FILTISAC SA

A/Stable/w-3

ANALYSE

Octobre 2020

Hamza HAJI
hamza.haji@wara-ratings.com
+221 33 824 60 14 | +221 77 392 78 27

Oumar NDIAYE
hamza.haji@wara-ratings.com
+221 33 824 60 14 | +221 77 400 42 91

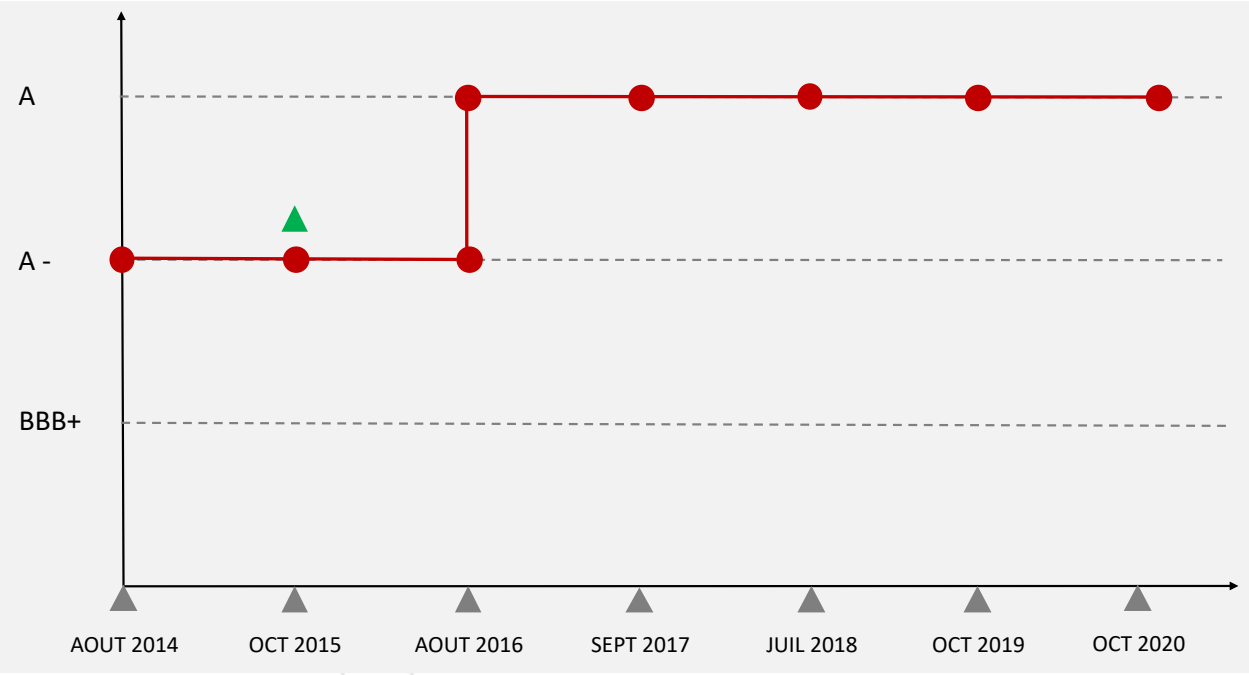
TABLE DES MATIÈRES

NOTATION 3
ÉVOLUTION DE LA NOTE DE LONG TERME 3
RÉSUMÉ 3
Points forts 4
Points faibles 5
CARTE DES SCORES 6
PERSPECTIVE 8
ANALYSE DES FACTEURS DE NOTATION INTRINSEQUE 9
Facteurs environnementaux 9
Environnement macroéconomique 9
Environnement opérationnel 10
Environnement sectoriel 12
Facteurs qualitatifs 14
Produits – Distribution – Marque 14
Gouvernance et management 16
Positionnement concurrentiel 17
Facteurs financiers 19
Rentabilité 19
Liquidité 21
Flexibilité financière 22
DONNEES FINANCIERES ET RATIOS 23

NOTATION

Echelle	Régionale	Internationale
Méthodologie	Corporate	Corporate
Notation de long terme	**A**	**iBB-**
Perspective	Stable	Stable
Notation de court terme	w-3	iw-5
Surveillance	Non	Non

ÉVOLUTION DE LA NOTE DE LONG TERME



RÉSUMÉ

- **WARA note FILTSAC depuis Novembre 2013. Cette notation a été affirmée en octobre 2020 à A/Stable/w-3 sur l'échelle régionale de WARA.**

.

FILTISAC SA (Filatures, Tissages, Sacs, Côte d'Ivoire S.A.) est une société anonyme de droit ivoirien spécialisée dans la fabrication d'emballages pour le stockage, le transport et la manutention. Cette notation se situe un cran en dessous du plafond national ivoirien, lequel s'établit –selon WARA– à 'A+'. WARA a aussi affirmé la notation de court terme de FILTISAC à '**w-3**'. La perspective attachée à cette notation demeure **stable**. A titre de référence, les notations en devises internationales que WARA assigne à FILTISAC est **iBB-/Stable/iw-5**.

La notation intrinsèque de FILTISAC, qui ne bénéficie d'aucun facteur de support externe, est de '**A**' selon WARA, ce qui équivaut à un score pondéré total de **2,46/6,00** (en augmentation de 0,14 point par rapport à octobre 2019), incluant un ajustement favorable supplémentaire à la carte des scores de **-5%** pour refléter l'assistance permanente que reçoit FILTISAC de son actionnaire de référence, Industrial Promotion Services West Africa (IPS WA), une holding opérationnelle affiliée à l'AKFED.

Le Groupe Aga Khan domine l'actionnariat de FILTISAC, avec au moins 46% du capital, répartis entre 2 entités : Aga Khan Fund for Economic Development (AKFED) et IPS WA. IPS WA, contrôlée par l'AKFED, n'est actionnaire de FILTISAC qu'à hauteur de 10%, mais se positionne comme son actionnaire de référence. IPS WA, holding opérationnelle, fournit en effet à FILTISAC et à ses filiales une assistance importante en matière i) de gestion financière, ii) de contrôle opérationnel et de gestion, iii) d'outils informatiques, iv) d'audit interne, v) d'affaires juridiques, et vi) de gestion des ressources humaines. Cela permet de mutualiser certains coûts et d'harmoniser l'organisation opérationnelle et la conduite stratégique de FILTISAC. Cette assistance fait l'objet d'une série de conventions rémunérées avec certaines entités contrôlées par l'AKFED, notamment IPS WA.

La notation de long terme en devise régionale de FILTISAC (A) ne bénéficie d'aucun cran de support externe.

La notation intrinsèque et de contrepartie de FILTISAC (A) s'appuie essentiellement sur les facteurs suivants :

Points forts

- **La position de leader de FILTISAC sur le marché de l'emballage en Afrique francophone.** Un des fleurons de l'industrie manufacturière ivoirienne, FILTISAC continue d'être l'acteur majeur dans la région en matière de sacs et d'emballages rigides. FILTISAC détient 60% des parts de marché des sacs en fibres synthétiques et près de 80% des parts de marché des sacs en jute.

- **Une gouvernance saine de la société, forte d'une vision claire et d'une stratégie de différenciation par la qualité, soutenue par un programme d'investissement et d'optimisation des coûts ambitieux.** L'assistance permanente de son actionnaire de référence, IPS WA, et l'expertise de son équipe dirigeante constituent des atouts majeurs en matière d'exécution de sa stratégie de consolidation de sa position de leader, en abaissant le seuil de rentabilité pour capturer davantage de marge.

- **La demande pour les produits d'emballage devrait continuer de croître dans la région.** L'Afrique de l'Ouest est une région essentiellement agricole, qui aura encore longtemps besoin de sacs en jute et en fibres synthétiques, difficilement substituables. En outre, l'émergence d'une classe moyenne qui modifie ses habitudes de consommation, et l'industrialisation croissante de la région devraient sous-tendre la généralisation spectaculaire des emballages rigides.

- **FILTISAC se prévaut d'un bon degré de diversification, tant en matière de mix produit qu'en terme de couverture géographique**. Les produits de FILTISAC, i.e. les sacs en jute, les sacs en fibres synthétiques et les emballages rigides (les préformes, les bouteilles

proprement dites, les flacons, les jerrycans, les bidons, et les bouchons), couvrent de larges besoins d'emballage, dans une grande partie de l'Afrique francophone. La fabrication du « Big Bag » représente aussi une opportunité intéressante pour FILTISAC, puisqu'elle sera la seule usine en Afrique à le produire, répondant ainsi à une demande de plus en plus explicite.

- **Sur le plan financier, FILTISAC se caractérise par un niveau robuste de liquidité et un endettement modéré**. Ses fonds propres sont élevés et lui permettront de financer sans difficulté ses éventuels investissements futurs, d'autant plus que l'entreprise devrait faire un usage plus agressif du levier financier. La société a récemment mis l'accent sur l'amélioration de son BFR, lequel a connu une compression spectaculaire.

Points faibles

- **Un environnement régional souvent instable tant économiquement que politiquement, malgré son potentiel de croissance important**. La Côte d'Ivoire est en plein rattrapage, mais le Mali et le Burkina Faso restent fragiles, quoique pour des raisons différentes.

- **La concurrence est intense.** De petits producteurs locaux et de nombreux importateurs déployant une concurrence par les prix pour des produits de moins bonne qualité ont comprimé les parts de marché de FILTISAC, forçant l'entreprise à se différencier davantage par la qualité et à accélérer son avantage technologique. Dans chacune des trois filières, les enjeux et les facteurs-clés de succès sont différents : pour les sacs en jute et synthétiques, l'accent est mis sur la compression du prix de revient en modulant les intrants ainsi que sur la réduction des charges fixes ; pour les emballages rigides, il s'agit de saturer l'outil de production en renforçant la force de vente.

- **La sacherie est un métier mature, où les marges sont modestes, et où la dépendance aux cours des matières premières reste importante.** La fibre de jute et le fil de jute sont soumis à des fluctuations saisonnières et à une certaine volatilité, une contrainte d'autant plus inconfortable que FILTISAC s'approvisionne majoritairement au Bangladesh. Les deux autres filières, elles, sont fabriquées en polymères dérivés de la pétrochimie et dépendent donc des cours du pétrole, dans la fabrication des sacs synthétiques.

CARTE DES SCORES

FACTEURS DE NOTATION INTRINSEQUE DES CORPORATES			Pondération	Score	Score pondéré	SCORE 2019	
FACTEURS ENVIRONNEMENTAUX			**25%**	**3,42**	**0,86**	**3,42**	**0,86**
FNI.C1	**Environnement macroéconomique**	**EM**	**10%**	**3,75**	**0,38**	**3,75**	**0,38**
	Maturité		*3%*	*4,00*	*0,12*	*4,00*	*0,12*
	Volatilité		*2%*	*4,80*	*0,10*	*4,80*	*0,10*
	Diversité		*2%*	*3,00*	*0,06*	*3,00*	*0,06*
	Soutenabilité		*3%*	*3,30*	*0,10*	*3,30*	*0,10*
FNI.C2	**Environnement opérationnel**	**EO**	**7%**	**4,00**	**0,28**	**4,00**	**0,28**
	Gouvernance systémique		*3%*	*4,00*	*0,12*	*4,00*	*0,12*
	Infrastructure		*2%*	*4,00*	*0,08*	*4,00*	*0,08*
	Information		*2%*	*4,00*	*0,08*	*4,00*	*0,08*
FNI.C3	**Environnement sectoriel**	**ES**	**8%**	**2,50**	**0,20**	**2,50**	**0,20**
	Pression concurrentielle		*4%*	*3,00*	*0,12*	*3,00*	*0,12*
	Degré de maturité		*4%*	*2,00*	*0,08*	*2,00*	*0,08*
FACTEURS QUALITATIFS			**40%**	**2,08**	**0,83**	**2,08**	**0,83**
FNI.C4	**Produits - Distribution - Marque**	**PM**	**15%**	**2,00**	**0,30**	**2,00**	**0,30**
	Diversité des produits - Gamme		*5%*	*2,00*	*0,10*	*2,00*	*0,10*
	Distribution et parts de marché		*5%*	*2,00*	*0,10*	*2,00*	*0,10*
	Reconnaissance de la marque		*5%*	*2,00*	*0,10*	*2,00*	*0,10*
FNI.C5	**Gouvernance et management**	**GM**	**15%**	**2,00**	**0,30**	**2,00**	**0,30**
	Gouvernance idiosyncrasique		*5%*	*2,00*	*0,10*	*2,00*	*0,10*
	Qualité de la gestion stratégique		*5%*	*2,00*	*0,10*	*2,00*	*0,10*
	Qualité de l'exécution opérationnelle		*5%*	*2,00*	*0,10*	*2,00*	*0,10*
FNI.C6	**Positionnement concurrentiel**	**PC**	**10%**	**2,30**	**0,23**	**2,30**	**0,23**
	Compétitivité prix		*3%*	*3,00*	*0,09*	*3,00*	*0,09*
	Compétitivité hors-prix		*3%*	*2,00*	*0,06*	*2,00*	*0,06*
	Développement - Technologie - Innovation		*4%*	*2,00*	*0,08*	*2,00*	*0,08*
FACTEURS FINANCIERS			**35%**	**2,57**	**0,90**	**2,17**	**0,76**
FNI.C7	**Rentabilité**	**RE**	**10%**	**3,50**	**0,35**	**2,60**	**0,26**
	Marge de profit		*4%*	*5,00*	*0,20*	*3,50*	*0,14*
	Rotation des actifs		*3%*	*2,00*	*0,06*	*2,00*	*0,06*
	Levier financier		*3%*	*3,00*	*0,09*	*2,00*	*0,06*
FNI.C8	**Liquidité**	**LQ**	**10%**	**1,00**	**0,10**	**2,00**	**0,20**
	Liquidité des actifs		*5%*	*1,00*	*0,05*	*2,00*	*0,10*
	Refinancement et gestion de la liquidité		*5%*	*1,00*	*0,05*	*2,00*	*0,10*
FNI.C9	**Flexibilité financière**	**FF**	**15%**	**3,00**	**0,45**	**2,00**	**0,30**
	Couverture des intérêts par les cashflows		*8%*	*3,00*	*0,24*	*2,00*	*0,16*
	Dette en années de cashflows		*7%*	*3,00*	*0,21*	*2,00*	*0,14*
		SCORE PONDÉRÉ TOTAL			**2,59**	**2,45**	
		AJUSTEMENT			**-5%**	**-5%**	
		SCORE PONDÉRÉ TOTAL AJUSTÉ			**2,46**	**2,32**	
		NOTATION INTRINSÈQUE			**A**	**A**	

SPTA		NI.C
De:	A:	
1,00	1,24	AAA
1,25	1,49	AA+
1,50	1,74	AA
1,75	1,99	AA-
2,00	2,24	A+
2,25	**2,49**	**A**
2,50	2,74	A-
2,75	2,99	BBB+
3,00	**3,24**	**BBB**
3,25	3,49	BBB-
3,50	3,74	BB+
3,75	3,99	BB
4,00	4,24	BB-
4,25	4,49	B+
4,50	4,74	B
4,75	4,99	B-
5,00	5,24	CCC+
5,25	5,49	CCC
5,50	5,74	CCC-
5,75	5,99	CC/C

WARA

PERSPECTIVE

La perspective attachée à la notation de FILTISAC demeure **stable**. WARA justifie cette perspective stable par le fait que FILTISAC restera sans aucun doute l'acteur dominant sur le marché ouest-africain de la sacherie et de l'emballage, quand bien même la concurrence devrait continuer de s'accentuer à l'avenir.

Une amélioration de la notation de FILTISAC est tributaire: i) d'une amélioration de l'environnement macroéconomique dans la sous-région en général, et en Côte d'Ivoire en particulier, à même de conduire au rehaussement du plafond souverain ivoirien (aujourd'hui maintenu au niveau de 'A+' par WARA) ; ii) d'une amélioration de la trésorerie nette de l'entreprise, corollaire de la maitrise durable de son BFR, sans volatilité; iii) du maintien de sa compétitivité prix et hors-prix, malgré l'intensification de la concurrence, notamment par l'amélioration des processus de production et l'optimisation des intrants de fabrication, entamées depuis quelques années déjà, à même d'abaisser le prix de revient et de comprimer le point mort (ou seuil de rentabilité).

Une détérioration de la notation de FILTISAC serait la conséquence: i) d'une nouvelle crise politique ou sanitaire impactant la Côte d'Ivoire ou la sous-région; ii) d'une perte significative de parts de marché sur son marché domestique et/ou sous régional; iii) de la hausse significative de ses charges, notamment relatives aux achats de matières premières, à même de consumer les bénéfices susceptibles de provenir de ses investissements technologiques et de ses économies de charges fixes; iv) d'une demande pour les emballages rigides inférieure aux prévisions de moyen terme ; ou v) d'un usage du levier financier que WARA jugerait excessif ou difficilement soutenable sur le 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 FILTISAC contient autant de possibilités de rehaussement que de risques d'abaissement, modulo les contraintes inhérentes au plafond national en Côte d'Ivoire, que WARA maintient actuellement au niveau de 'A+'.

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 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 national et de gouvernement, le RHDP (Rassemblement des houphouëtistes pour la démocratie et la paix). Cette coalition n'avait pas pour vocation de se transmuer 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'État 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 a 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

- **Le marché des sacs en jute et des sacs synthétiques subit la concurrence accrue des importations provenant de la sous-région et de l'Afrique du Nord.**
- **Le segment des emballages rigides ne cesse de croitre.**

La Côte d'Ivoire occupe une place centrale dans la fabrication de produits d'emballage souples et rigides dans la sous-région. Le marché bien que de plus en plus concurrentiel, de par la multiplicité des opérateurs et des traders dans le secteur offre de nouvelles fenêtres d'opportunités pour les entreprises innovantes et misant sur la proximité et la réactivité.

Le marché de l'emballage en jute est un marché mature caractérisé par des volumes importants et une rentabilité en amélioration ; ce segment offre encore des perspectives de croissance stable, mais il demeure fortement corrélé aux filières agricoles du café, du cacao, et de l'anacarde (ou noix de cajou). La soutenabilité de la demande locale et régionale pour les sacs en jute est due à l'absence d'un véritable produit de substitution pour l'emballage des produits agricoles : les sacs tissés en polypropylène ou polyéthylène ne procurent pas la perméabilité suffisante pour ces graines très sensibles aux taux d'humidité. Aussi, le standard international reste le sac de jute de 65 kilogrammes (sacs de cacao), qui fournit un équilibre optimal entre la résistance, la perméabilité et le prix. Le marché de l'emballage en Côte d'Ivoire est en perpétuelle mutation, et l'arrivée de nouveaux partenaires économiques de l'État de Côte d'Ivoire draine dans son sillage de nouveaux types d'investisseurs et d'industries (Turquie, Maroc etc.).

Les emballages synthétiques sont destinés à des secteurs plus nombreux et plus divers, dont la filière cotonnière ; les perspectives y sont positives, notamment pour les sacs de qualité supérieure, en polyéthylène, et notamment dans le segment des engrais. Comparé aux autres produits d'emballage, la commercialisation des emballages synthétiques a connu davantage de difficultés malgré une marge de profit sensiblement meilleure que pour le jute. Le marché des sacs synthétiques est essentiellement régional avec des concurrents locaux dont Filivoire en Côte d'Ivoire et CSTM au Sénégal. La Côte d'Ivoire, résolument tournée vers la qualité et un vrai « label » ivoirien pour son cacao, offre à des entreprises comme FILTISAC la possibilité de se distinguer dans ce nouvel élan économique. Les producteurs d'emballages en fibres synthétiques se sont multipliés en 5 ans et cette concurrence devient même régionale.

Enfin, pour les produits d'emballages rigides, FILTISAC est concurrencé, quoiqu'avec une intensité faible, par la présence de plusieurs acteurs locaux de plus petite taille. WARA estime que le choix de FILTISAC de se positionner sur ce segment est parfaitement légitime, compte tenu du caractère exponentiel de la demande, nourrie par le changement des habitudes de consommation de produits packagés par la classe moyenne, ainsi que par les besoins de l'industrie. Cependant, FILTISAC s'est trouvé confronté depuis 2016, pour son activité d'emballages rigides, à l'intégration partielle d'un de ses clients majeurs (le Groupe Castel) tout en développant parallèlement de nouveaux partenariats avec des sociétés d'embouteillage nouvellement installées en Côte d'Ivoire. L'enjeu principal devient donc le renforcement de l'effort commercial pour produire davantage, saturer l'outil, générer des économies d'échelle et investir davantage pour gagner en taille. Les corps creux et notamment les bidons pétroliers et autres flacons phytosanitaires connaissent une croissance exponentielle et représentent de réelles opportunités d'avenir, à conditions de saturer l'outil de production et de réduire la quantité marginale d'intrant pour maintenir la compétitivité-prix des producteurs locaux par rapport aux importations.

Facteurs qualitatifs

Produits – Distribution – Marque

- **Un équipement entretenu et modernisé…**
- **…une expertise reconnue, une gamme élargie de produits et un niveau de qualité supérieur…**
- **…constituent les principaux atouts de FILTISAC pour répondre aux exigences de plus en plus spécifiques de sa clientèle en Afrique francophone**

FILTISAC est le leader du marché des sacs en jute en Afrique francophone. Ce segment est ancien, puisqu'il a été créé en 1965. FILTISAC bénéficie par conséquent du double avantage de l'expérience et de la taille. Quoiqu'amorti depuis longtemps, son équipement n'est pas pour autant vétuste, tant il a été entretenu avec minutie, à tel enseigne qu'il est considéré comme l'un des plus performants au monde. Cette usine combine à la fois des machines récentes qui n'ont pas plus de deux ans et des machines plus vieilles excellemment entretenues. FILTISAC achète sa matière première, la fibre naturelle de jute, au Bangladesh, deuxième producteur et premier exportateur mondial de fibres de jute. Pour améliorer la rentabilité de ce segment, FILTISAC intègre aussi du fil (acheté en Inde et au Bangladesh) dans la fabrication de ses sacs. L'État ivoirien représente le principal client pour les sacs en jute de FILTISAC, ce qui est un facteur de stabilité important pour la notation de l'entreprise. De surcroît, le décret Présidentiel de 2001 en Côte d'Ivoire stipule que le sac en jute réglementaire est le seul matériau d'emballage autorisé pour l'exportation des fèves de cacao. Ce caractère peu substituable du sac en jute pour le transport du café, du cacao et de l'anacarde est un facteur positif de notation.

FILTISAC est aussi un acteur majeur du marché de l'emballage à base de fibres synthétiques. Cette unité fournit huit familles de produits, essentiellement destinés aux secteurs agricoles et informels, avec une capacité de production annuelle de 10 000 tonnes d'emballages. Les produits issus du segment synthétique sont distribués pour le tiers en Côte d'Ivoire, et les deux tiers dans la sous-région. Eu égard à la multiplicité de ses produits et à la relative complexité de certains segments de produits (Big Bags, élingues), FILTISAC maintient son leadership dans son domaine, mais se trouve de plus en plus confronté à de nouveaux concurrents, bien équipés et compétitifs. Pour mitiger cette hausse de la pression concurrentielle, le groupe a adopté une stratégie de reconquête de marché via : (i) l'innovation pour répondre aux besoins de ses partenaires (lancement de big bag et liners permettant le transport de fonds de tasse de la filière hévéa) ; retour sur le segment du sac « tout-venant » informel après l'avoir quitté en 2016 même si, dans ce département, la priorité reste les sacs de plus grande taille et de meilleure qualité, destinés en priorité aux cotonniers et à l'agro-industrie. L'idée sous-jacente à ce re virement de stratégie est la suivante : malgré une marge unitaire très faible sur ce segment et une concurrence plus rude, les volumes produits permettent au groupe une meilleure absorption des coûts fixes et donc une hausse mécanique de la rentabilité globale. Surtout que la demande existe : entre 5 et 7 millions de sacs dans la sous-région (c'est ainsi que l'entreprise a vendu 3 millions de sacs à travers sa filiale au Mali).

FILTISAC est l'un des rares producteurs d'emballages rigides en Côte d'Ivoire. Sur ce segment, FILTISAC accompagne d'une part les clients embouteilleurs en leur fournissant des bouchons et d'autre part les clients pétroliers via la fourniture de bidons de lubrifiants. Au niveau du sous segment des bouchons, l'entreprise a réceptionné en 2019 les nouveaux moules afin de fournir les préformes à col court (« short neck ») aux clients embouteilleur. Le passage réussi se traduit par des bons volumes de vente sur 2018 et 2019 (210 millions d'unités). En ce qui concerne le sous segment « soufflage », FILTISAC a acquis en 2018, deux lignes de soufflages supplémentaires pour répondre à la demande émanant notamment de ses clients pétroliers (FILTISAC vient de remporter un appel d'offres international pour fournir TOTAL en exclusivité et Shell à hauteur de 30% de ses besoins). Tout comme le jute, tous les polymères sont importés et subissent les fluctuations en prix des produits dérivés du pétrole. Malgré ce risque, peu susceptible de se matérialiser à court ou moyen termes, de belles opportunités existent pour le packaging des boissons, des aliments, et des produits phytosanitaires autant que pharmaceutiques.

WARA estime que la bonne diversification tant opérationnelle que géographique de FILTISAC est un facteur positif et important de notation. L'équilibrage incrémental des trois segments d'activité de FILTISAC constitue une tendance positive, indéniablement ; cela stabilise le modèle d'affaire de l'entreprise et renforce tant sa pérennité que sa rentabilité future. La qualité et le service étant le meilleur gage pour pérenniser un partenariat d'affaires, FILTISAC a capitalisé sur le prix national d'excellence reçu en 2016 et le prix CEDEAO de la qualité pour valoriser ses produits et surtout maintenir les efforts de baisse de ses coûts de production pour maintenir ses parts de marché en 2018. WARA donne peu de poids, dans sa notation, aux filiales de la filière cotonnière, à savoir Ivoire Coton et Faso Coton. Cette filière contribue essentiellement à renforcer le résultat financier de FILTISAC, à travers les dividendes distribués. Cela dit, WARA ne considère pas les filiales cotonnières de FILTISAC comme stratégiques, quoiqu'elles le soient pour son actionnaire IPS WA.

WARA note que FILTISAC a définitivement mis fin en février 2019 à l'activité de son atelier de fabrication de cordage et de ficelles à Bouaké, sur décision du Conseil d'administration du 19 novembre 2018.

Gouvernance et management

- **La direction de FILTISAC est assurée par une équipe très expérimentée, stable et rigoureuse. C'est un facteur positif de notation important.**
- **Sa vision stratégique, qui repose essentiellement sur la promotion des emballages rigides en volume et la compression du point mort pour les deux autres filières, est audacieuse mais logique, et reçoit le soutien de ses actionnaires.**

Le management de FILTISAC, très expérimenté et solidaire, articule une stratégie claire dont l'exécution semble adéquatement ordonnancée. De manière apparemment audacieuse, mais au demeurant solidement argumentée, l'équipe de direction (forte de ses succès réguliers) a identifié les emballages rigides comme le principal moteur de croissance, et n'a pas hésité à y allouer l'essentiel de sa capacité d'autofinancement, presqu'immédiatement après la fin du conflit ivoirien. Simultanément, l'effort commercial a été focalisé sur l'organisation et la négociation de conventions d'approvisionnement en emballages rigides avec de grands noms de l'industrie sous régionale (Castel, Total), afin de pérenniser et de cristalliser l'écoulement des volumes importants que les nouvelles machines rendent possibles. L'augmentation des marges ainsi générées sur le segment rigide s'accompagne par ailleurs d'une tactique en cinq axes: i) la compression des coûts, l'amélioration de la productivité des hommes et des machines, et l'optimisation de la quantité et du coût des intrants, ii) une gestion plus efficiente des achats importés, iii) l'abandon progressif des produits bas de gamme pour se concentrer sur les produits de qualité, iv) la compression du besoin en fonds de roulement (BFR) pour renforcer la trésorerie, et enfin v) la recherche d'opportunités de croissance externe, le cas échéant. L'équipe dirigeante de FILTISAC, rajeunie mais disposant cependant d'une longue expérience au sein du Groupe, devrait continuer d'améliorer l'exécution opérationnelle de sa stratégie cohérente et crédible. Le soutien de son actionnaire IPS WA reste permanent. La question de la formation de base reste importante, surtout pour des activités aussi spécialisées. Cependant, l'agrément de FILTISAC en tant que centre de formation, permet d'assurer le transfert d'expertise. La mise en œuvre d'un plan d'identification des personnes clés permet de retenir les talents.

WARA estime qu'en termes de gouvernance et de management, le fait que le capital de FILTISAC soit historiquement et majoritairement dominé par un groupe industriel très diversifié, l'AKFED, est un facteur positif pour sa notation. Le Groupe Aga Khan domine en effet l'actionnariat de FILTISAC, avec au moins 46% du capital, répartis entre 2 entités : AKFED et IPS WA. IPS WA, contrôlé par l'AKFED, n'est actionnaire de FILTISAC qu'à hauteur de 10%, mais se positionne comme son actionnaire de référence. IPS WA, holding opérationnelle, fournit en effet tant à FILTISAC qu'à ses filiales une assistance importante en matière i) de gestion financière, ii) de contrôle opérationnel et de gestion, iii) d'outils informatiques, iv) d'audit interne, v) d'affaires juridiques, et vi) de gestion des ressources humaines. Cela permet de mutualiser certains coûts et d'harmoniser l'organisation opérationnelle et la conduite stratégique du Groupe. Cette assistance fait l'objet d'une série de conventions rémunérées avec certaines entités contrôlées par l'AKFED, notamment IPS WA.

Positionnement concurrentiel

- **FILTISAC domine par sa taille…**
- **… se différencie par sa qualité…**
- **…et investit en permanence pour l'entretien et la modernisation de son appareil productif.**

FILTISAC contrôle 80% du marché des sacs en jute en Côte d'Ivoire et constitue le seul producteur ivoirien de produits d'emballage à base de fibres naturelles. Sa position est principalement concurrencée par les importateurs de sacs en provenance d'Inde, de moindre qualité. L'Afrique représente 5% des exportations mondiales de jute. La Côte d'Ivoire représente à elle seule les deux tiers de ces volumes, et se positionne comme l'unique producteur d'emballages en jute en Afrique de l'ouest, rendant FILTISAC incontournable. Dans ce métier, c'est la qualité du sac et son respect très strict des normes réglementaires qui constituent les facteurs clés de succès. L'expérience historique de FILTISAC sur ce terrain est un avantage comparatif déterminant pour sa notation. Cependant, la concurrence continue de croitre.

FILTISAC contrôle 30% du marché ouest-africain des sacs synthétiques. Le principal concurrent de FILTISAC est Filivoire qui propose 70% de la gamme des produits de FILTISAC, et dont le principal client est Sofitex, au Burkina Faso, que FILTISAC fournit aussi. Il existe beaucoup de petits concurrents sur le marché informel, qui tantôt fabriquent des emballages synthétiques de moins bonne qualité, tantôt les importent à bas prix, parfois de manière frauduleuse. FILTISAC se prévaut d'une situation de monopole en termes d'approvisionnement des cotonniers en Côte d'Ivoire, qui utilisent principalement des « chaussettes » en polymère. Dans le reste de l'Afrique francophone, FILTISAC domine aussi très largement ce segment, sauf au Burkina Faso où l'entreprise ne détient que 30% du marché. Le « Big Bag » reste la grande spécialité de FILTISAC, qui prévoit un benchmarking permanent de son produit par rapport aux meilleures pratiques internationales. WARA note toutefois que FILTISAC a perdu des parts de marché, notamment sur la filière coton avec la perte des marchés de chaussettes SODECO (Bénin) et SOFITEX (Burkina Faso) et sur la filière minoterie avec l'arrêt des livraisons aux clients GMA, MINOTERIE AJAR et SGMT. Ces pertes de part de marché, même si elles ont un impact sur le volume des ventes, restent somme toute marginales.

En termes d'emballages rigides, FILTISAC est le seul producteur de grande taille dans la sous-région. Ses concurrents sont appelés à devenir de plus en plus nombreux, mais resteront sans doute de taille modeste. En revanche, les produits d'importation continueront de constituer une alternative crédible aux produits de FILTISAC, mais pourraient à terme s'avérer moins compétitifs que l'offre de proximité de FILTISAC, à condition que l'entreprise continue de respecter scrupuleusement les spécifications exigeantes de ses clients industriels. En effet, la sécurité alimentaire constitue une barrière à l'entrée dans ce métier, sanctionnée par des certifications que l'entreprise n'hésite pas à solliciter et à obtenir pour se différencier.

Outre sa taille, héritée d'une longue histoire, et le soutien indirect que l'entreprise reçoit en Côte d'Ivoire sur le marché des sacs en jute, FILTISAC a développé deux autres avantages comparatifs décisifs: i) la maîtrise de l'un des outils industriels de sacherie et de packaging les plus performants d'Afrique, capable de fournir 21 millions de sacs en jute, 10 000 tonnes de sacs synthétiques, et 250 millions de préformes, 300 millions de bouchons ; et ii) le soin permanent que FILTISAC apporte à l'amélioration de la qualité de ses produits, laissant les produits bas de gamme à faible valeur ajoutée aux mains des importateurs, frauduleux ou pas.

WARA

Facteurs financiers

Rentabilité

- **Les trois métiers de FILTISAC ne présentent pas le même profil de rentabilité**
- **Le niveau de rentabilité global reste perfectible selon la méthodologie WARA**
- **La direction travaille à l'amélioration des niveaux de rentabilité de ses trois métiers**

Les trois métiers de FILTISAC ne présentent pas le même profil de rentabilité. La sacherie en jute et en fibres synthétiques constitue la « vache à lait » du groupe, contribuant en moyenne à 80% des produits. Ces deux activités sont relativement stables et prévisibles, tant en termes de volumes, de prix de vente que de coûts ; les machines y sont amorties depuis longtemps ; mais la structure des coûts y est relativement rigide. Par conséquent, la marge nette devrait s'y maintenir à un niveau stable, mais modeste pour autant que la société arrive à conserver ses parts de marché. Comme les charges fixes ont déjà été largement optimisées, la seule marge de manœuvre désormais consiste à abaisser le coût moyen des intrants matières : cela veut dire davantage de fil dans les sacs en jute, et davantage de carbonate de calcium dans les sacs en polypropylène/polyéthylène. Les emballages rigides, en revanche, présentent une structure de rentabilité symétrique. Les charges fixes inhérentes aux investissements récents en machines modernes (pour les préformes et les bouchons notamment) sont importantes, mais les charges variables de personnel sont et resteront minimales. Ici, le facteur clé de succès est la course aux volumes : il faut vendre davantage pour saturer l'outil et diluer les charges fixes par des économies d'échelle pour passer le point mort. Si le coût (exogène) des achats de matières ne renchérit pas, WARA estime que la rentabilité du segment rigide devrait positivement évoluer à l'avenir avec la conquête de nouveaux marchés.

L'étonnante résilience de la rentabilité de FILTISAC provient de la diversité de ses métiers. La diversification opérationnelle de l'entreprise répond en cela à l'hétérogénéité des segments agroindustriels servis, a quoi s'ajoutent les emballages rigides, peu corrélés au secteur primaire. Par conséquent, il existe un effet naturel de décorrélation des sources sous-jacentes de rendements, puisqu'il est peu probable que les filières du café, du cacao, de l'anacarde, du coton et de la consommation courante d'emballages rigides rencontrent des difficultés… simultanément. WARA utilise les états financiers sociaux, et non consolidés, pour l'analyse de la performance financière de FILTISAC : WARA estime en effet que les comptes sociaux sont davantage représentatifs de l'activité industrielle de la société, et distingue plus clairement les rendements opérationnels (liés à l'exploitation de ses trois métiers), des rendements financiers (i.e. le solde des dividendes extraits des filiales et des charges financières).

Cela dit, le niveau global de rentabilité de FILTISAC au cours des trois dernières années reste perfectible selon la méthodologie WARA. La marge de profit moyenne des trois dernières années s'établit à 4,6%, un score faible selon notre grille de notation. En outre, bien que le niveau de rotation des actifs soit très bon (79 % en moyenne soit un score de 2), le niveau de rentabilité rapporté à l'actif reste insuffisant (3,6 % en moyenne sur les trois dernières années pour un score de 5). Enfin, la rentabilité des fonds propres bénéficie certes de l'effet de levier (coefficient multiplicateur de 2) mais reste perfectible (moyenne de 7,4%

sur la période analysée, soit un score de 4). **WARA note cependant que la direction travaille à renforcer la rentabilité sur ses trois segments d'activités** : incorporation de fil et optimisation de la recette sur le jute ; innovation (big bag, liners hévéa) et retour sur le sous-segment « informel » pour saturer les machines du département synthétique et enfin acquisition de nouvelles machines pour reconquérir les minotiers de la sous-région au niveau du segment des emballages rigides. En parallèle, des efforts d'optimisation sont aussi faits de manière plus globale (plan d'économies, optimisation de la supply chain). Résultat : FILTISAC a réussi à maintenir son EBE à 3,5 milliards en 2019 (contre 3,8 milliards en 2018) alors que son chiffre d'affaires a baissé de 4 milliards. Il s'agit désormais de consolider cette tendance dans la durée.

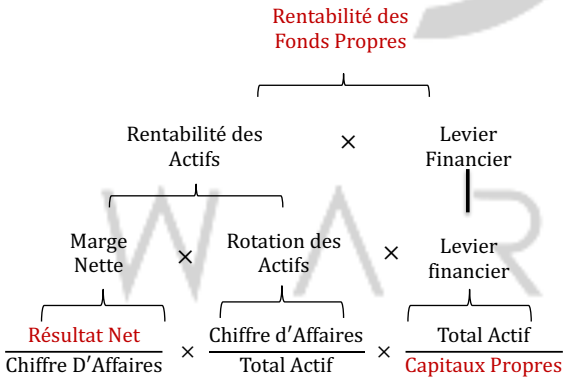
		2017	2018	2019	Moy. 3 ans	Score WARA
a	Marge de profit	5,6%	3,7%	4,5%	**4,6%**	5
b	Rotation des actifs	77%	81%	80%	**79%**	2

		2017	2018	2019	Moy. 3 ans	Score WARA
c = a x b	Retour sur Actifs (ROA)	4,3%	3,0%	3,6%	**3,6%**	5

		2017	2018	2019	Moy. 3 ans	Score WARA
d	Levier financier	211%	211%	191%	**204%**	3

		2017	2018	2019	Moy. 3 ans	Score WARA
e = c x d	Retour sur fonds propres (ROE)	9%	6%	7%	**7,4%**	4

Décomposition de la rentabilité sur Fonds Propres selon le modèle Dupont de Nemours



Échelle de notation WARA (issue de la méthodologie 2020)

Scoring WARA - Rentabilité (de 1 à 6, 1 étant le meilleur score)	1 excellent - très élevé	2 très bon - élevé	3 bon - adéquat	4 insufissant - 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%

Liquidité

- **Les ratios de liquidité sont excellents.**
- **En outre, la compression du BFR entamée en 2018 se révèle efficace ; il s'agit désormais pour la direction de consolider ces efforts**

FILTISAC affiche un excellent niveau de liquidité au regard de la méthodologie WARA. En effet, le ratio de liquidité de l'actif s'élève à 64%, ce qui est un excellent niveau (score maximal de 1) ; de même le ratio de liquidité générale s'établit à plus de 300% (correspondant au score maximal de 1). Enfin, les ressources à long termes couvrent largement les emplois à long terme (161% en moyenne sur la période analysée), permettant même de libérer un fonds de roulement.

	2017	2018	2019	Moy. 3 ans	Score WARA
Liquidité de l'actif = Actif circulant / Actif total	66%	66%	61%	**64%**	1

	2017	2018	2019	Moy. 3 ans	
Liquidité générale = Actif circulant / Passif Circulant	390%	383%	215%	**329%**	1

	2017	2018	2019	Moy. 3 ans	
(Ressources LT + Capitaux Propres) / Actif immobilisé	165%	161%	157%	**161%**	1

Scoring WARA - Liquidité (de 1 à 6, 1 étant le meilleur score)	1 excellent - très élevé	2 très bon - élevé	3 bon - adéquat	4 insufissant - 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%

FILTISAC travaille depuis 2018 à l'amélioration significative de son BFR. Pour ce faire, la direction a procédé à : (i) une revue complète de sa politique de supply chain (avec notamment une séparation de la direction des opérations pour un pilotage plus fin) ; (ii) une amélioration du taux de recouvrement client et des crédits de TVA ; (iii) une renégociation des contrats d'achats (pour moins de stockage) et des délais fournisseurs. L'impact sur le niveau de trésorerie est certain puisque la trésorerie nette a déjà progressé de +10 milliards en un an. Il s'agit pour FILTISAC de maintenir le cap afin de revenir à une trésorerie nette positive de manière structurelle.

En millions de FCFA	2017	2018	2019
Trésorerie - Actif	52	48	356
Trésorerie - Passif	15 905	15 561	5 956
Trésorerie Nette	**-15 852**	**-15 513**	**-5 600**

Flexibilité financière

- **La flexibilité financière est adéquate grâce à un endettement maîtrisé**

Le niveau de flexibilité financière de FILTISAC reste convenable. Surtout, après une dégradation des ratios sur 2017 et 2018, la tendance s'est inversée sur 2019. Tout d'abord, le ratio de « gearing » a été divisé par un facteur de plus de 2 passant de 74% en 2018 à 36% en 2019. Ensuite, en termes de stock, la dette reportée au passif est de 4,2 fois l'EBE en moyenne sur la période analysée, ce qui reste soutenable compte tenu du niveau de notation de FILTISAC. Ce ratio est d'autant plus robuste que i) l'endettement est à court terme ; ii) la destination du levier est orientée vers les achats de matières essentiellement ; iii) il existe un effet de compensation mécanique, à l'actif, des stocks liquides et des créances recouvrables ; et iv) FILTISAC maitrise totalement son programme d'investissements en fonction des conventions d'approvisionnement que la société est susceptible de signer avec des grands noms de l'industrie ivoirienne. Par ailleurs, FILTISAC bénéficie de capacités d'emprunts à moyen terme et de découverts non utilisés auprès de ses partenaires bancaires, ce qui tend à souligner i) la confiance que lui accordent ses bailleurs de fonds, et ii) la capacité de FILTISAC et de ses filiales à mobiliser rapidement les sources de financement nécessaires, si la situation l'y invitait. L'inclusion de FILTISAC au sein de l'AKFED renforce aussi puissamment, quoiqu'indirectement, la flexibilité financière de l'entreprise. Enfin, le ratio de couverture ce la charge d'intérêt (analyse par les flux) vient renforcer notre opinion puisqu'il s'établit à 5,1x en moyenne sur les trois dernières années ce qui représente un bon niveau selon notre méthodologie (score de 3). En conclusion, WARA estime que l'endettement de FILTISAC restera maîtrisé à l'avenir car le groupe n'envisage pas de dépasser un taux de gearing de 100%.

	2017	**2018**	**2019**	**Moy. 3 ans**	Score WARA
Gearing (Dette Fi + Tréso Passif)/FP	76%	74%	36%	62%	N/A
Couverture des charges d'intérêt (EBE/intérêts financiers)	6,9 x	3,9 x	4,4 x	5,1 x	3
Couverture du stock de dette = (Dette Fi + Tréso Passif)/EBE	4,6 x	5,2 x	2,8 x	4,2 x	4

Scoring WARA - Fléxibilité Financière (de 1 à 6, 1 étant le meilleur score)	1 excellent - très élevé	2 très bon - élevé	3 bon - adéquat	4 insufissant - vulnérable	5 médiocre - faible	6 défaillant - très faible
Dette / 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

L'acte uniforme de l'OHADA relatif au droit comptable et à l'information financière et le système comptable de l'OHADA qui lui est annexé (ensemble désigné « SYSCOHADA révisé ») sont entrés en vigueur depuis le 1er janvier 2018. La mise en application de ce nouveau référentiel comptable a nécessité une conversion du système comptable actuel ainsi que la préparation des comptes comparatifs 2017 en application des dispositions du SYSCOHADA révisé pour le bilan d'ouverture des états financiers de l'exercice 2019.

COMPTE DE RESULTAT (en millions de FCFA)	2015	2016	2017	2018	2019
Chiffre d'affaires (CA)	46 469	40 729	44 813	45 187	40 970
Autres produits	1 514	1 322	1 399	1 543	1 835
PRODUITS D'EXPLOITATION	**47 983**	**42 050**	**46 212**	**46 730**	**42 805**
Achats de marchandises	-2 436	-801	-3 677	-1 749	-1 872
Achats de matieres premieres	-18 088	-17 058	-23 685	-21 983	-19 775
Variation de stocks	-474	-817	2 137	-2 038	-1 484
Autres achats	-3 857	-3 513	-3 620	-3 767	-4 017
Transport	-3 293	-2 865	-1 115	-1 270	-1 068
Services extérieurs	-5 868	-5 153	-3 975	-4 151	-3 675
Impôts et taxes assimilés	-671	-412	-618	-599	-570
Autres charges	-1 438	-1 509	-1 651	-1 977	-1 740
Charges de personnel	-6 559	-6 146	-5 531	-5 368	-5 124
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBE)	**5 299**	**3 778**	**4 477**	**3 830**	**3 480**
% CA	***11,4%***	***9,3%***	***10,0%***	***8,5%***	***8,5%***
Dotations aux amortissements et aux provisions	-3 470	-3 477	-3 191	-3 040	-2 962
Reprises de provisions et d'amortissements	1 087	1 365	1 307	1 363	1 300
Transferts de charges	399	491	388	107	375
RESULTAT D'EXPLOITATION	**3 315**	**2 157**	**2 982**	**2 260**	**2 192**
% CA	***7,1%***	***5,3%***	***6,7%***	***5,0%***	***5,4%***
Résultat financier	597	337	-470	-560	-18
Résultat hors activités ordinaires (H.A.O)	53	-4	15	17	5
Impôt sur le résultat	-35	-35	-35	-35	-325
RESULTAT NET	**3 930**	**2 456**	**2 492**	**1 683**	**1 855**
% CA	***8,5%***	***6,0%***	***5,6%***	***3,7%***	***4,5%***

BILAN (en millions de FCFA)	2015	2016	2017	2018	2019
Charges immobilisées	0	0	0	0	0
Immobilisations incorporelles	1 848	1 710	1 607	1 591	1 653
Immobilisations corporelles	7 040	6 484	5 590	5 198	5 398
Immobilisations financières	12 793	13 056	12 399	12 442	12 377
Stocks	12 917	11 872	14 558	12 945	11 839
Créances et emplois assimilés	20 490	18 748	23 792	23 839	19 427
Trésorerie - Actif	2 388	2 618	52	48	356
Actif-autres	0	0	1	0	0
TOTAL ACTIF	**57 476**	**54 489**	**58 000**	**56 065**	**51 052**
Capitaux propres	41 036	33 690	27 426	26 626	26 798
Dettes financières et ressources assimilées	6 381	5 854	4 833	4 265	3 744
Clients avances reçues	244	295	447	933	617
Fournisseurs d'exploitation	7 455	5 734	7 220	7 770	9 827
Dettes fiscales	461	289	262	704	992
Dettes sociales	830	738	772		0
Autres dettes	59	920	1 129	202	3 115
Trésorerie - Passif	1 000	6 962	15 905	15 561	5 956
Passif-autres	10	5	8	4	3
TOTAL PASSIF	**57 476**	**54 489**	**58 000**	**56 065**	**51 052**

INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES (en millions de FCFA)	2015	2016	2017	2018	2019
			2 017	**2 018**	**2 019**
Capacité d'auto-financement globale (CAFG)	**6 639**	**4 192**	**4 655**	**3 352**	**3 512**
Variation de BFR	4 972	1 711	-5 877	1 341	9 447
Investissements	-970	-1 067	-753	-1 367	-782
Remboursements d'emprunts	-1 592	-1 783	-1 803	-1 507	-1 081
Nouveaux emprunts	1 022	1 018	1 026	1 003	500
Augmentation de capital / Subvention	0	0	0	0	
Distribution de dividendes	-3 862	-9 803	-8 756	-2 482	-1 683
Variation de trésorerie	**6 209**	**-5 732**	**-11 508**	**340**	**9 913**
Trésorerie nette d'ouverture	-4 822	1 387	-4 344	-15 852	-15 512
Trésorerie nette de clôture	1 387	-4 344	-15 852	-15 512	-5 599
Dette financière nette (2)	4 993	10 199	20 685	19 778	9 344

TAUX DE CROISSANCE - COMPTE DE RESULTAT (en %)	2015	2016	2017	2018	2019
Chiffre d'affaires (CA)	13,3	-12,4	10,0	0,8	-9,3
Autres produits	-41,6	-12,7	5,9	10,3	18,9
PRODUITS D'EXPLOITATION	10,0	-12,4	9,9	1,1	-8,4
Achats de marchandises	542,7	-67,1	359,1	-52,4	7,1
Variation de stocks	-174,4	72,4	--	--	--
Autres achats	-7,4	-8,9	3,1	4,1	6,6
Transport	16,2	-13,0	-61,1	13,9	-15,9
Services extérieurs	6,9	-12,2	-22,9	4,4	-11,5
Impôts et taxes assimilés	-22,2	-38,6	50,0	-3,0	-4,9
Autres charges	-43,1	4,9	9,4	19,7	-12,0
Charges de personnel	0,9	-6,3	-10,0	-3,0	-4,5
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBE)	7,1	-28,7	18,5	-14,5	-9,1
Dotations aux amortissements et aux provisions	7,3	0,2	-8,2	-4,7	-2,5
Reprises de provisions et d'amortissements	5,8	25,6	-4,3	4,3	-4,6
Transferts de charges	9,0	23,1	-20,9	-72,4	249,3
RESULTAT D'EXPLOITATION	6,8	-34,9	38,2	-24,2	-3,0
Résultat financier	-14,1	-43,6	--	--	--
Résultat hors activités ordinaires (H.A.O)	-45,9	-106,9	--	--	--
Impôt sur le résultat	0,0	0,0	0,0	0,0	827,6
RESULTAT NET	1,8	-37,5	1,5	-32,5	10,3

TAUX DE CROISSANCE - BILAN (en %)	2015	2016	2017	2018	2019
Immobilisations incorporelles	-3,5	-7,5	-6,0	-1,0	3,9
Immobilisations corporelles	-16,1	-7,9	-13,8	-7,0	3,8
Immobilisations financières	-0,6	2,1	-5,0	0,4	-0,5
Stocks	3,5	-8,1	22,6	-11,1	-8,5
Créances et emplois assimilés	-12,3	-8,5	26,9	0,2	-18,5
Trésorerie - Actif	9,6	9,6	-98,0	-8,5	641,4
TOTAL ACTIF	-6,1	-5,2	6,4	-3,3	-8,9
Capitaux propres	0,2	-17,9	-18,6	-2,9	0,6
Dettes financières et ressources assimilées	-4,7	-8,3	-17,5	-11,7	-12,2
Clients avances reçues	-44,8	21,0	51,4	108,6	-33,9
Fournisseurs d'exploitation	57,1	-23,1	25,9	7,6	26,5
Dettes fiscales	2,7	-37,3	-9,5	169,2	40,9
Dettes sociales	-2,4	-11,1	4,6	N/A	N/A
Autres dettes	63,9	1 460,0	22,7	-82,1	1 444,9
Trésorerie - Passif	-85,7	596,2	128,4	-2,2	-61,7
TOTAL PASSIF	-6,1	-5,2	6,4	-3,3	-8,9

RATIOS	2015	2016	2017	2018	2019
Rentabilité					
Marge de profit (RN/CA) en %	8,5	6,0	5,6	3,7	4,5
Rotation des actifs (CA/TA) en %	80,8	74,7	77,3	80,6	80,3
Levier financier (TA/FP) en %	140,1	161,7	211,5	210,6	190,5
Retour sur fonds propres (RN/FP) en %	9,6	7,3	9,1	6,3	6,9
ROA (RN/TA) en %	6,8	4,5	4,3	3,0	3,6
Charges d'exploitation/Produits d'exploitation en %	93,1	94,9	93,5	95,2	94,9
Liquidité					
Ratio de liquidité générale (AC/PC) en %	369,2	383,8	390,2	382,8	214,9
Ratio de liquidité de l'actif (AC/TA) en %	58,1	56,2	66,1	65,6	61,2
Couverture des stocks (en jours d'achats)	257,1	250,6	221,3	212,0	215,5
Rotation des stocks (en nombre de fois / an)	1,40	1,44	1,63	1,70	1,67
Délais clients (en jours de CA) (3)	97,6	101,5	116,6	108,8	105,0
Délais fournisseurs (en jours d'achats) (3)	131,0	119,4	185,1	158,6	216,4
Flexibilité financière					
Gearing (Dette Fi + Tréso Passif)/FP en %	18,0	38,0	75,6	74,5	36,2
Couverture des charges d'intérêt (EBE/intérêts financiers) en x	9,7	8,4	6,9	3,9	4,4
(Dette Fi + Tréso Passif)/EBE en x	1,4	3,4	4,6	5,2	2,8

Notes

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

WARA

© 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.