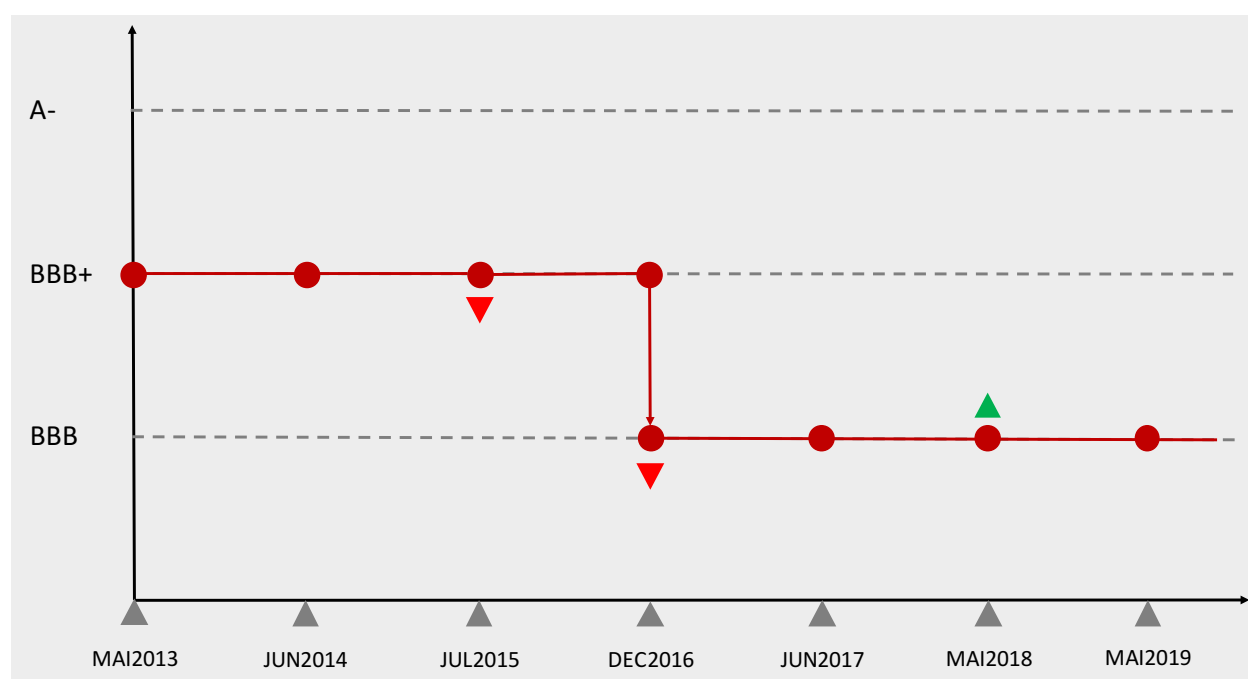
---

<b>NOTATION</b> .....	3
<b>ÉVOLUTION DE LA NOTE DE LONG TERME</b> .....	3
<b>RÉSUMÉ</b> .....	3
<b>Points forts</b> .....	4
<b>Points faibles</b> .....	4
<b>CARTE DES SCORES</b> .....	5
<b>PERSPECTIVE</b> .....	7
<b>ANALYSE DES FACTEURS DE NOTATION INTRINSEQUE</b> .....	8
<b>Facteurs environnementaux</b> .....	8
<b>Environnement macroéconomique</b> .....	8
<b>Environnement opérationnel</b> .....	9
<b>Environnement sectoriel</b> .....	11
<b>Facteurs qualitatifs</b> .....	15
<b>Produits – Distribution – Marque</b> .....	15
<b>Gouvernance et management</b> .....	16
<b>Positionnement concurrentiel</b> .....	17
<b>Facteurs financiers</b> .....	20
<b>Rentabilité</b> .....	20
<b>Liquidité</b> .....	21
<b>Flexibilité financière</b> .....	22
<b>DONNEES FINANCIERES ET RATIOS</b> .....	23

## NOTATION

Echelle	Régionale	Internationale
Méthodologie	Corporate	Corporate
Notation de long terme	<b>BBB</b>	<b>iB</b>
Perspective	Stable	Stable
Notation de court terme	w-4	iw-6
Surveillance	Non	Non

## ÉVOLUTION DE LA NOTE DE LONG TERME



## RÉSUMÉ

- WARA note SAPH depuis mars 2013. Cette notation a été affirmée en mai 2019 à BBB /Stable/w-4 sur l'échelle régionale de WARA.

SAPH est un des membres du groupe industriel ivoirien SIFCA. Cette notation se situe trois crans en-dessous du plafond souverain ivoirien, lequel s'établit –selon WARA– à 'A'. La notation de court terme de SAPH est 'w-4'. La perspective attachée à cette notation est ramenée à **Stable**. A titre de référence, les notations en devises internationales que WARA assigne à SAPH sont : iB+/Stable/iw-6.

La notation intrinsèque de SAPH, indépendamment de tout facteur de support externe, est de '**BBB**' selon WARA, ce qui équivaut à un score pondéré total de **3,13/6,00** (en diminution de 0,09 point par rapport à mai 2018), incluant un ajustement conservateur supplémentaire à la carte des scores de +11%, pour refléter l'importance de la composante mono-produit de l'activité de SAPH.

La notation de contrepartie à long terme en devise locale de SAPH (**BBB**) ne bénéficie d'aucun cran de support externe. Cependant, cette notation intègre les relations fortes de SAPH avec son actionnaire stratégique Michelin et avec les sociétés holding SIPH et SIFCA.

La notation intrinsèque de SAPH (**BBB**) s'appuie essentiellement sur les facteurs suivants :

### Points forts

- **La position de leader de SAPH**, forte d'une part de marché de la production de caoutchouc naturel en Côte d'Ivoire d'environ 25% sur son marché domestique.
- **Une bonne gouvernance de la filiale caoutchouc du groupe SIFCA**, renforcée par un soutien permanent de ses actionnaires, lui permettant d'avoir une vision stratégique claire et une très bonne qualité d'exécution à travers l'expertise de son équipe dirigeante.
- **Sur le long terme, une demande mondiale de caoutchouc naturel soutenue** (dont 70% de la production sont utilisés pour la fabrication de pneus), étant donnée l'absence d'un produit de substitution apportant des propriétés équivalentes.
- **La forte capacité d'adaptation de SAPH** aux effets adverses des facteurs exogènes de son environnement opérationnel (pression concurrentielle, volatilité des cours du caoutchouc sur le marché international) par un programme d'extension et de saturation de ses capacités de production couplé à une politique de réduction des coûts.

### Points faibles

- **Un environnement opérationnel instable**, animé par des dissensions politiques récurrentes et des tensions d'ordre social pesant sur la politique économique du pays.
- **SAPH présente un profil mono-produit, qui porte en lui un risque de concentration de ses activités agro-industrielles** : c'est la raison pour laquelle WARA intègre un facteur d'ajustement conservateur de +11% au score total.
- **Une forte dépendance du chiffre d'affaires aux cours du SICOM** (Singapore Commodity Exchange), qui détermine en définitive le prix de marché du caoutchouc naturel.

## CARTE DES SCORES

FACTEURS DE NOTATION DES CORPORATES				Pondération	Score	Score pondéré
<b>FACTEURS ENVIRONNEMENTAUX</b>				<b>25%</b>	<b>3,42</b>	<b>0,86</b>
<b>FNI.C1</b>	<b>Environnement macroéconomique</b>	<b>EM</b>	<b>10%</b>	<b>3,75</b>	<b>0,38</b>	
	<i>Maturité</i>		3%	4,00	0,12	
	<i>Volatilité</i>		2%	4,80	0,10	
	<i>Diversité</i>		2%	3,00	0,06	
	<i>Soutenabilité</i>		3%	3,30	0,10	
<b>FNI.C2</b>	<b>Environnement opérationnel</b>	<b>EO</b>	<b>7%</b>	<b>4,00</b>	<b>0,28</b>	
	<i>Gouvernance systémique</i>		3%	4,00	0,12	
	<i>Infrastructure</i>		2%	4,00	0,08	
	<i>Information</i>		2%	4,00	0,08	
<b>FNI.C3</b>	<b>Environnement sectoriel</b>	<b>ES</b>	<b>8%</b>	<b>2,50</b>	<b>0,20</b>	
	<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>2,54</b>	<b>1,01</b>
<b>FNI.C4</b>	<b>Produits - Distribution - Marque</b>	<b>PM</b>	<b>15%</b>	<b>2,89</b>	<b>0,43</b>	
	<i>Diversité des produits - Gamme</i>		5%	5,68	0,28	
	<i>Distribution et parts de marché</i>		5%	2,00	0,10	
	<i>Reconnaissance de la marque</i>		5%	1,00	0,05	
<b>FNI.C5</b>	<b>Gouvernance et management</b>	<b>GM</b>	<b>15%</b>	<b>2,33</b>	<b>0,35</b>	
	<i>Gouvernance idiosyncrasique</i>		5%	2,00	0,10	
	<i>Qualité de la gestion stratégique</i>		5%	2,00	0,10	
	<i>Qualité de l'exécution opérationnelle</i>		5%	3,00	0,15	
<b>FNI.C6</b>	<b>Positionnement concurrentiel</b>	<b>PC</b>	<b>10%</b>	<b>2,30</b>	<b>0,23</b>	
	<i>Compétitivité prix</i>		3%	3,00	0,09	
	<i>Compétitivité hors-prix</i>		3%	2,00	0,06	
	<i>Développement - Technologie - Innovation</i>		4%	2,00	0,08	
<b>FACTEURS FINANCIERS</b>				<b>35%</b>	<b>2,71</b>	<b>0,95</b>
<b>FNI.C7</b>	<b>Rentabilité</b>	<b>RE</b>	<b>10%</b>	<b>2,70</b>	<b>0,27</b>	
	<i>Marge de profit</i>		4%	3,00	0,12	
	<i>Rotation des actifs</i>		3%	3,00	0,09	
	<i>Lever financier</i>		3%	2,00	0,06	
<b>FNI.C8</b>	<b>Liquidité</b>	<b>LQ</b>	<b>10%</b>	<b>3,00</b>	<b>0,30</b>	
	<i>Liquidité des actifs</i>		5%	3,00	0,15	
	<i>Refinancement et gestion de la liquidité</i>		5%	3,00	0,15	
<b>FNI.C9</b>	<b>Flexibilité financière</b>	<b>FF</b>	<b>15%</b>	<b>2,53</b>	<b>0,38</b>	
	<i>Couverture des intérêts par les cashflows</i>		8%	3,00	0,24	
	<i>Dette en années de cashflows</i>		7%	2,00	0,14	
<b>SCORE PONDÉRÉ TOTAL</b>						<b>2,82</b>
<b>AJUSTEMENT</b>						<b>11%</b>
<b>SCORE PONDÉRÉ TOTAL AJUSTÉ</b>						<b>3,13</b>
<b>NOTATION INTRINSÈQUE</b>						<b>BBB</b>

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+
<b>3,00</b>	<b>3,24</b>	<b>BBB</b>
<b>3,25</b>	<b>3,49</b>	<b>BBB-</b>
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

W A R A

## PERSPECTIVE

La perspective attachée à la notation de SAPH est ramenée à **stable**. WARA justifie cette perspective stable par le fait que les cours bas observés sur 2018 ne remonteront pas de manière significative avant 2020 (nonobstant quelques soubresauts). Cependant, il sera difficile à la concurrence de mettre à mal la position de leader de la filiale caoutchouc de SIFCA sur son marché domestique. Par conséquent, la position dominante de SAPH sur son marché, sa maîtrise de la chaîne de valeur dans le secteur du caoutchouc naturel sont des facteurs déterminants pour la notation de SAPH. Ce sont ces mêmes facteurs qui conditionneront la capacité de SAPH à s'adapter à l'éventuelle volatilité des cours du SICOM, dont elle reste en définitive tributaire pour ses achats et ses ventes.

**Une amélioration de la notation de SAPH est tributaire :** i) d'une hausse significative et durable des cours du SICOM qui impacteraient positivement la rentabilité de SAPH ; ii) de la poursuite des investissements et des efforts d'optimisation des coûts afin d'abaisser davantage le point mort ; iii) de la poursuite de l'amélioration soutenue des processus industriels et de gestion, en particulier pour un meilleur monitoring de la qualité de ses achats ; et iv) d'innovations techniques dérivées de la recherche agronomique (notamment l'évolution des clones d'arbres) permettant d'augmenter durablement la productivité marginale des hévéas et leur résistance (notamment aux maladies et champignons).

**Une détérioration de la notation de SAPH serait la conséquence :** i) d'une nouvelle crise politique impactant la Côte d'Ivoire ; ii) de la perte de parts de marché de SAPH sur son marché domestique ; iii) de la baisse significative et durable des cours du SICOM ; ou iv) de l'apparition de nouvelles maladies ou champignons impactant la productivité des hévéas en Côte d'Ivoire, ou bien d'une catastrophe naturelle de grande envergure entraînant la destruction des plantations en Côte d'Ivoire (ces risques ne sont en effet pas assurés faute de contrepartie spécialisée).

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 SAPH contient autant de possibilités de rehaussement que de risques d'abaissement.

## ANALYSE DES FACTEURS DE NOTATION INTRINSEQUE

### Facteurs environnementaux

#### Environnement macroéconomique

- L'environnement macroéconomique est marqué par une tendance de croissance qui repose principalement sur le secteur primaire...
- ... une population relativement pauvre
- ... et un contexte politique incertain à l'approche des élections de 2020

**La Côte d'Ivoire est d'abord un pays agricole ; par conséquent, la sensibilité encore élevée de l'économie ivoirienne à la volatilité des cours mondiaux des matières premières non transformées est un facteur négatif de notation.** Le secteur primaire emploie la moitié de la population active. 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. Le secteur agricole ivoirien, peu intensif d'un point de vue technologique, demeure encore vulnérable à des chocs exogènes, notamment aux variations climatiques inattendues. La Côte d'Ivoire est le premier producteur et exportateur mondial de cacao, qui représente à lui seul la moitié de ses exportations ; le café, l'anacarde, l'huile de palme et le caoutchouc naturel sont parmi les autres matières premières agricoles pour lesquelles la Côte d'Ivoire dispose d'un avantage comparatif. L'économie ivoirienne est donc sensible aux fluctuations des prix internationaux des matières premières et, dans une moindre mesure, aux conditions climatiques. Par exemple, les températures élevées de 2012 ont été à l'origine de l'une des plus mauvaises récoltes de cacao de la décennie. 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.

**La population ivoirienne est en moyenne anormalement pauvre, ce qui place la consommation intérieure très en-deçà de son potentiel.** C'est aussi un facteur négatif de notation. Un Ivoirien sur deux vit en-dessous du seuil de pauvreté, et l'espérance de vie moyenne est de 53,6 ans. Le PIB par habitant n'a franchi la barre symbolique des 1000 USD qu'en 2008. 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 mines (notamment d'or) ainsi que les hydrocarbures, qui permettraient de financer la montée en gamme de l'économie ivoirienne. En outre, le secteur primaire tend à générer des comportements de recherche de rente, peu productifs. 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. Le PIB s'est contracté de 5,9% en 2011, qui fut une année de déflation massive. Conformément à la plupart des prévisions, la croissance a très vite recouvré une tendance vigoureusement haussière, et même supérieure au



cycle précédent, i.e. avant 2011. La croissance réelle a atteint 10,7% en 2012, et n'est jamais passée en-dessous de la barre des 7,5% au cours des cinq années qui ont suivi.

**Le contexte politique semble stabilisé, mais des soubresauts épisodiques continuent de secouer le pays et le rassemblement d'union nationale, forcément temporaire, laisse désormais poindre des stratégies latérales à mesure que les échéances électorales approchent.** Le Président de la République, Alassane OUATTARA, avait renouvelé la coalition gouvernementale entre son Rassemblement des Républicains (RDR) et le Parti Démocratique de Côte d'Ivoire (PDCI) en novembre 2012. La coalition s'est ensuite étendue à l'Union pour la démocratie et la paix en Côte d'Ivoire (UDPCI), au Mouvement des forces d'avenir (MFA), et à l'Union pour la Côte d'Ivoire (UCI), à la veille des législatives de 2016, dans un grand rassemblement d'union nationale et de gouvernement, le RHDP (Rassemblement des houpouëtistes pour la démocratie et la paix). Cette coalition n'avait pas pour vocation de se transmuier en parti politique, mais le RDR (le parti présidentiel) et l'UDPCI sautent le pas et le transforment en parti politique en juillet 2018, sans que les autres membres de la coalition ne l'approuvent : le PDCI, le MFA et l'UCI se retrouvent *de facto* dans une posture d'opposition politique implicite. La prochaine élection présidentielle est prévue pour 2020, et le Chef de l'Etat ne se présentera pas à nouveau. Le jeu est donc très ouvert. L'un des favoris est Amadou Gon COULIBALY, le Premier Ministre. Parmi les autres ambitions présidentielles bien nettes figurent deux autres membres du cercle restreint du président : Guillaume SORO, Président de l'Assemblée Nationale, et Hamed BAKAYOKO, Ministre de la Défense. Ce dernier est devenu un acteur clé du RDR, tandis que les soutiens de Guillaume SORO sont moins clairement identifiés. Un PDCI dans l'opposition, si ce n'est explicite du moins implicite, laisse aussi entendre une probable candidature d'Henri Konan BEDIE. La concurrence des poids lourds du paysage politique ivoirien pour la succession du Président OUATTARA rend l'issue des élections présidentielles et législatives de 2020 très incertaines, et laisse la porte ouverte à tous les scénarios, ce qui est un facteur de risque élevé pour la notation.

## Environnement opérationnel

- La politique structurelle de la Côte d'Ivoire est très bien pensée et exécutée de manière vigoureuse...
- La diversification structurelle de son économie est bonne
- Les infrastructures se renforcent de manière spectaculaire

**Le premier PND 2010-2015 a été un indéniable succès ; le second, couvrant la période 2016-2020, se place dans la continuité ambitieuse du précédent, et il est en passe de transformer l'outil de production ivoirien. C'est un facteur positif de notation.** Deux mots d'ordre sous-tendent le PND 2016-2020 : *industrialisation* et *externalités*. L'objectif d'industrialisation est consubstantiel d'une transformation structurelle de l'économie ivoirienne, du secteur primaire essentiellement agricole vers le secteur secondaire prioritairement agro-industriel, en s'appuyant sur ce qui différencie la Côte d'Ivoire, à savoir ses ressources naturelles abondantes. Cela devrait aussi nourrir davantage de diversification

économique, notamment à l'export, afin de réduire la dépendance du pays à sa filière café-cacao. Dans la même veine, en renforçant le contenu en valeur ajoutée de la production ivoirienne, l'élasticité-prix de ses exportations devrait se contracter de manière incrémentale et, avec elle, la vulnérabilité de l'économie ivoirienne à la volatilité des cours des matières premières. De manière concomitante, la politique économique structurelle ivoirienne met l'accent sur la nécessité de continuer à dynamiser son réseau d'infrastructures en général, y compris celui des transports en particulier, afin de générer des externalités positives, de désenclaver les zones agricoles et d'améliorer l'efficacité des flux commerciaux.

**L'économie ivoirienne est intrinsèquement diversifiée, mais ses sources de valeur ajoutée ne le sont pas encore.** C'est là tout l'enjeu du PND 2016-2020 : enrichir le contenu en valeur ajoutée et en emplois de la croissance ivoirienne. WARA analyse la dynamique de la notation de la Côte d'Ivoire selon la grille suivante. i) Les avantages comparatifs de la Côte d'Ivoire résident essentiellement dans ses ressources naturelles abondantes, lesquelles constituent son principal capital et son patrimoine le plus déterminant. ii) Eu égard à son histoire récente, la Côte d'Ivoire n'a pas pu pleinement valoriser ce patrimoine, d'où le phénomène de rattrapage qui se solde par des taux de croissance réelle spectaculaires. iii) Ces taux de croissance, les plus élevés de la sous-région et stables au cours des 7 dernières années, se sont produits *malgré* la volatilité des cours des matières premières, ce qui semble être un paradoxe a priori. iv) Ce paradoxe s'explique par le fait que la croissance est alimentée non pas par les exportations, ni même par la consommation intérieure, mais par les *investissements*, notamment en infrastructures, financés par le *budget de l'Etat* et donc par la dette. v) C'est un *pari keynésien* qui comporte aussi une dimension structurelle : la transformation structurelle de l'économie vers l'agro-industrie, c'est-à-dire la translation de la valeur ajoutée du secteur primaire (agricole) vers le secteur secondaire (agro-industriel). vi) La raison sous-jacente de ce "pari structurel" est la montée en gamme de l'économie ivoirienne, à même de réduire l'élasticité-prix des exportations (trop élevée pour les matières premières brutes, plus faible pour les matières premières transformées). C'est tout le défi du PND. vii) La limite vraisemblable de l'exercice est que le PND est à 60% tributaire des *investissements privés*, notamment étrangers, lesquels considèrent comme hypothèses tant la stabilité politique, qui commence par la lisibilité et la prévisibilité des urnes en 2020, que le maintien de taux de croissance élevés. viii) Or rien ne laisse entendre que la transition politique se fera en douceur. L'imprévisibilité politique reste le risque majeur qui pèse sur la notation de la Côte d'Ivoire. ix) A cela s'ajoutent l'inadéquation du capital humain, la relative fragilité des institutions, l'attractivité encore insuffisante du territoire et la possible volatilité des normes. x) Au total, l'économie ivoirienne est encore structurellement très en-deçà de son potentiel.

**Les indices de gouvernance, de climat des affaires, de compétitivité et de développement humain s'améliorent, mais restent relativement faibles en valeur absolue.** Pour mesurer les facteurs institutionnels, WARA s'appuie sur les indices de gouvernance de la Banque Mondiale, les indices de compétitivité du *World Economic Forum* et les indices de développement humain du PNUD. En comparaison du Bénin, du Sénégal et, dans une certaine mesure, du Burkina Faso, les indices de la Côte d'Ivoire restent en général dans les deuxième et troisième quartiles, comme l'indique le tableau ci-dessous. C'est un facteur négatif de notation.

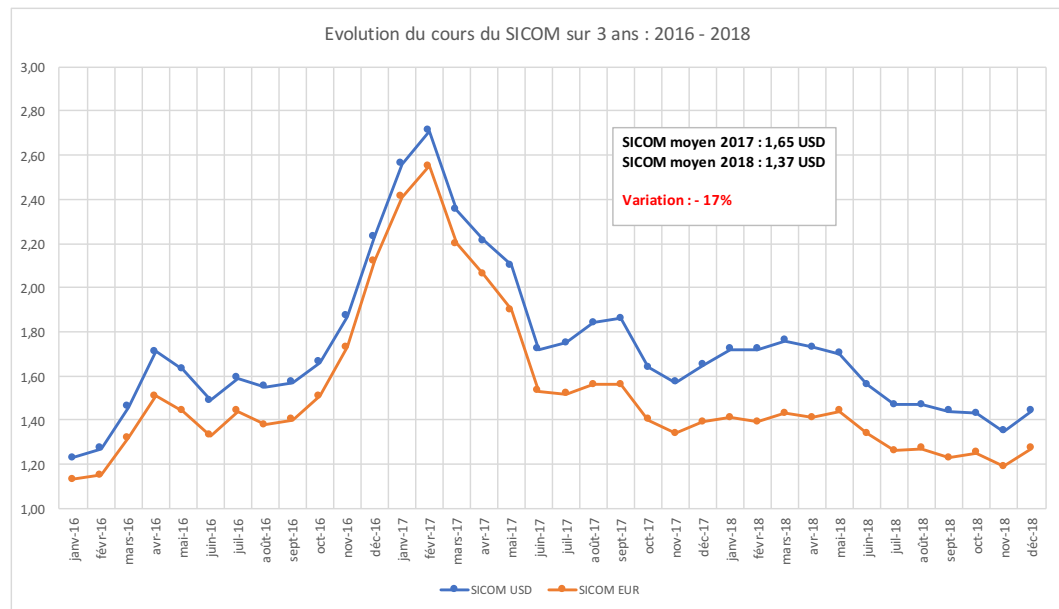
INDICES	BEN	BKN	CDI	GNB	MAL	NGR	SEN	TOG	Sources
Indice de contrôle de la corruption	-0.55	-0.11	-0.52	-1.56	-0.63	-0.65	0.09	-0.71	Banque Mondiale
Indice d'efficacité de l'Etat	-0.64	-0.59	-0.74	-1.77	-0.94	-0.67	-0.32	-1.13	Banque Mondiale
Indice de stabilité politique et d'absence de violence	0.05	-0.92	-1.09	-0.60	-1.91	-1.30	-0.04	-0.74	Banque Mondiale
Indice de qualité de la réglementation	-0.47	-0.44	-0.36	-1.18	-0.57	-0.68	-0.15	-0.79	Banque Mondiale
Indice d'état de droit	-0.62	-0.40	-0.63	-1.44	-0.78	-0.68	-0.15	-0.71	Banque Mondiale
Indice de liberté et responsabilité politiques	0.38	0.06	-0.27	-0.80	-0.26	-0.41	0.32	-0.62	Banque Mondiale
Rang "Doing Business" (climat des affaires)	151	148	139	176	143	144	140	156	Banque Mondiale
Indice global de compétitivité (valeur)	44.4	43.9	47.6	N/D	43.6	N/D	49.0	N/D	World Economic Forum
Indice global de compétitivité (rang mondial)	123	124	114	N/D	125	N/D	113	N/D	World Economic Forum
Indice de développement humain (valeur)	0.515	0.423	0.492	0.455	0.427	0.354	0.505	0.503	PNUD
Indice de développement humain (rang mondial)	163	183	170	177	182	189	164	165	PNUD

Premier quartile
  Deuxième quartile  
 Troisième quartile
  Quatrième quartile

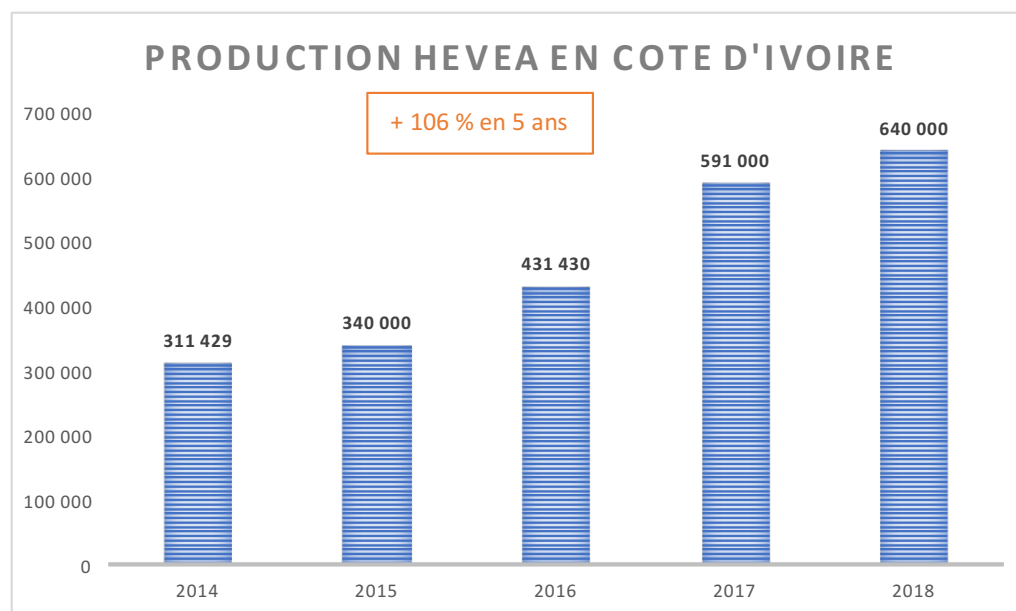
## Environnement sectoriel

- Dans un marché excédentaire, Les cours mondiaux du caoutchouc naturel sont en berne...
- La reprise des cours n'est pas attendue avant 2020
- En Côte d'Ivoire, le marché est caractérisé par une forte progression de la production agricole... que les usiniers n'arrivent plus à absorber

Dans un marché excédentaire, les cours mondiaux du caoutchouc ont enregistré une baisse de 17% sur l'exercice 2018. En effet, les cours moyens du caoutchouc sur le marché international sont passés d'une moyenne annuelle de 1,65 USD le kilogramme en 2017 à 1,37 USD le kilogramme en 2018. La hausse des cours en fin d'année 2016 et début 2017 a conduit à une augmentation du nombre de saignées dans le monde. Mais alors que la production augmente (passant de 9 millions de tonnes en 2014 à 13,54 millions en 2017), la demande peine à suivre le rythme (13,22 millions de tonnes). Résultat : les cours sont au plus bas depuis 5 ans avec un plancher à 1,35 USD atteint en novembre 2018. La remontée des prix mondiaux du caoutchouc naturel pourrait être compliquée en 2019 en raison d'une baisse de la demande chinoise et de l'abondance des approvisionnements. Selon l'Association des pays producteurs de caoutchouc naturel (ANPRC) qui assure près de 90% de la récolte mondiale, la croissance de la demande de la Chine (40% de la consommation mondiale) devrait ralentir à 3,2% en 2019 contre 5,3% en 2018. A plus long terme, il est toutefois probable que le marché sortira durablement du creux de cycle, et que les cours atteindront des niveaux plus favorables. Selon les référentiels internationaux du secteur, les stocks de caoutchouc devraient continuer à augmenter légèrement jusqu'en 2022 où la demande deviendra supérieure à l'offre permettant ainsi une résorption progressive des stocks.



**La Côte d'Ivoire occupe le septième rang mondial et le premier rang africain des producteurs de caoutchouc naturel La production de caoutchouc naturel s'établit à 640 000 tonnes en 2018** contre 591 000 tonnes en 2017, soit + 8%. Sur les cinq dernières années, la production ivoirienne a été multipliée par deux (+106%) contribuant, bien que marginalement par rapport aux acteurs asiatiques, à la baisse des cours. Ils sont aujourd'hui 165 000 producteurs indépendants répartis sur 600 000 hectares de plantation. Cette tendance devrait se poursuivre puisque l'Association des professionnels du caoutchouc de Côte d'Ivoire (APROMAC) table une production de 2 millions de tonnes en 2023 soit dans un horizon de 5 ans. Une telle progression trouve son explication dans le fait qu'entre 2009 et 2011, attirés par des cours vertigineux (5 USD le kilo), de nombreux agriculteurs, ont remplacé leurs plants de cacao par de l'hévéa. Ces agriculteurs ont aussi été incités par les autorités, qui à travers le Fonds de développement pour l'Hévéaculture, a injecté 26 milliards de FCFA sur 9 ans pour développer la filière. Enfin, l'hévéa est produit pendant 10 mois sur 12 alors qu'il n'y a que deux récoltes de cacao par an. Pourtant, aujourd'hui, les cultivateurs d'hévéa peinent à vivre de leurs récoltes : non seulement les prix sont passés de 5 USD le kilo en 2009 à 1,37 USD le kilo en 2018, mais surtout les usiniers locaux ne parviennent pas à suivre le rythme de croissance de production agricole.



**Au cours des dix dernières années, la croissance de la production d’hévéa a été supérieure à la croissance des capacités d’usinage. Par conséquent, le gouvernement a autorisé en 2018 l’export de Fonds de Tasse à hauteur de 120 000 tonnes par an.** A fin 2017, alors que la production agricole sur le territoire s’élevait à 591 000 tonnes, la capacité de transformation s’établissait à 460.000 tonnes. Cet écart s’est encore creusé en 2018 puisque la production agricole est passé à 640 000 tonnes. Ceci a contraint une partie non négligeable de producteurs et d’intermédiaires à expédier du caoutchouc brut à l’étranger. Bien qu’initialement perçue comme une menace pour les recettes d’exportations du pays, cette activité a été autorisée car elle permet avant tout aux producteurs agricoles de trouver des débouchés suite à la limitation du volume d’achat par les usiniers. Cependant, sur 2018, à cause des difficultés avec les lignes maritimes (des navires ont eu des avaries suite à des fuites de sérum de containers de fonds de tasse), les exportations de fonds de tasse ont stagné par rapport à 2017. Des fermiers ont arrêté de saigner car ils ne trouvaient pas de débouché à leur production. Ainsi, les usiniers du secteur ont décidé de mettre en place un protocole stricte qui est en cours de test afin que le client final reçoive une matière première de qualité et que l’armateur puisse effectuer le transport sans préjudice.

**Le secteur du caoutchouc a été fortement marqué par une pression fiscale ces dernières années. Plusieurs voix s’élèvent parmi les professionnels du secteur pour dénoncer l’impact négatif de cette taxe sur la croissance des capacités d’usinage et les revenus des agriculteurs.** En effet, la taxe exceptionnelle de 5% sur le chiffre d’affaires HT réalisé sur le caoutchouc usiné, établie en 2012 a été maintenue en 2017, mais s’applique dorénavant de manière dégressive. Des seuils variant de 2,5% à 5% ont été instaurés en fonction du niveau des cours. Ainsi, la taxe ne sera pas prélevée pour un cours en-dessous de 1 000 FCFA/kg, elle sera de 2,5% entre 1000 et 1300 FCFA/kg et s’établira à 3,5% entre 1300 et 1600 FCFA/kg. Pour un prix supérieur à 1600 F CFA, les 5% seront appliqués. Il est à noter que cette taxe est due lorsque le prix du caoutchouc est supérieur ou égal à 1.000 FCFA : le prix du caoutchouc a passé pour la première fois la barre de 1.000 FCFA en novembre 2016.

Il convient de noter que cette taxe pose un problème : celui de taxer le chiffre d'affaires plutôt que les bénéfices ce qui peut : (i) impacter la compétitivité de la filière par rapport à d'autres pays, (ii) réduire les revenus des producteurs agricoles et (iii) réduire la capacité d'investissement des usiniers surtout en période de hausse des cours du SICOM.

**Depuis 2017, les filières hévéa et palmier à huile bénéficient d'un organe dédié, chargé de la régulation, du contrôle et du suivi de leurs activités.** La décision de la création de cet organe a été prise dans le cadre de la réforme des filières hévéa et palmier à huile, adoptée en conseil des ministres en juillet 2016. Ainsi, la loi N°2017-540 du 3 août 2017 fixant les règles relatives à la régularisation, au contrôle et au suivi des activités des filières Hévéa et Palmier à Huile vise à renforcer le mécanisme de régulation, de contrôle et de suivi des activités de ces filières. De plus, par les arrêtés N°635 du 30 novembre 2018 et N°663 du 27 décembre 2018, il a autorisé et défini les modalités pour l'exportation des fonds de tasse hévéas par voie maritime. Cet organe est l'équivalent du Conseil café cacao ou du Conseil coton anacarde. WARA suivra attentivement le développement et le rôle de cet organe sachant que jusque-là, l'APROMAC (regroupement des professionnels du secteur) faisait un travail tout à fait respectable grâce à l'expérience, l'expertise et la vision de ses membres.

WARA

## Facteurs qualitatifs

## Produits – Distribution – Marque

- SAPH est un acteur majeur dans le secteur du caoutchouc naturel en Côte d'Ivoire et dans la sous-région : c'est un facteur positif de notation
- De plus, l'entreprise maîtrise toute la chaîne de valeur du caoutchouc naturel
- L'entreprise est cependant exposée au risque de concentration de son activité puisqu'elle ne distribue qu'un seul produit.

**SAPH maîtrise entièrement la chaîne de valeur du caoutchouc naturel. C'est un facteur positif de notation.** En effet, SAPH est une société qui i) récolte le latex d'hévéa sur ses plantations détenues en propre et ii) achète le latex d'hévéa produit par les planteurs privés, pour ensuite iii) l'usiner et produire du caoutchouc naturel. En 2018, SAPH a augmenté sa production usinée de +7% à 172 952 tonnes après des hausses de +6% en 2017 et +21% en 2016. SAPH vise une production usinée de 200 155 tonnes en 2019 (soit +16%). Cette croissance continue de production est le résultat de l'extension des capacités d'usinage du groupe depuis quatre ans maintenant.

**En outre, SAPH s'est lancée dans l'export de Fonds de Tasse en complément de son activité d'usinage.** Cette activité permettra à la société de dégager des Cash-flow supplémentaires et de fidéliser les planteurs villageois en vue de la poursuite de l'augmentation de sa capacité d'usinage d'ici à 2023. En effet, depuis 2018, en réponse à une croissance de la production agricole supérieure à celles des capacités d'usinage du pays, les exports de Fonds de Tasse ont été autorisés pour équilibrer l'offre et la demande. La société a elle-même procédé à ce type d'opération en début d'année 2018, qui s'avère rentable au demeurant grâce à des structures d'achats déjà en place et une logistique bien rodée dans le cadre de son activité principale de transformation. Cependant, les avaries sur les navires causées par la fuite de sérum ont conduit les armateurs à refuser de charger des containers. SAPH s'est donc investie dans la recherche de solutions d'emballage étanches et les a trouvées.

**En revanche, SAPH étant une société spécialisée dans la production de caoutchouc naturel, elle est donc « mono-produit », ce qui pèse sur sa notation.** WARA prend en compte le risque de concentration de l'activité dans la notation de SAPH en intégrant un facteur d'ajustement de 11% sur la note finale. WARA estime que la combinaison d'une identité mono-produit et de l'absence de maîtrise des prix (fixés de manière exogène sur le marché international) constitue un facteur de risque de nature structurelle, qu'il est très difficile de mitiger.

**Le risque de distribution est transféré au groupe : c'est un facteur positif de notation.** La distribution du caoutchouc naturel de SAPH est réalisée par l'intermédiaire de sa société holding SIPH, qui lui achète la quasi-totalité de sa production. La clientèle finale est diversifiée et internationale. Michelin, actionnaire de SAPH et de SIPH, est le premier client et achète en valeur à peu près 20% de la production de SAPH, par le biais de SIPH. Ce point constitue un élément important de la notation de SAPH : le fait que Michelin apporte son soutien



actionnarial, technique et commercial renforce le profil intrinsèque de SAPH, quand bien même la notation de SAPH ne bénéficie pas explicitement d'un rehaussement parental.

**SAPH dispose de l'outil industriel de production de caoutchouc le plus dense 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).

**SAPH est un acteur important du marché du caoutchouc naturel en Afrique.** La production mondiale de caoutchouc naturelle est estimée à 13,54 millions de tonnes. La Côte d'Ivoire, avec 640 000 tonnes produites en 2018, représente 4,7% de la production mondiale. SAPH contrôle 27% de part de marché en Côte d'Ivoire, ce qui lui confère une part de marché mondiale de 1,2%. SAPH est donc un acteur incontournable, dominant même, tant en Côte d'Ivoire qu'à l'échelle sous régionale.

**SAPH est un acteur légitime, crédible et reconnu.** De plus, SAPH est une filiale de SIFCA (par l'intermédiaire de la holding française Société Internationale de Plantations d'Hévéas-SIPH), qui est le principal employeur privé de Côte d'Ivoire. WARA constate que SAPH bénéficie de la notoriété de sa société mère et qu'elle peut se prévaloir d'une bonne réputation sur le marché ivoirien.

## Gouvernance et management

- La forte intégration de SAPH au sein du groupe SIFCA d'une part...
- ...Et les liens puissants qui la lient à Michelin d'autre part...
- ...Sont autant de facteurs positifs pour sa notation

**WARA estime qu'en termes de gouvernance et de management, le fait que SAPH soit fortement intégrée au sein du Groupe SIFCA et que ses liens avec Michelin soient étroits sont des facteurs positifs pour sa notation.** En effet, le capital de SAPH est dominé par SIFCA qui détient 55,59% de SIPH, laquelle détient 68,06% de SAPH. Michelin détient à la fois directement 9,89% du capital de SAPH et 33,56% du capital de SIPH. Le reste du capital de SAPH (22,05%) constitue le capital dit « flottant », côté à la BRVM.

**Au-delà de sa participation au capital de SAPH, Michelin apporte aussi à la société un soutien opérationnel,** et cela sous deux formes : i) une assistance technique pour la recherche et l'amélioration des performances agronomiques des produits (régie par une convention avec SIPH), et ii) la mise à disposition de ressources humaines de Michelin directement au sein de SAPH. WARA estime que la qualité de ce partenariat est un facteur positif pour la notation de SAPH.

**Si l'équipe dirigeante de SAPH est solide, compétente et expérimentée, WARA note cependant que les équipes de management intermédiaire mériteraient d'être renforcées,** notamment par un vivier de compétences locales. SAPH travaille justement à l'identification, la sélection et la montée en puissance et en responsabilité de ces middle managers grâce à la mise en place et l'application depuis 2017 d'un plan de gestion de la



performance (fixation des objectifs en début d'année, évaluations semestrielles) ainsi que d'un mapping complet du personnel sous forme de carte des compétences (facilitant la mise en place d'un plan de développement et de succession). Cela, couplé à l'amélioration des processus industriels et des exigences de qualité, devrait permettre à la société de creuser l'écart avec la concurrence à moyen terme, et de se rapprocher des normes internationales d'excellence pratiquées dans le secteur agro-industriel. Le contrôle de gestion mis en place dans la société continue de se développer et de faciliter le travail l'optimisation des coûts. En effet, la mise en place d'outils de pilotage permettra à la société d'améliorer son fonctionnement de sorte que l'écart entre le budget et les réalisations soit minimale à la clôture de chaque exercice. Le renforcement des systèmes de gestion est donc un aspect positif pour la société.

**SAPH améliore profondément son outil informatique avec l'introduction réussie de SAP.** C'est un outil de gestion intégré, avec un système d'information centralisé, qui permet à SAPH de se défaire de ses précédents systèmes, disparates, difficiles à maintenir et obsolètes. Cet outil contribue à améliorer les processus opérationnels et de suivi de la comptabilité financière et analytique, tout en répondant de manière précise et en temps réel aux requêtes des différentes directions au sein de l'entreprise. La première clôture annuelle sous SAP a été réalisée en 2015. Depuis, les directeurs et managers constatent la montée en puissance du personnel dans l'utilisation du logiciel et tous, qu'il s'agisse des employés au siège ou des opérationnels sur site, s'accordent à dire que la vision à la fois globale et très détaillée qu'offre l'outil grâce à l'intégration des données opérationnelles et comptables contribue à améliorer le pilotage de la performance du groupe.

#### Positionnement concurrentiel

- SPAH domine clairement le marché de la production de caoutchouc naturel en Côte d'Ivoire
- Les avantages comparatifs développés par la société tels que la détention du plus gros appareil de transformation et de la plus grande surface de plantation en propre sont des points positifs pour sa notation

**Avec 27% du marché de la production de caoutchouc naturel en Côte d'Ivoire, SAPH est leader sur son marché.** Le reste du marché est réparti entre 13 autres acteurs, essentiellement de taille moyenne ou petite. Dans un contexte de plus en plus concurrentiel, SAPH a su conserver sa place de premier acheteur de caoutchouc de Côte d'Ivoire, malgré une légère baisse de part de marché des caoutchoucs vendus aux usiniers en Côte d'Ivoire provenant du fait que les petits planteurs ont désormais une alternative qu'est l'export. Dans l'analyse sectorielle, WARA a noté que la croissance de la production de matière première était supérieure à la croissance des capacités d'usinage en Côte d'Ivoire. En première lecture, l'autorisation des exports des Fonds de tasse peut être assimilée à une menace pour SAPH, puisqu'elle a vu ses parts de marché passer de 36% en 2016 à 27% en 2018. Cependant la société a su transformer cette menace en opportunité puisqu'elle a elle-même réalisé des opérations de ce type en début d'année 2018. En plus d'être rentable, cette activité permet à

SAPH de fidéliser les planteurs villageois avec, comme objectif à terme, d'utiliser ces achats pour couvrir les besoins des usines récemment agrandies ou en cours d'extension.

**Le prix de vente, exogène, n'est pas un levier.** WARA note l'absence d'une réelle concurrence sur les prix à la vente, car le chiffre d'affaires est réalisé sur la base des cours du SICOM, marché réglementé des matières premières. **En revanche, les leviers sont les volumes, la qualité (un point d'amélioration de DRC peut faire passer le prix de FCFA 100 000 à 150 000) et la maîtrise des coûts, tant fixes que variables.** Dans le cas d'espèce de SAPH, qui existe depuis 1956, les coûts fixes les plus importants ont été amortis depuis longtemps. Par conséquent, la structure de coûts est dominée par les coûts variables, ceux de la masse salariale et ceux des intrants, notamment les achats. Il existe une forme de concurrence sur les prix des achats, quand bien même un prix-plancher serait fixé par la profession : SAPH n'a pas l'intention de lancer une guerre des prix. En maintenant une tarification équilibrée et « honnête » des achats de matière première auprès des fournisseurs ruraux, SAPH honore aussi son mandat social, rappelant les origines publiques de la société, privatisée au mitant des années 90.

**WARA constate que SAPH a développé trois avantages comparatifs importants :** i) la détention de la plus grande surface de plantations en propre, qui lui permettent d'avoir une meilleure gestion de la qualité de sa production (tous les arbres sont produits, clonés, fertilisés et exploités in situ) et une meilleure productivité, ce qui concerne 17% de la production totale de SAPH ; une capacité d'investissement lui permettant d'accroître ses volumes de production et donc de réaliser des économies d'échelle de part une meilleure absorption de coûts fixes, de réduire son coût unitaire de production et de baisser son seuil de rentabilité ce qui est crucial dans un contexte de baisse continue du SICOM depuis 2013 et iii) une expérience de précurseur sur le marché de l'hévéa en Côte d'Ivoire, avec le développement des premières plantations du pays en 1956, ce qui représente un facteur positif concernant sa notoriété, sa taille et son pouvoir de marché.

**En particulier, les deux premiers avantages comparatifs de la SAPH méritent que l'on s'attarde dessus car ils constituent la clé de la réussite de la transformation de la société dans un environnement concurrentiel impacté par des cours bas du SICOM :**

**D'abord, le programme d'extension et de saturation des capacités entamé en 2014 a permis à la SAPH d'augmenter sa production usinée de 111 1888 tonnes à 172 952 tonnes en 2018 (soit +56% en cinq ans) et ainsi affirmer un peu plus son avance face à ses concurrents.** La plupart de ses concurrents ne dispose que d'une seule usine chacun, et ces derniers ne peuvent pas s'appuyer sur des plantations propres dans les mêmes quantités que SAPH, mais plutôt sur leurs achats de fonds de tasse. Après les extensions effectives sur Rapid Grah et Bongo (faisant d'elle la plus grande unité de transformation d'Afrique) en 2017, les principaux investissements sur 2018 ont concerné Yacoli (passant de 3 à 6 tonnes/heure) et un nouveau séchoir sur Bétier (passant de 3 à 4 tonnes/heure) et la mise en place d'une nouvelle ligne de production de caoutchouc à viscosité contrôlée sur Bongo. WARA note que ce programme d'extension des capacités, couplé à une optimisation des coûts de production et frais généraux (au niveau des usines et du siège) permet à la société de dégager une rentabilité positive au niveau de son cycle d'exploitation en dépit de cours déprimés des matières premières (cf. le paragraphe de la rentabilité dans notre analyse quantitative).

**Evolution des capacités de production (en tonnes/an) de SAPH depuis 2014 :**

Site	2014	2015	2016	2017	2018	2019 (est.)
Toupah	20 543	20 543	20 543	20 543	20 543	20 543
Bongo	27 030	27 030	58 385	58 385	58 385	58 385
Yacoli	18 126	18 126	18 126	18 126	18 126	36 252
Rapides Grah	27 030	54 060	54 060	54 060	54 060	54 060
Bettie	18 126	18 126	18 126	18 126	24 168	36 252
TOTAL	110 855	137 885	169 240	169 240	175 282	205 492
Evolution	N/A	24%	23%	0%	4%	17%

Ensuite, 17% de la production de SAPH provient de ses plantations détenues en propre ce qui permet à la société de mieux maîtriser la qualité de ses intrants et satisfaire la demande de sa clientèle industrielle. La production en propre de 29 919 tonnes en 2018 est en hausse de 3% par rapport à 2017. En parallèle, faute de nouvelles terres exploitables, le levier de croissance de la production pour SAPH réside dans l'achat croissant de matières aux planteurs privés (83% de la production totale). C'est ainsi que la production achetée aux planteurs villageois (146 415 tonnes) a progressé de 7% après avoir déjà augmenté de 8% en 2017, en coordination avec l'extension des capacités de productions entamée en 2015. SAPH réalise l'importance qui doit être accordée à la qualité des achats de matières premières auprès des planteurs villageois, en mettant en place un programme d'amélioration de la qualité de production basé sur deux axes : i) le prélevage des matières premières afin d'évacuer le sérum qui impacte la qualité du caoutchouc ; ii) l'annulation des achats provenant des saignées cumulées, car elles affectent significativement la qualité du caoutchouc.

## Facteurs financiers

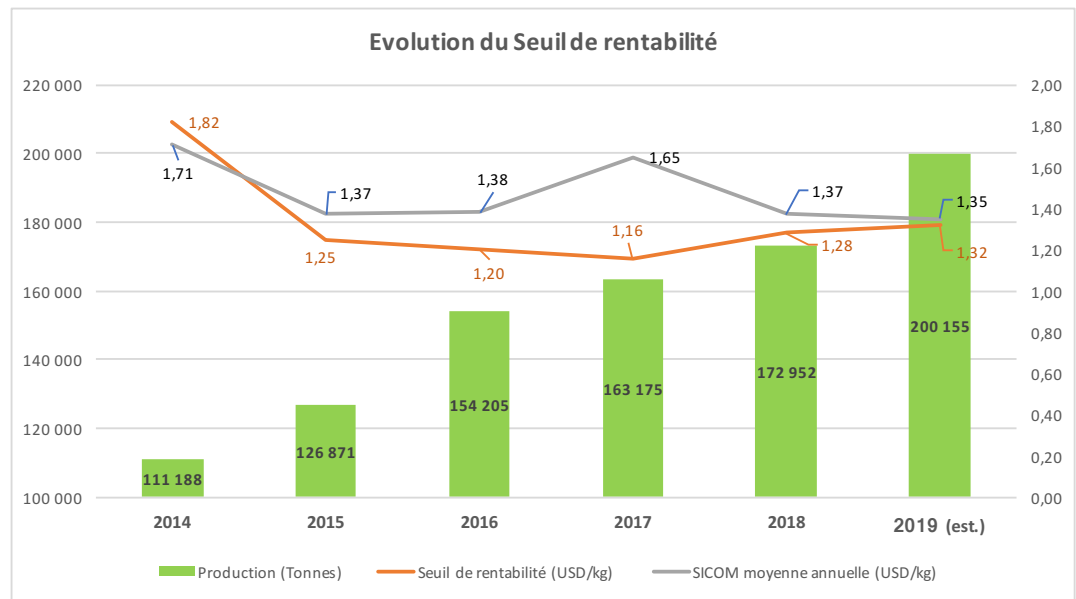
## Rentabilité

- En première lecture, le résultat négatif enregistré sur 2018 en raison de la baisse des cours constitue un point négatif.
- Pourtant, WARA note les efforts consentis par l'entreprise en termes d'investissement et de réduction des coûts ; si bien que son seuil de rentabilité d'exploitation est inférieur au SICOM depuis deux ans maintenant.
- C'est donc un facteur neutre de notation.

**La baisse des cours du SICOM entamée en mars 2017 s'est poursuivie sur l'exercice 2018 impactant significativement la rentabilité de SAPH au point d'enregistrer un résultat négatif.** Le chiffre d'affaires s'élève à 130 milliards de FCFA en 2018 contre 152 milliards en 2017 (soit une baisse de -15% ou -22 milliards) ; et ce malgré une hausse des volumes de 8 862 tonnes (+6% ou +7 milliards). Cette baisse s'explique donc par la baisse du prix moyen de vente de 20% par rapport à 2017 (de 912 à 731 FCFA/kilo soit un impact de -29 milliards). L'Excédent Brut d'Exploitation chute à 10 milliards contre 26 milliards de FCFA en 2017 ; soit -17 milliards grâce à une meilleure maîtrise des charges résultant de la politique de réduction des coûts initiée en 2014. Finalement le résultat net est passé de +12,9 milliards en 2017 à -848 millions cette année.

**Cependant, WARA note que SAPH poursuit sans relâche l'extension de ses capacités industrielles dans un contexte de cours en berne, ce qui lui a permis de baisser significativement son seuil de rentabilité.** Le graphique suivant illustre l'évolution du point mort de SAPH entre 2014 et 2018. 2014 constitue un exercice charnière puisque c'est durant cette année que les cours du SICOM sont repassés sous les 2 USD alors que la SAPH entamait ses programmes d'extension des capacités et de réduction des coûts. Depuis, le point mort n'a cessé de diminuer avec l'augmentation des volumes de production et la compression des coûts de production ainsi que des frais généraux. Résultat : le point mort de SAPH est en dessous du SICOM depuis 2015.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019 (est.)
Production (Tonnes)	111 188	126 871	154 205	163 175	172 952	200 155
Seuil de rentabilité (USD/kg)	1,82	1,25	1,20	1,16	1,28	1,32
SICOM moyenne annuelle (USD/kg)	1,71	1,37	1,38	1,65	1,37	1,35



## Liquidité

- Malgré la croissance de la production en volume, le BFR s'est contracté en 2018 grâce à une amélioration des délais clients et fournisseurs
- Il ne faut cependant pas négliger l'impact de la baisse des cours (effet prix) dans cette évolution
- C'est donc un facteur neutre de notation

**L'écoulement de la production n'est pas du tout une contrainte.** La production de caoutchouc naturel est vendue sur le marché par l'intermédiaire de SIPH (accord régi par un contrat entre les deux entités). La demande en caoutchouc naturel étant très soutenue, la production de SAPH est donc très liquide et les stocks de caoutchouc naturel s'écoulent rapidement sur les marchés. D'autant plus, SIPH achète le plus gros de la production éliminant ainsi le risque commercial et d'obsolescence des stocks chez SAPH. Le programme d'augmentation des capacités en plus de la volonté de saturer les capacités existantes permettra d'absorber encore plus les stocks de matières premières provenant des achats.

**Le BFR est en diminution sur 2018.** En particulier, le délai client a été réduit de 41 à 36 jours alors que le délai fournisseur moyen a été rallongé de 21 à 36 jours ce qui a eu un impact positif sur la trésorerie. Cependant, la baisse des cours a aussi joué sur les stocks et créances en valeur contribuant à la baisse du BFR.

## Flexibilité financière

- La capacité d'autofinancement de SAPH a été dégradée sur 2018 (effet prix négatif lié à la baisse du SICOM)
- Cela dit, son taux d'endettement long terme a diminué pour atteindre 25% des Fonds propres au 31/12/2018

**La baisse du SICOM a entraîné une diminution de la capacité d'autofinancement de la société, passant de 21 milliards en 2017 à 7 milliards en 2018 (soit -8 milliards).** La baisse du BFR (+9 milliards) a partiellement compensé la diminution de l'autofinancement, si bien que la variation nette de trésorerie s'établit à -4 milliards alors que l'entreprise a pu au cours de 2018 investir dans ses unités agricoles et de production (11 milliards), assurer ses échéances de dette (6 milliards) et payer des dividendes relatifs à 2017 (2 milliards).

**Cependant, le taux d'endettement à long terme de SAPH a diminué passant de 33% à 25% entre 2017 et 2018. C'est un facteur positif de notation.** Cette évolution vient confirmer la tendance observée depuis cinq ans avec l'amortissement de la dette au fil du temps.

	2014	2015	2016	2017	2018
Gearing (Dette financière/FP) en %	30,8	47,8	46,0	32,6	25,4

Il convient de souligner le niveau de trésorerie passif (ou dette CT) à 21 milliards en 2018 que WARA estime important et qu'il conviendra de suivre à l'avenir (à titre de comparaison, la dette financière à long terme s'élève à 19 milliards au 31/12/2018).

W A R A

## DONNEES FINANCIERES ET RATIOS

Les comptes consolidés de la SAPH sont établis selon les normes SYSCOA

COMPTE DE RESULTAT (en millions de FCEA)	2014	2015	2016	2017	2018
Chiffre d'affaires (CA)	99 611	97 449	112 964	151 979	129 855
Production stockée (ou déstockage)	-2 105	-1 409	1 771	-449	258
Production immobilisée	11 098	11 278	7 588	4 149	3 847
Autres produits	614	3 212	2 727	1 594	744
<b>PRODUITS D'EXPLOITATION</b>	<b>109 219</b>	<b>110 530</b>	<b>125 049</b>	<b>157 273</b>	<b>134 705</b>
Achats de marchandises	0	0	0	0	-348
Achats de matières premières et fournitures liées	-48 221	-47 537	-64 131	-80 862	-69 770
Autres achats	-21 335	-19 086	-14 954	-14 552	-17 317
Transports	-3 504	-273	-142	-99	-245
Services extérieurs	-12 247	-16 264	-16 163	-17 360	-17 551
Autres charges	-4 174	-3 280	-1 463	-1 038	-1 420
<b>VALEUR AJOUTEE</b>	<b>19 738</b>	<b>24 090</b>	<b>28 197</b>	<b>43 362</b>	<b>28 053</b>
<b>% CA</b>	<b>19,8%</b>	<b>24,7%</b>	<b>25,0%</b>	<b>28,5%</b>	<b>21,6%</b>
Impôts et taxes	-1 998	-1 640	-2 566	-3 030	-1 820
Charges de personnel	-15 340	-14 936	-14 659	-14 462	-16 857
<b>EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBE)</b>	<b>2 400</b>	<b>7 514</b>	<b>10 971</b>	<b>25 870</b>	<b>9 376</b>
<b>% CA</b>	<b>2,4%</b>	<b>7,7%</b>	<b>9,7%</b>	<b>17,0%</b>	<b>7,2%</b>
Dotations aux amortissements et aux provisions	-5 561	-7 172	-7 910	-8 351	-7 917
Reprises de provisions	106	134	681	143	478
Transferts de charges	307	169	171	162	135
<b>RESULTAT D'EXPLOITATION</b>	<b>-2 748</b>	<b>646</b>	<b>3 914</b>	<b>17 824</b>	<b>2 072</b>
<b>% CA</b>	<b>-2,8%</b>	<b>0,7%</b>	<b>3,5%</b>	<b>11,7%</b>	<b>1,6%</b>
Résultat financier	-784	-2 354	-3 018	-2 985	-2 563
Résultat hors activités ordinaires (H.A.O)	-105	-36	375	-247	-197
Impôt sur le résultat	-162	-35	-101	-1 732	-160
<b>RESULTAT NET</b>	<b>-3 799</b>	<b>-1 780</b>	<b>1 170</b>	<b>12 861</b>	<b>-848</b>
<b>% CA</b>	<b>-3,8%</b>	<b>-1,8%</b>	<b>1,0%</b>	<b>8,5%</b>	<b>-0,7%</b>

<b>BILAN (en millions de FCFA)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Immobilisations incorporelles	10 120	11 276	10 614	9 345	8 684
Immobilisations corporelles	61 833	70 108	72 122	74 388	77 378
Avances et acomptes versés sur immobilisations	456	0	0	0	885
Immobilisations financières	360	323	243	226	280
Actif circulant H.A.O	0	112	0	0	0
Stocks	21 130	25 305	26 585	28 069	27 663
Créances et emplois assimilés	21 369	17 351	17 255	20 583	15 605
Trésorerie - Actif	1 396	2 132	4 263	4 709	4 547
<b>TOTAL ACTIF</b>	<b>116 663</b>	<b>126 607</b>	<b>131 081</b>	<b>137 320</b>	<b>135 042</b>
Capital	14 594	14 594	14 594	14 594	14 594
Primes et réserves	47 325	43 526	41 746	42 916	53 562
Résultat net de l'exercice	-3 799	-1 780	1 170	12 861	-848
Provisions réglementées et fonds assimilés	8 649	8 649	8 649	8 649	8 649
Dettes financières	20 557	31 046	30 426	25 778	19 287
Dettes circulantes et ressources assimilées H.A.O	0	0	0	0	0
Clients, avances reçues	871	196	212	296	75
Fournisseurs d'exploitation	10 967	10 828	9 837	10 598	15 637
Dettes fiscales	582	389	1 490	2 248	613
Dettes sociales	1 066	1 390	1 488	2 111	2 469
Autres dettes	1 752	1 644	870	194	210
Trésorerie - Passif	14 098	16 124	20 599	17 075	20 795
<b>TOTAL PASSIF</b>	<b>116 663</b>	<b>126 607</b>	<b>131 081</b>	<b>137 320</b>	<b>135 042</b>

<b>INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES (en millions de FCFA)</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>
Capacité d'autofinancement (CAF)	1 805	5 295	8 005	21 102	6 457
Variation de BFR	-2 153	-949	1 622	3 263	-8 942
Investissements (I)	20 578	15 700	9 073	8 853	11 347
<b>Free Cash Flow (FCF) (1)</b>	<b>-16 620</b>	<b>-9 456</b>	<b>-2 690</b>	<b>8 985</b>	<b>4 052</b>
Remboursements(-)	0	0	0	5 034	6 038
Nouveaux emprunts(+)	20 090	10 162	0	0	0
Augmentation de capital / Subvention(+)	0	0	0	0	0
Distribution de dividendes dans l'exercice(-)	3 297	0	0	0	2 215
<b>Variation de Trésorerie</b>	<b>173</b>	<b>706</b>	<b>-2 690</b>	<b>3 951</b>	<b>-4 201</b>
<b>Dette financière nette (2)</b>	<b>33 259</b>	<b>45 039</b>	<b>46 762</b>	<b>38 144</b>	<b>35 535</b>



TAUX DE CROISSANCE - COMPTE DE RESULTAT (en %)	2014	2015	2016	2017	2018
Chiffre d'affaires (CA)	-36,0	-2,2	15,9	34,5	-14,6
Production stockée (ou déstockage)	-396,5	-33,1	-225,7	-125,3	-157,5
Production immobilisée	31,3	1,6	-32,7	-45,3	-7,3
Autres produits	67,4	423,1	-15,1	-41,5	-53,3
PRODUITS D'EXPLOITATION	-33,9	1,2	13,1	25,8	-14,3
Achats de marchandises	0,0	0,0	0,0	1,0	2,0
Achats de matières premières et fournitures liées	-38,5	-1,4	34,9	26,1	-13,7
Autres achats	-0,1	-10,5	-21,6	-2,7	19,0
Transports	3,2	-92,2	-48,0	-30,0	146,2
Services extérieurs	-13,3	32,8	-0,6	7,4	1,1
Autres charges	245,7	-21,4	-55,4	-29,0	36,8
VALEUR AJOUTEE	-57,7	22,0	17,0	53,8	-35,3
Impôts et taxes	-78,0	-17,9	56,5	18,1	-39,9
Charges de personnel	-0,5	-2,6	-1,9	-1,3	16,6
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBE)	-89,2	213,0	46,0	135,8	-63,8
Dotations aux amortissements et aux provisions	23,0	29,0	10,3	5,6	-5,2
Reprises de provisions	-48,1	26,1	407,5	-79,1	234,6
Transferts de charges	-2,6	-44,8	0,8	-5,0	-16,8
RESULTAT D'EXPLOITATION	-115,1	-123,5	506,1	355,4	-88,4
Résultat financier	328,7	200,1	28,2	-1,1	-14,1
Résultat hors activités ordinaires (H.A.O)	-752,0	-65,3	1 129,5	165,7	20,0
Impôt sur le résultat	-96,2	-78,5	189,9	1 606,9	-90,8
RESULTAT NET	-127,7	-53,2	165,7	999,4	-106,6

TAUX DE CROISSANCE - BILAN (en %)	2014	2015	2016	2017	2018
Immobilisations incorporelles	16,1	11,4	-5,9	-12,0	-7,1
Immobilisations corporelles	28,5	13,4	2,9	3,1	4,0
Avances et acomptes versés sur immobilisations	35,2	-100,0	0,0	0,0	1,0
Immobilisations financières	-30,4	-10,2	-24,8	-7,0	24,0
Actif circulant H.A.O	1,0	1,0	0,0	1,0	2,0
Stocks	-26,7	19,8	5,1	5,6	-1,4
Créances et emplois assimilés	24,4	0,0	-0,6	19,3	-24,2
Trésorerie - Actif	-68,7	52,7	99,9	10,5	-3,4
TOTAL ACTIF	7,9	8,5	3,5	4,8	-1,7
Capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Primes et réserves	28,2	-8,0	-4,1	2,8	24,8
Résultat net de l'exercice	-127,7	-53,2	-165,7	999,4	-106,6
Provisions réglementées et fonds assimilés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dettes financières	5 491,6	51,0	-2,0	-15,3	-25,2
Dettes circulantes et ressources assimilées H.A.O	1,0	0,0	2,0	3,0	4,0
Clients, avances reçues	1 103,4	-77,5	8,5	39,6	-74,7
Fournisseurs d'exploitation	39,1	-1,3	-9,2	7,7	47,5
Dettes fiscales	-90,0	-33,2	283,3	50,9	-72,7
Dettes sociales	-28,8	30,4	7,0	41,9	16,9
Autres dettes	34,2	-6,2	-47,1	-77,7	8,7
Trésorerie - Passif	-18,6	14,4	27,8	-17,1	21,8
TOTAL PASSIF	7,9	8,5	3,5	4,8	-1,7

RATIOS	2014	2015	2016	2017	2018
<b>Rentabilité</b>					
Marge de profit (RN/CA) en %	-3,8	-1,8	1,0	8,5	-0,7
Rotation des actifs (CA/TA) en %	85,4	77,0	86,2	110,7	96,2
Levier financier (TA/FP) en %	174,7	194,8	198,1	173,8	177,8
Retour sur fonds propres (RN/FP) en %	-5,7	-2,7	1,8	16,3	-1,1
ROA (RN/TA) en %	-3,3	-1,4	0,9	9,4	-0,6
Marge brute sur matières en %	54,8	54,7	47,0	47,2	47,3
Charges d'exploitation/Produits d'exploitation en %	102,5	99,4	96,9	88,7	98,5
<b>Liquidité</b>					
Ratio de liquidité générale (AC/PC) en %	278,9	296,0	315,5	315,0	227,7
Ratio de liquidité de l'actif (AC/TA) en %	36,4	33,8	33,4	35,4	32,0
Couverture des stocks (en jours d'achats)	157,7	191,6	149,2	125,0	142,7
Rotation des stocks (en nombre de fois / an)	2,3	1,9	2,4	2,9	2,5
Délais clients (en jours de CA) (3)	64,4	53,4	45,8	40,6	36,1
Délais fournisseurs (en jours de CA) (3)	33,0	33,3	26,1	20,9	36,1
<b>Flexibilité financière</b>					
Gearing (Dette financière/FP) en %	30,8	47,8	46,0	32,6	25,4
Couverture des charges d'intérêt (EBE/intérêts financiers)	2,3	3,0	3,7	8,7	3,6
Dette financière/EBE en %	856,4	413,2	277,3	99,6	205,7

**Notes**

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

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

(3) Taux de TVA utilisé 20%

CAF = Capacité d'autofinancement

RN = Résultat Net

CA = Chiffre d'affaires

TA = Total Actif

FP = Fonds Propres

AC = Actif Circulant

PC = Passif Circulant



W A R A



© 2018 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.