

**SIFCA**

**BBB+ / Stable / w-4**

**ANALYSE**

**Octobre 2020**

**Hamza HAJI**

[hamza.haji@wara-ratings.com](mailto:hamza.haji@wara-ratings.com)

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

**Oumar Ndiaye**

[oumar.ndiaye@wara-ratings.com](mailto:oumar.ndiaye@wara-ratings.com)

+221 33 824 60 14 | +221 77 400 42 91

## TABLE DES MATIÈRES

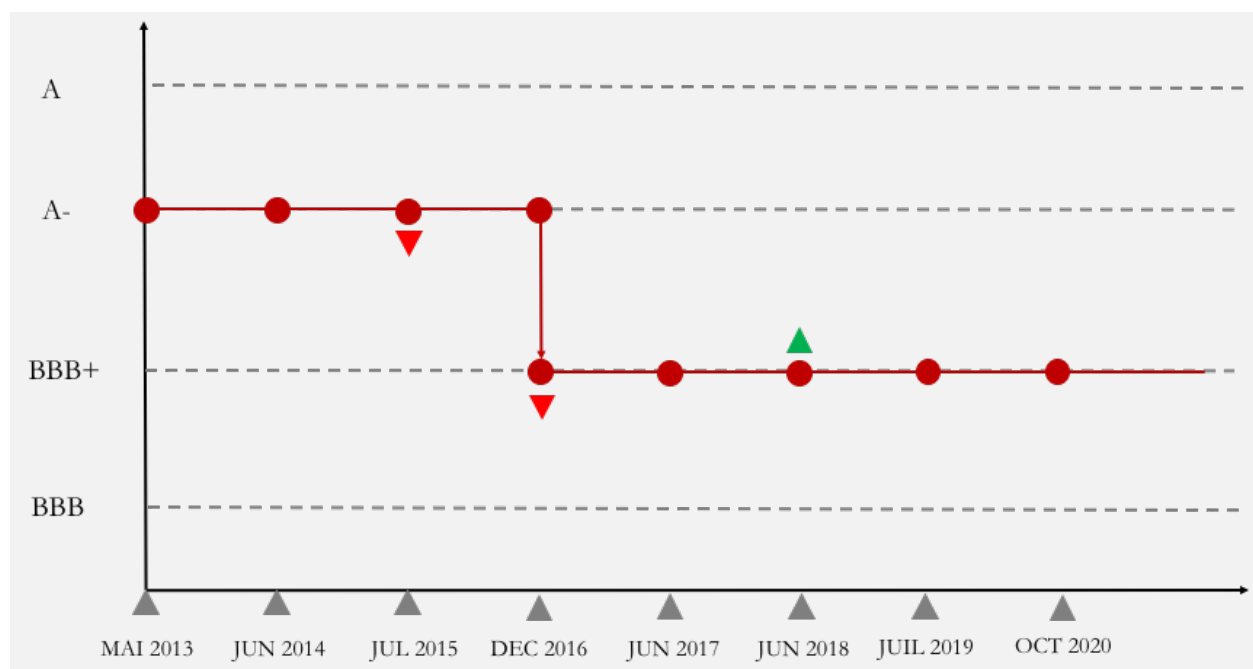
---

<b>NOTATION</b> .....	3
<b>ÉVOLUTION DE LA NOTE DE LONG TERME</b> .....	3
<b>RÉSUMÉ</b> .....	3
Points forts .....	4
Points faibles .....	5
<b>CARTE DES SCORES</b> .....	6
<b>PERSPECTIVE</b> .....	8
<b>FACTEURS DE SUPPORT EXTERNE</b> .....	8
<b>ANALYSE DES FACTEURS DE NOTATION INTRINSEQUE</b> .....	9
<b>Facteurs environnementaux</b> .....	9
Environnement macroéconomique .....	9
Environnement opérationnel .....	10
Environnement sectoriel .....	12
<b>Facteurs qualitatifs</b> .....	14
Produits – Distribution – Marque .....	14
Gouvernance et management .....	16
Positionnement concurrentiel .....	17
<b>Facteurs financiers</b> .....	18
Rentabilité .....	18
Liquidité .....	20
Flexibilité financière .....	21
<b>DONNEES FINANCIERES ET RATIOS</b> .....	22

## 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-5
Surveillance	Non	Non

## ÉVOLUTION DE LA NOTE DE LONG TERME



## RÉSUMÉ

- La notation de long terme de SIFCA est « **BBB+** », soit trois crans en-dessous du plafond national ivoirien. La perspective reste « stable »

WARA a assigné à SIFCA la notation de long terme de '**BBB+**' en devise régionale en octobre 2020. Cette notation se situe trois crans en-dessous du plafond national ivoirien, lequel s'établit –selon WARA– à 'A+'. La notation de court terme de SIFCA sur l'échelle régionale de WARA est '**w-4**'. La perspective attachée à cette notation est **Stable**.

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

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 2,98/6,00 (contre 2,82 en juillet 2019), sans qu'aucun ajustement supplémentaire à la carte des scores n'ait été apporté.

La notation de contrepartie à long terme en devise locale de SIFCA (**BBB+**) 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 son actionnaire stratégique, Wilmar, et avec ses autres partenaires industriels spécialisés par filière.

La notation intrinsèque de SIFCA (**BBB+**) 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 référence : à fin 2019, le groupe est leader de la production de caoutchouc naturel en Côte d'Ivoire avec une part de marché de 27%. SIFCA est aussi leader de la production d'huile de palme en Côte d'Ivoire avec une part de marché 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. Le Groupe est aussi un acteur majeur dans la filière sucrière ivoirienne.
- **Une 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, une demande mondiale de caoutchouc naturel et d'huile de palme soutenue**, étant donné : i) pour le caoutchouc naturel, l'absence d'un produit de substitution bénéficiant de propriétés équivalentes ; et ii) pour l'huile de palme, un besoin croissant d'oléagineux pour la consommation alimentaire, que les autres huiles, plus coûteuses, ne parviendront pas à satisfaire. En effet, l'huile de palme est l'huile la plus consommée dans l'espace UEMOA, 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 2013-2020 avec SAP, un système mono-ERP. En effet, SIFCA est soucieuse de son image de holding forte, disposant d'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 poursuite, en bas de cycle, de la mise en œuvre des politiques d'optimisation des coûts et d'augmentation de capacités de productions, de telle sorte à abaisser le point mort (ou seuil de rentabilité) afin de renforcer la résilience du Groupe face à la volatilité des cours**. Le Groupe a réalisé une perte nette consolidée au cours des deux derniers exercices, en raison de la poursuite de la baisse des cours, avec des plus bas historiques atteints durant le dernier exercice tant pour le caoutchouc

naturel que l'huile de palme. Cela n'a pas empêché le Groupe de poursuivre ses investissements (en moyenne 50 milliards de FCFA par an au cours des cinq dernières années) dans les trois filières, avec notamment la signature d'une convention de prêt impliquant PROPARCO, filiale de l'Agence Française de développement (AFD), pour 90 millions d'euros (ou 59 milliards de FCFA).

### 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 de l'activité de SIFCA aux cours mondiaux du caoutchouc naturel et de l'huile de palme** : 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 se sont avérés très volatils entre 2014 et 2019.
- **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.
- **Des 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, ce 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 supplémentaire 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 et par des facteurs naturels exogènes (insectes et virus).

## CARTE DES SCORES

FACTEURS DE NOTATION DES CORPORATES				Pondération	Score	Score pondéré	Score 2019	
<b>FACTEURS ENVIRONNEMENTAUX</b>				<b>25%</b>	<b>3,64</b>	<b>0,91</b>	<b>3,64</b>	<b>0,91</b>
<b>FNI.C1</b>	<b>Environnement macroéconomique</b>	<b>EM</b>	<b>10%</b>	<b>3,75</b>	<b>0,38</b>	<b>3,75</b>	<b>0,38</b>	
	<i>Maturité</i>		3%	4,00	0,12	4,00	0,12	
	<i>Volatilité</i>		2%	4,80	0,10	4,80	0,10	
	<i>Diversité</i>		2%	3,00	0,06	3,00	0,06	
	<i>Soutenabilité</i>		3%	3,30	0,10	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>	<b>4,00</b>	<b>0,28</b>	
	<i>Gouvernance systémique</i>		3%	4,00	0,12	4,00	0,12	
	<i>Infrastructure</i>		2%	4,00	0,08	4,00	0,08	
	<i>Information</i>		2%	4,00	0,08	4,00	0,08	
<b>FNI.C3</b>	<b>Environnement sectoriel</b>	<b>ES</b>	<b>8%</b>	<b>3,20</b>	<b>0,26</b>	<b>3,20</b>	<b>0,26</b>	
	<i>Pression concurrentielle</i>		4%	3,40	0,14	3,40	0,14	
	<i>Degré de maturité</i>		4%	3,00	0,12	3,00	0,12	
<b>FACTEURS QUALITATIFS</b>				<b>40%</b>	<b>2,50</b>	<b>1,00</b>	<b>2,56</b>	<b>1,03</b>
<b>FNI.C4</b>	<b>Produits - Distribution - Marque</b>	<b>PM</b>	<b>15%</b>	<b>1,97</b>	<b>0,30</b>	<b>2,13</b>	<b>0,32</b>	
	<i>Diversité des produits - Gamme</i>		5%	3,00	0,15	3,50	0,18	
	<i>Distribution et parts de marché</i>		5%	1,90	0,10	1,90	0,10	
	<i>Reconnaissance de la marque</i>		5%	1,00	0,05	1,00	0,05	
<b>FNI.C5</b>	<b>Gouvernance et management</b>	<b>GM</b>	<b>15%</b>	<b>2,90</b>	<b>0,44</b>	<b>2,90</b>	<b>0,44</b>	
	<i>Gouvernance idiosyncrasique</i>		5%	2,70	0,14	2,70	0,14	
	<i>Qualité de la gestion stratégique</i>		5%	2,50	0,13	2,50	0,13	
	<i>Qualité de l'exécution opérationnelle</i>		5%	3,50	0,18	3,50	0,18	
<b>FNI.C6</b>	<b>Positionnement concurrentiel</b>	<b>PC</b>	<b>10%</b>	<b>2,70</b>	<b>0,27</b>	<b>2,70</b>	<b>0,27</b>	
	<i>Compétitivité prix</i>		3%	3,00	0,09	3,00	0,09	
	<i>Compétitivité hors-prix</i>		3%	2,80	0,08	2,80	0,08	
	<i>Développement - Technologie - Innovation</i>		4%	2,40	0,10	2,40	0,10	
<b>FACTEURS FINANCIERS</b>				<b>35%</b>	<b>3,06</b>	<b>1,07</b>	<b>2,51</b>	<b>0,88</b>
<b>FNI.C7</b>	<b>Rentabilité</b>	<b>RE</b>	<b>10%</b>	<b>3,50</b>	<b>0,35</b>	<b>3,10</b>	<b>0,31</b>	
	<i>Marge de profit</i>		4%	5,00	0,20	4,00	0,16	
	<i>Rotation des actifs</i>		3%	2,00	0,06	3,00	0,09	
	<i>Lever financier</i>		3%	3,00	0,09	2,00	0,06	
<b>FNI.C8</b>	<b>Liquidité</b>	<b>LQ</b>	<b>10%</b>	<b>2,00</b>	<b>0,20</b>	<b>2,00</b>	<b>0,20</b>	
	<i>Liquidité des actifs</i>		5%	3,00	0,15	3,00	0,15	
	<i>Refinancement et gestion de la liquidité</i>		5%	1,00	0,05	1,00	0,05	
<b>FNI.C9</b>	<b>Flexibilité financière</b>	<b>FF</b>	<b>15%</b>	<b>3,47</b>	<b>0,52</b>	<b>2,47</b>	<b>0,37</b>	
	<i>Couverture des intérêts par les cashflows</i>		8%	3,00	0,24	2,00	0,16	
	<i>Dette en années de cashflows</i>		7%	4,00	0,28	3,00	0,21	
<b>SCORE PONDÉRÉ TOTAL</b>					<b>2,98</b>		<b>2,82</b>	
<b>AJUSTEMENT</b>								
<b>SCORE PONDÉRÉ TOTAL AJUSTÉ</b>					<b>2,98</b>		<b>2,82</b>	
<b>NOTATION INTRINSÈQUE</b>					<b>BBB</b>		<b>BBB+</b>	

## WEST AFRICA RATING AGENCY

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-
<b>2,75</b>	<b>2,99</b>	<b>BBB+</b>
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

W A R A

## PERSPECTIVE

La perspective attachée à la note de SIFCA reste **stable**. WARA justifie cette perspective par la baisse prononcée des cours du caoutchouc et de l'huile de palme sur l'exercice 2018 ainsi que l'absence de remontée durable sur 2019. Le Groupe poursuit néanmoins sa politique d'investissement : Elle ne permettra évidemment pas d'anesthésier la dépendance de SIFCA aux cours mondiaux des matières premières, qui sont un facteur exogène, mais elle rendra moins probable l'occurrence d'un exercice déficitaire, en abaissant de manière incrémentale le seuil de rentabilité du Groupe. C'est la meilleure résilience de SIFCA face à cette volatilité, au demeurant consubstantielle à la nature des activités du Groupe.

**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) la poursuite du processus de strict contrôle des coûts ; iii) du succès des plans d'investissement nécessaires pour moderniser l'outil industriel et augmenter les capacités de production actuelles des différentes filiales, se matérialisant par la baisse régulière du point mort; 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 CAF 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, sociale ou sanitaire affectant la Côte d'Ivoire ; iv) de retards ou contraintes rédhibitoires en matière d'investissements destinés à moderniser et/ou augmenter les capacités de production ; ou v) d'un recours à l'endettement que WARA jugerait excessif, voire difficilement soutenable à long terme.

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.

WARA



## 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 six 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 concurrence des poids lourds du paysage politique ivoirien pour la succession du Président OUATTARA rend l'issue des élections présidentielles et législatives de 2020 incertaines, et laisse la porte ouverte à tous les scénarios.

#### 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'État* 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.

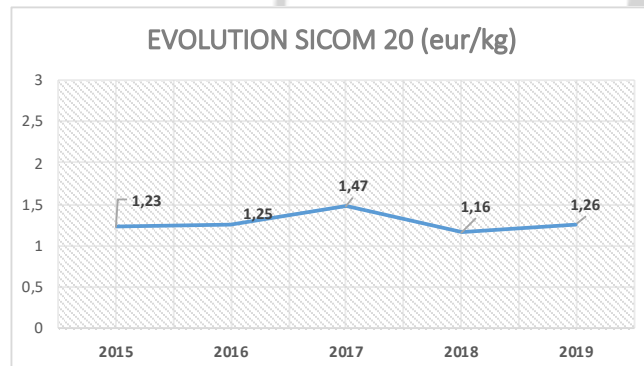
INDICES	BEN	BKN	CDI	GNB	MAL	NGR	SEN	TOG	Sources
Indice de contrôle de la corruption	-0.55	-0.11	-0.52	-1.56	-0.63	-0.65	0.09	-0.71	Banque Mondiale
Indice d'efficacité de l'Etat	-0.64	-0.59	-0.74	-1.77	-0.94	-0.67	-0.32	-1.13	Banque Mondiale
Indice de stabilité politique et d'absence de violence	0.05	-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

- Les marchés cibles de SIFCA (caoutchouc naturel, huile de palme et sucre de canne) sont tous les trois structurellement attractifs.
- Cependant, en raison de plusieurs facteurs, les cours du caoutchouc naturel et d'huile de palme sont en bas de cycle depuis cinq ans.
- La reprise structurelle sur ces marchés n'est pas envisagée avant 2022

**Dans un marché excédentaire, le cycle bas des cours mondiaux du caoutchouc se poursuit.** Le ralentissement de la croissance chinoise et des pays émergents a continué de peser sur la demande en caoutchouc naturel, tandis que l'offre est restée abondante, toujours favorisée par les plantings importants réalisés dans les années de haut de cycle. L'offre de caoutchouc naturel reste supérieure à la demande, bien que de seulement 2% en 2018, mais cette situation dure depuis 2012. 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 780 000 tonnes en 2019 contre 624 000 tonnes en 2018, soit +25%. Sur les cinq dernières années, la production ivoirienne a été multipliée par plus de deux (+129%). 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. Cela dit, l'Afrique ne représente que 5,6% de la production mondiale contre 88% pour l'Asie : la Thaïlande (5,2 millions de tonnes en 2018) et la Malaisie (3,5 millions de tonnes en 2018) représentent à eux deux 63% de la production mondiale.

**Concernant l'huile de palme, les cours oscillent entre 600 et 800 USD la tonne depuis 5 ans, bien loin des 1 125 USD de 2011.** Durant les huit dernières années, les cours mondiaux de l'huile de palme brute ont connu une baisse continue, chutant ainsi de près de 45% depuis 2012. La chute des cours de l'huile de palme brute résulte essentiellement de l'augmentation

de l'offre, notamment en Indonésie et en Malaisie, de la baisse du prix du baril de pétrole qui rend la transformation de l'huile de palme en biocarburant non compétitive, et du ralentissement de la consommation en Chine et en Inde. Tous ces facteurs ont eu pour conséquence un excès de stock d'huile de palme brute sur le marché mondial, d'où une baisse prononcée des cours. En Côte d'Ivoire, la production nationale de régimes de palme a connu, de 2017 à 2018, une forte baisse aussi bien au niveau du verger des plantations industrielles que de celui des plantations villageoises, en raison du phénomène agricole naturel du « repos végétatif ».

**Cependant, l'Afrique et particulièrement la zone UEMOA, reste profondément déficitaire en huile végétale et dépendante des importations.** 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 continue de croître au point de surpasser toutes les autres. L'huile de palme constitue 35% des volumes d'huiles végétales produites dans l'espace UEMOA, comparée aux autres huiles (arachide, coton, autres). La demande mondiale d'huile végétale augmente de 4% tous les ans (3% dans la zone UEMOA), plus vite que la production. La demande mondiale d'huiles végétales a suivi la tendance dominante des huiles moins chères telles que les huiles de palme et de soja. En effet, l'huile de palme est en tête des échanges mondiaux d'huiles végétales avec 54% des importations mondiales d'huile végétale dans le monde. Ce développement s'explique en partie par la montée en puissance de la sous-filière en Asie (Indonésie et Malaisie), le fait que le palmier donne de loin l'un des meilleurs rendements d'huile à l'hectare. L'huile de palme s'est ainsi imposée comme l'huile par excellence des échanges mondiaux en augmentant régulièrement ses parts de marché au détriment de toutes les autres huiles. Le marché de SIFCA dans la filière oléagineuse est essentiellement régional, ce qui rend le Groupe relativement moins tributaire des cours mondiaux, sans en être pour autant complètement détaché. Tous ces éléments constituent des facteurs positifs de notation.

**Enfin, en matière de sucre, SIFCA est en situation de duopole et le marché reste protégé. C'est un facteur positif de notation.** 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 i) la compression des charges afin d'améliorer les marges, et ii) l'augmentation des capacités de production afin de servir un marché en forte croissance et qui recourt de plus en plus aux importations, ce qui risque de mettre à mal les protections dont il bénéficie jusqu'ici.

## 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.
- C'est un facteur positif de notation.

**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. Cela dit, 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 du 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, par le biais de SIPH. Depuis 2015, SAPH fait des efforts considérables (et parfois douloureux) en matière de réduction des charges, d'amélioration de la qualité, et d'extension de ses capacités d'usage. La combinaison de ces trois décisions stratégiques est en effet la seule à même de comprimer le point mort et donc de renforcer la résilience de la filière caoutchouc face à la volatilité du SICOM.

**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 reste un pilier essentiel de SIFCA du fait de sa croissance soutenue, et des parts de marché croissantes dans 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'accélérer dans les années à venir en raison i) de l'absence d'une huile de substitution pouvant être produite dans des quantités comparables sur les terres disponibles, et ii) aux besoins croissants d'oléine, en lien avec la démographie, pour les produits de consommation courante.

**Enfin, 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. Sucrivoire dispose d'une capacité de production nominale de 100 000 tonnes par an. Cela représente 50% de la production nationale. Les marges de manœuvre et le potentiel de croissance sont très attractifs sur ce marché car la consommation locale est de 250 000 tonnes par an et elle continue d'augmenter (à ce jour, l'écart entre consommation locale et production est compensé par des importations à caractère exceptionnel et soumises au contrôle des autorités ivoiriennes.

**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 60% 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. 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 et 2017) ce qui expose donc les résultats du Groupe à la baisse concomitante des cours de ces matières premières. C'est un facteur négatif de notation. Le Groupe a aussi entamé une diversification dans les produits de consommation, avec la commercialisation depuis l'année dernière du riz sous la marque Dinor, et pourrait poursuivre l'enrichissement de son portefeuille de produits. SIFCA va également poursuivre le développement de ses activités agricoles dans la sous-région, à travers MOPP et CRC au Liberia, mais aussi BOPP et GREL au Ghana.

## 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.

**La stratégie du Groupe SIFCA est construite sur le développement de ses trois métiers.**

Cette stratégie se décline en quatre axes principaux : i) l'optimisation de l'existant avec un abaissement des prix de revient, subséquent à l'augmentation des capacités et à une stricte maîtrise des charges, 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. Enfin, le Groupe continue de renforcer les synergies entre ses filières, notamment en matière de frais généraux, de gestion du personnel, d'outils d'information de gestion (SAP) et de centralisation de la trésorerie et d'une partie du financement de la croissance.

**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 est un facteur positif 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. Wilmar, spécialiste des matières premières agricoles (notamment de l'huile de palme), détient 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 14,8% du capital de SAPH et 44,1% du capital de SIPH depuis l'OPA réalisée en 2019 pour sortir SIPH de la cote. 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. Quant à Terra, il est en soutien de Sucrivoire. WARA constate que la qualité de ces partenariats et de ces ressources constitue un facteur positif de notation.

**Si l'équipe dirigeante de SIFCA est solide, compétente et expérimentée, WARA note cependant que la mise en place de certains processus décisionnels de Groupe, indispensables à l'optimisation du fonctionnement de SIFCA, demeurent 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 2013-2020 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 partiellement chez PALMCI. Chez SIPH, le programme a démarré pour un module commercial et s'est accéléré en 2017 pour une finalisation en 2019. 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
- C'est un facteur positif de notation.

**Avec 27% 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 10% 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. 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 dépassant les 1% ; c'est donc un acteur incontournable, leader tant en Côte d'Ivoire qu'à l'échelle sous régionale. C'est un facteur positif de notation. A moyen terme, le Groupe SIFCA compte consolider sa position de leader en poursuivant son objectif de production de 400 000 tonnes de caoutchouc naturel à l'horizon 2023, à travers l'extension de ses capacités de production et l'amélioration de son efficacité opérationnelle.

**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-huileries ». PALMCI œuvre à l'optimisation de ses coûts de revient en réduisant les charges non nécessaires et en optimisant son effectif. Cependant, le développement de la concurrence, quelques failles de gestion en 2016, des conditions climatiques défavorables en 2017 et le « repos végétatif » forcé en 2018 ont ralenti le déploiement de la stratégie opérationnelle au niveau de PALMCI en comparaison de SAPH. L'existence de SANIA, usine de raffinage née de l'association de SIFCA avec Wilmar, permet au Groupe de maîtriser la totalité de la chaîne de valeur de l'huile de palme en développant les activités de distribution de produits de consommation à base d'huile de palme, et densifient les offres d'autres produits de grande consommation (FMCG), tels que le riz, le savon et les bouillons. L'objectif est la réduction de la dépendance du groupe aux fluctuations des cours d'huile de palme.

**SIFCA, à travers sa filiale Sucrivoire, ambitionne de profiter de sa situation de duopole grâce à l'extension de ses capacités de production qui passeraient de 100 000 aujourd'hui à 160 000 en 2023.** Cette augmentation de capacité permettra de combler le gap entre la production nationale (200 000 tonnes) et la consommation (250 000 tonnes) d'une part ; et à Sucrivoire de gagner en compétitivité grâce à la réduction de son point mort.

## Facteurs financiers

## Rentabilité

- En première lecture, SIFCA affiche un niveau de rentabilité insuffisant selon la méthodologie WARA : c'est un facteur négatif de notation
- Le groupe subit de plein fouet des chocs exogènes : (i) prolongation du cycle bas des cours de matières premières et (ii) phénomènes naturels (repos végétatif, virus, insectes, sécheresse)
- WARA note cependant que SIFCA renforce sa compétitivité à travers une politique d'extension de sa capacité production couplée à un plan de réduction des charges au niveau des filiales et du siège

**Le niveau de rentabilité affiché par le groupe est insuffisant : c'est un facteur négatif de notation.** La marge nette moyenne des cinq dernières années est de 0%. En outre, bien que le niveau de rotation des actifs soit très bon (77 % en moyenne soit un score de 2), le niveau de rentabilité rapporté à l'actif est insuffisant (0,2% en moyenne) ; et il en est de même si on rapporte la rentabilité aux fonds propres du groupe (-0,1% sur la période analysée).

	2015	2016	2017	2018	2019	Moy. 5 ans	Score WARA
Marge de profit	0%	2%	6%	-4%	-4%	<b>0,0%</b>	6
Rotation des actifs	69%	77%	89%	75%	74%	<b>77%</b>	2
<b>Rentabilité des Actifs (ROA)</b>	<b>0,1%</b>	<b>1,6%</b>	<b>5,1%</b>	<b>-3,1%</b>	<b>-2,8%</b>	<b>0,2%</b>	6
Levier Financier	1,84x	1,74x	1,67x	1,90x	2,15x	1,86x	3
<b>Rentabilité des fonds propres (ROE)</b>	<b>0,2%</b>	<b>2,8%</b>	<b>8,4%</b>	<b>-5,9%</b>	<b>-6,0%</b>	<b>-0,1%</b>	6

Scoring WARA - Rentabilité (de 1 à 6, 1 étant le meilleur score)	1 excellent - très élevé	2 très bon - élevé	3 bon - adéquat	4 insuffisant - vulnérable	5 médiocre - faible	6 défaillant - très faible
Marge de profit	supérieur à 20%	entre 13 et 20%	entre 9 et 13%	entre 5 et 9%	entre 3 et 5%	inférieur à 3%
Rotation des Actifs	supérieur à 80%	entre 60 et 80%	entre 40 et 60%	entre 30 et 40%	entre 20 et 30%	inférieur à 20%
Rentabilité des Actifs (ROA)	supérieur à 10%	entre 8 et 10%	entre 6 et 8%	entre 4 et 6%	entre 2 et 4%	inférieur à 2%
Rentabilité des Capitaux Propres (ROE)	supérieur à 25%	entre 17 et 25%	entre 10 et 17%	entre 6 et 10%	entre 3 et 6%	inférieur à 3%

**Ce faible niveau de rentabilité est la conséquence : (i) des cours de matières premières qui poursuivent leur cycle bas (cf. page 12), (ii) de chocs exogènes « naturels » qui impactent l'efficacité opérationnelle des filiales du groupe : c'est notamment le cas sur l'huile de palme et le sucre.** En travaillant sur le vivant, les différentes filières du Groupe sont exposées à des incidents dont les sources peuvent être diverses. Au niveau du pôle sucrier, sur 2017 et 2018, des insectes foreurs ainsi qu'un virus (la mosaïque) ont impacté la teneur en sucre des cannes réduisant la production de sucre. Les parcelles infectées risquant de mettre en péril la production future de sucre, le groupe a décidé en 2019 de cesser l'exploitation de ces parcelles, de les retourner et de replanter des variétés plus résistantes et offrant de meilleurs rendements. Concernant le pôle oléagineux, le phénomène naturel de « repos végétatif » forcé a contraint le groupe à réduire son niveau de production des régimes de palme entre 2017 et 2019, nécessaires aux activités de raffinage et distribution en aval.

**Cela dit, SIFCA continue à travailler sur le contrôle de ses charges et l'augmentation des volumes, seule combinaison de facteurs à même de renforcer sa résilience face à la volatilité des cours. WARA estime que cette stratégie est pertinente et la considère comme un facteur positif de notation.** 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, la recherche de synergies et d'effets de mutualisation des charges, et l'augmentation ambitieuse de ses capacités d'usinage, donc de ses volumes. Il s'agit donc pour le groupe de réduire au maximum le point mort sur ses trois pôles d'activité. Cette démarche s'est déjà avérée très efficace dans le cas de SAPH (filiale principale du pôle caoutchouc) ; la direction s'attelle désormais de l'étendre aux autres filières, de manière incrémentale et dans une logique de croissance maîtrisée (les prêts PROPARCO et BNI vont d'ailleurs dans ce sens). Le tableau ci-dessous montre les investissements réalisés par le groupe au cours des cinq dernières années. Dans la même veine, afin de renforcer ses performances industrielles, le groupe a recruté trois experts pour sa filière huile de palme en provenance de WILMAR (deux experts usine et un expert huile de palme) ainsi qu'un expert provenant la société TERRA pour sa filière sucrière. Enfin, la direction de SIFCA a mis en place sur l'exercice 2019, un plan d'économies de 2 milliards de FCFA au niveau de son siège dans le but de renforcer la compétitivité de l'ensemble du Groupe.

## Liquidité

- La liquidité de SIFCA est stable et se maintient à un niveau satisfaisant.
- C'est un facteur positif de notation

**Les ratios de liquidité du Groupe sont à un bon niveau et stables sur la période analysée.** En particulier, le ratio de liquidité générale s'est maintenu au-dessus des 125% (score maximal de 1) au cours des 5 dernières années, ce qui rend compte d'un niveau satisfaisant d'actifs circulants et d'une bonne liquidité générale du bilan. Il en va de même pour le ratio de couverture des emplois long terme par les ressources stable (115% en moyenne) au cours des 5 dernières années. En revanche, le ratio de liquidité de l'actif est à un niveau très bas, ce qui est logique au regard du fait que SIFCA est un groupe industriel : son actif est donc dominé par les immobilisations corporelles (champs, outils de production et de transformations).

	2015	2016	2017	2018	2019	Moy. 5 ans	Score WARA
Actifs liquides / Actif Total	27%	27%	29%	32%	34%	30%	5
Actifs liquides / Ressources CT	263%	256%	221%	199%	180%	224%	1
(Ressources LT + CP) / Actif immo	122%	118%	118%	112%	108%	115%	2

Scoring WARA - Liquidité (de 1 à 6, 1 étant le meilleur score)	1 excellent - très élevé	2 très bon - élevé	3 bon - adéquat	4 insuffisant - vulnérable	5 médiocre - faible	6 défaillant - très faible
Actifs liquides / Actif total	supérieur à 60%	entre 50 et 60%	entre 40 et 50%	entre 30 et 40%	entre 20 et 30%	inférieur à 20%
Actifs liquides / Ressources CT	supérieur à 125%	entre 100 et 125%	entre 75 et 100%	entre 55 et 75%	entre 35 et 55%	inférieur à 35%
(Ressources LT + Capitaux Propres) / Actif immobilisé	supérieur à 120%	entre 100 et 120%	entre 80 et 100%	entre 50 et 80%	entre 30 et 50%	inférieur à 30%

**Le niveau de rentabilité insuffisant contraint le groupe à recourir régulièrement aux découverts bancaires et autres facilités de caisse.** WARA note cependant que les partenaires financiers sont prêts à soutenir le groupe dans le financement de son BFR en raison de son poids dans l'activité économique du pays et de la qualité de sa signature. Le Groupe SIFCA affiche un niveau de trésorerie nette négative au cours des cinq dernières années. Une telle tendance est la conséquence du niveau de rentabilité insuffisant décrit plus haut dans notre analyse. Cependant, il convient de remarquer que SIFCA bénéficie encore de capacités d'emprunts et de découverts 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 d'appoint si la situation l'y invitait.

	2015	2016	2017	2018	2019
Trésorerie Actif	44 004	34 163	40 058	35 456	36 989
Trésorerie Passif	61 437	60 194	66 775	86 228	105 623
<b>Trésorerie nette</b>	<b>-17 433</b>	<b>-26 031</b>	<b>-26 717</b>	<b>-50 772</b>	<b>-68 635</b>

## Flexibilité financière

- La flexibilité financière du groupe s'est réduite en raison de l'augmentation du niveau d'endettement
- SIFCA continue de bénéficier d'un fort soutien actionnarial et des financements nécessaires à son développement

**Afin de financer son développement et l'extension de ses capacités de production, le groupe a eu recours à l'endettement au cours des deux dernières années.** La signature en 2018 d'une convention de financement avec PROPARCO pour 90 millions d'euros (soit 59 milliards de FCFA), destinée au refinancement de l'emprunt obligataire et au financement du renforcement des capacités dans les trois filières. La première tranche (54 millions d'euros soit 35 milliards de FCFA) a été tirée en novembre 2018 et la seconde en novembre 2019 pour (36 millions 24 milliards de FCFA). SIFCA s'endette dorénavant au niveau de la holding en raison de la qualité de sa signature permettant d'obtenir de meilleures conditions de financement comparativement aux filiales. WARA observe que la confiance accordée par PROPARCO sur ce dossier témoigne de la validation de la stratégie industrielle adoptée par le groupe.

**Cependant, l'endettement supplémentaire couplé à la faible rentabilité dégagée par les activités du groupe impacte mécaniquement les ratios de flexibilité financière.** En effet, le ratio de gearing passe de 42% au 31 décembre 2017 à 70% au 31 décembre 2019. En termes de flux, le ratio de couverture de la charge d'intérêts par l'EBE s'établit en moyenne à 7x ce qui correspond à un bon niveau selon WARA (score de 3). En revanche, le stock de dette rapporté à l'EBE s'élève à 4x en moyenne sur les cinq dernières années : cela signifie qu'il faut quatre années d'exploitation pour solde la dette restante. C'est un niveau perfectible (score de 4) selon notre grille de notation : il doit être de 3x au plus pour être au niveau du grade d'investissement.

	2015	2016	2017	2018	2019	Moy. 5 ans
Dettes financières à M/L terme	146 336	116 343	80 938	95 032	108 299	
Trésorerie-Passif	61 437	60 194	66 775	86 228	105 623	
Capitaux propres	339 426	339 677	351 230	324 755	305 261	
<b>Gearing</b>	<b>61%</b>	<b>52%</b>	<b>42%</b>	<b>56%</b>	<b>70%</b>	<b>56%</b>

	2015	2016	2017	2018	2019	Moy. 5 ans	Score WARA
EBE/intérêts	5,0x	7,8x	11,7x	4,8x	5,0x	<b>7x</b>	3
(Dettes fi + trésor passif) / EBE	3,8x	2,6x	1,5x	4,5x	5,1x	<b>4x</b>	4

Scoring WARA - Flexibilité Financière (de 1 à 6, 1 étant le meilleur score)	1 excellent - très élevé	2 très bon - élevé	3 bon - adéquat	4 insuffisant - vulnérable	5 médiocre - faible	6 défaillant - très faible
Dettes / EBE (x)	inférieur à 1x	entre 1x et 2x	entre 2x et 3x	entre 3x et 4,5x	entre 4,5x et 6,5x	supérieur à 6,5x
EBE/charge d'intérêts	supérieur à 10x	entre 7x et 10x	entre 5x et 7x	entre 2,5 et 5x	entre 1,5x et 2,5x	inférieur à 1,5x

## DONNEES FINANCIERES ET RATIOS

## Groupe SIFCA – Comptes consolidés aux normes comptables révisées OHADA.

COMPTE DE RESULTAT (en millions de FCFA)	2015	2016	2017	2018	2019
Chiffre d'affaires (CA)	428 832	455 436	521 330	462 868	484 205
Production stockée (ou déstockage)	887	2 849	7 401	6 744	5 826
Production immobilisée	30 598	15 924	16 335	0	0
Autres produits	2 898	1 976	1 675	0	0
<b>PRODUITS D'EXPLOITATION</b>	<b>463 215</b>	<b>476 185</b>	<b>546 741</b>	<b>469 611</b>	<b>490 031</b>
Achats de marchandises	2 237	-3 013	2 980	-4 585	-9 000
Achats de matières premières et autres approvisionnements	-246 345	-253 043	-293 934	-275 440	-286 171
Services extérieurs	-76 336	-70 691	-73 741	-79 718	-73 033
Autres charges de gestion courante	-8 291	-4 010	-3 157	13 492	12 050
Opérations d'exploitation intra-groupe	0	0	0	0	0
<b>VALEUR AJOUTEE</b>	<b>134 480</b>	<b>145 427</b>	<b>178 890</b>	<b>123 361</b>	<b>133 877</b>
<b>% CA</b>	<b>31,4%</b>	<b>31,9%</b>	<b>34,3%</b>	<b>26,7%</b>	<b>27,6%</b>
Impôts et taxes	-9 252	-9 283	-9 757	-9 562	-10 296
Charges de personnel	-71 150	-68 247	-69 336	-73 775	-81 957
<b>EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBE)</b>	<b>54 078</b>	<b>67 898</b>	<b>99 798</b>	<b>40 025</b>	<b>41 624</b>
<b>% CA</b>	<b>12,6%</b>	<b>14,9%</b>	<b>19,1%</b>	<b>8,6%</b>	<b>8,6%</b>
Dotations aux amortissements et aux provisions	-51 374	-50 477	-48 821	-48 270	-45 660
Reprises de provisions	13 001	5 662	4 167	4 037	4 279
Transferts de charges	2 314	1 700	132	251	4 402
<b>RESULTAT D'EXPLOITATION</b>	<b>18 019</b>	<b>24 784</b>	<b>55 276</b>	<b>-3 958</b>	<b>4 645</b>
<b>% CA</b>	<b>4,2%</b>	<b>5,4%</b>	<b>10,6%</b>	<b>-0,9%</b>	<b>1,0%</b>
Opérations faites en commun	-525	0	18	0	-309
Résultat financier	-11 854	-6 980	-8 355	-11 064	-13 518
Résultat hors activités ordinaires (H.A.O)	-55	200	-718	-413	-2 238
Impôt sur le résultat	-2 457	-6 105	-14 295	-1 756	-1 757
Q-P de résultat des mises en équivalence	206	197	104	84	97
Dotations/reprises sur amortissements sur écarts d'acquisitions	-2 619	-2 478	-2 353	-2 174	-5 149
<b>RESULTAT NET CONSOLIDE</b>	<b>716</b>	<b>9 617</b>	<b>29 677</b>	<b>-19 281</b>	<b>-18 228</b>
<b>% CA</b>	<b>0,2%</b>	<b>2,1%</b>	<b>5,7%</b>	<b>-4,2%</b>	<b>-3,8%</b>
Part des minoritaires	2 932	5 315	20 599	-4 340	-5 048
<b>PART DU GROUPE DANS LE RESULTAT</b>	<b>-2 216</b>	<b>4 303</b>	<b>9 078</b>	<b>-14 941</b>	<b>-13 180</b>

<b>BILAN (en millions de FCEA)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Immobilisations incorporelles	53 346	49 418	41 636	38 871	34 772
Immobilisations corporelles	340 999	332 377	325 258	335 391	346 551
Immobilisations financières	15 188	14 319	9 412	12 162	13 079
Stocks	103 851	99 799	114 527	128 622	138 387
Créances et emplois assimilés	66 788	59 736	56 279	66 631	86 102
Trésorerie - Actif	44 004	34 163	40 058	35 456	36 989
Charges constatées d'avance	885	0	0	0	0
Ecart de conversion et autres	0	0	0	0	0
<b>TOTAL ACTIF</b>	<b>625 061</b>	<b>589 812</b>	<b>587 170</b>	<b>617 133</b>	<b>655 880</b>
Part du groupe dans les capitaux propres et le résultat	187 940	188 174	186 376	169 919	156 127
Part des minoritaires dans les capitaux propres et le résultat	151 486	151 503	164 854	154 836	149 134
Crédits à moyen et long terme	146 336	116 343	80 938	95 032	108 299
Autres dettes financières et ressources assimilées	12 314	11 292	10 888	12 866	11 937
Avances et acomptes reçus sur commandes	2 137	797	2 674	2 440	2 968
Dettes fournisseurs et comptes rattachés	29 851	33 911	35 785	52 859	68 688
Dettes fiscales	9 515	12 931	12 728	7 841	10 067
Autres dettes d'exploitation	23 374	14 667	26 152	35 111	43 036
Trésorerie - Passif	61 437	60 194	66 775	86 228	105 623
Produits constatés d'avance, éliminations et écart de conversion	671	0	0	0	0
<b>TOTAL PASSIF</b>	<b>625 061</b>	<b>589 812</b>	<b>587 170</b>	<b>617 133</b>	<b>655 880</b>

W A R A

TAUX DE CROISSANCE - COMPTE DE RESULTAT (en %)	2015	2016	2017	2018	2019
Chiffre d'affaires (CA)	-4,5	6,2	14,5	-11,2	4,6
Production stockée (ou déstockage)	-140,9	221,2	159,8	-8,9	-13,6
Autres produits	143,3	-31,8	-15,2	-100,0	--
PRODUITS D'EXPLOITATION	-3,2	2,8	14,8	-14,1	4,3
Achats de marchandises	-1 489,4	-234,7	-198,9	-253,8	96,3
Achats de matières premières et autres approvisionnements	-0,4	2,7	16,2	-6,3	3,9
Services extérieurs	-5,7	-7,4	4,3	8,1	-8,4
Autres charges de gestion courante	147,3	-51,6	-21,3	-527,4	-10,7
Opérations d'exploitation intra-groupe	--	--	--	--	--
VALEUR AJOUTEE	-8,6	8,1	23,0	-31,0	8,5
Impôts et taxes	11,0	0,3	5,1	-2,0	7,7
Charges de personnel	3,7	-4,1	1,6	6,4	11,1
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBE)	-22,9	25,6	47,0	-59,9	4,0
Dotations aux amortissements et aux provisions	5,6	-1,7	-3,3	-1,1	-5,4
Reprises de provisions	276,5	-56,4	-26,4	-3,1	6,0
Transferts de charges	3,3	-26,5	-92,2	90,0	1 655,4
RESULTAT D'EXPLOITATION	-33,7	37,5	123,0	-107,2	-217,4
Opérations faites en commun	-30,6	29,5	94,8	-108,1	-212,2
Résultat financier	-25,5	-41,1	19,7	32,4	22,2
Résultat hors activités ordinaires (H.A.O)	-80,2	-467,0	-458,9	-42,5	441,9
Impôt sur le résultat	6,9	148,5	134,2	-87,7	0,1
Q-P de résultat des mises en équivalence	-16,6	-4,6	-47,1	-19,2	15,8
Dotations/reprises sur amortissements sur écarts d'acquisitions	-10,1	-5,4	-5,1	-7,6	136,8
RESULTAT NET CONSOLIDE	-88,0	1 242,4	208,6	-165,0	-5,5
Part des minoritaires	-56,3	81,3	287,6	-121,1	16,3
PART DU GROUPE DANS LE RESULTAT	202,7	-294,2	111,0	-264,6	-11,8

TAUX DE CROISSANCE - BILAN (en %)	2015	2016	2017	2018	2019
Immobilisations incorporelles	-2,5	-7,4	-15,7	-6,6	-10,5
Immobilisations corporelles	7,4	-2,5	-2,1	3,1	3,3
Immobilisations financières	-25,6	-5,7	-34,3	29,2	7,5
Stocks	-1,9	-3,9	14,8	12,3	7,6
Créances et emplois assimilés	-12,9	-10,6	-5,8	18,4	29,2
Trésorerie - Actif	10,1	-22,4	17,3	-11,5	4,3
Charges constatées d'avance	-22,9	-100,0	--	--	--
Ecart de conversion et autres	-100,0	--	--	--	--
TOTAL ACTIF	1,4	-5,6	-0,4	5,1	6,3
Part du groupe dans les capitaux propres et le résultat	-4,0	0,1	-1,0	-8,8	-8,1
Part des minoritaires dans les capitaux propres et le résultat	-0,4	0,0	8,8	-6,1	-3,7
Crédits à moyen et long terme	6,5	-20,5	-30,4	17,4	14,0
Autres dettes financières et ressources assimilées	17,8	-8,3	-3,6	18,2	-7,2
Avances et acomptes reçus sur commandes	154,1	-62,7	235,5	-8,8	21,7
Dettes fournisseurs et comptes rattachés	-25,0	13,6	5,5	47,7	29,9
Dettes fiscales	-21,1	35,9	-1,6	-38,4	28,4
Autres dettes d'exploitation	9,7	-37,3	78,3	34,3	22,6
Trésorerie - Passif	36,3	-2,0	10,9	29,1	22,5
Produits constatés d'avance, éliminations et écart de conversion	-28,7	-27,7	-26,7	-25,7	-24,7
TOTAL PASSIF	1,4	-5,6	-0,4	5,1	6,3



RATIOS	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Rentabilité</b>					
Marge de profit (RN/CA) en %	0,2	2,1	5,7	-4,2	-3,8
Rotation des actifs (CA/TA) en %	68,6	77,2	88,8	75,0	73,8
Levier financier (TA/FP) en %	184,2	173,6	167,2	190,0	214,9
Retour sur fonds propres (RN/FP) en %	0,2	2,8	8,4	-5,9	-6,0
ROA (RN/TA) en %	0,1	1,6	5,1	-3,1	-2,8
Charges d'exploitation/Produits d'exploitation en %	96,1	94,8	89,9	100,8	99,1
<b>Liquidité</b>					
Ratio de liquidité générale (AC/PC) en %	263,0	256,0	220,9	198,7	179,9
Ratio de liquidité de l'actif (AC/TA) en %	27,3	27,0	29,1	31,6	34,2
Couverture des stocks (en jours d'achats)	153,2	140,3	141,7	165,4	168,8
Rotation des stocks (en nombre de fois / an)	2,4	2,6	2,5	2,2	2,1
Délais clients (en jours de CA) (3)	47,5	40,0	32,9	43,9	54,3
Délais fournisseurs (en jours de CA) (3)	21,2	22,7	20,9	34,8	43,3
<b>Flexibilité financière</b>					
Gearing (Dette financière + Trésor Passif /FP) en %	61,2	52,0	42,1	55,8	70,1
Couverture des charges d'intérêt (EBE/intérêts financiers) en x	5,0	7,8	11,7	4,8	5,0
(Dette financière + Trésor Passif) /EBE en x	3,8	2,6	1,5	4,5	5,1

**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



© 2020 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.