

SIFCA

BBB+ / Stable / w-4

ANALYSE

Juillet 2019

Landry TIENDREBEOGO

landry.tiendrebeogo@rating-africa.org
+221 33 824 60 14 | +226 70 66 06 12

Hamza HAJI

hamza.haji@rating-africa.org
+221 33 824 60 14 | + 221 77 392 78 27

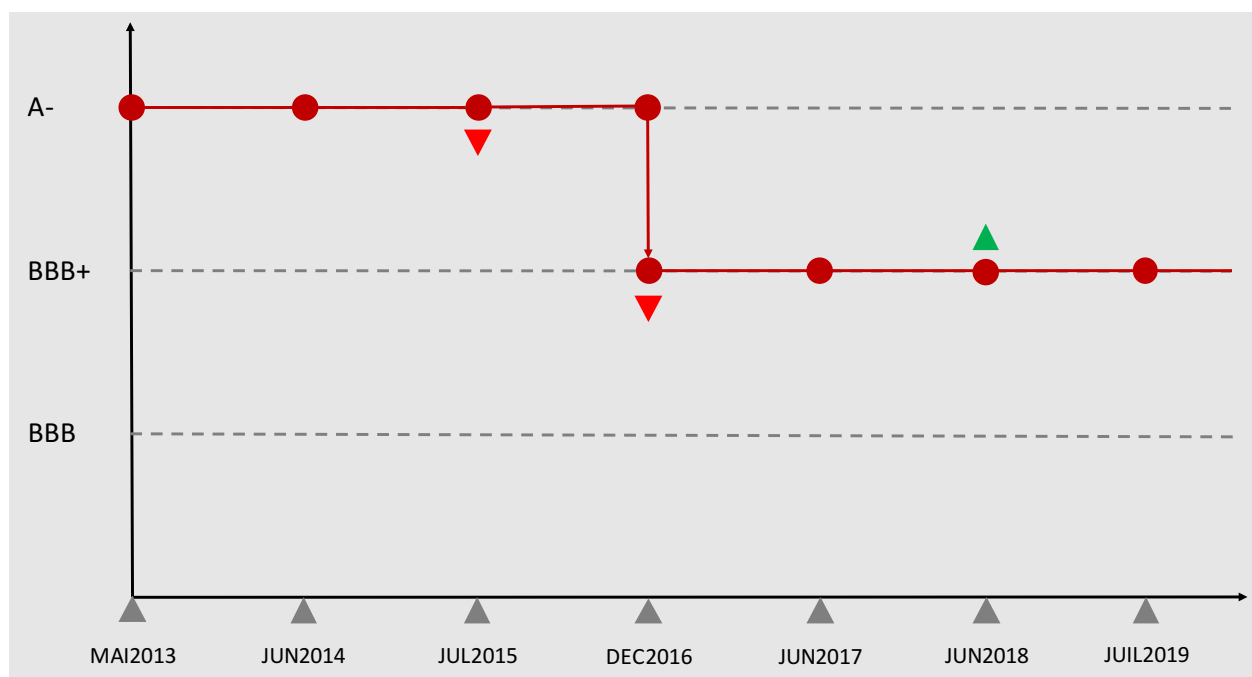
TABLE DES MATIÈRES

NOTATION	3
ÉVOLUTION DE LA NOTE DE LONG TERME	3
RÉSUMÉ	3
Points forts	4
Points faibles	5
CARTE DES SCORES	6
PERSPECTIVE	8
FACTEURS DE SUPPORT EXTERNE	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	18
Facteurs financiers	19
Rentabilité	19
Liquidité	20
Flexibilité financière	20
DONNEES FINANCIERES ET RATIOS	22

NOTATION

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

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 est ramenée de « positive » à « stable »

WARA a assigné à SIFCA la notation de long terme de '**BBB+**' en devise régionale en juillet 2019. 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 ramenée à **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 2,82/6,00 (contre 2,79 en juin 2018), 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. Depuis mars 2018 et la sortie d'Olam, Wilmar contrôle 100% de Nauvu, holding de droit mauricien, détenant directement 27% de SIFCA et des participations dans ses filiales PALMCI et SANIA.

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 2018, 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 avec la Côte d'Ivoire constituant la plus grande consommatrice d'huile végétale en volume dans la zone, avec une domination pour l'huile de palme (35% des quantités totales consommées)
- **La transformation progressive de SIFCA en un groupe agro-industriel plus recentré et mieux organisé**. SIFCA se comporte aujourd'hui non pas comme une holding financière, mais comme un groupe davantage synchrétique, organisé autour de sa société mère ; le surcroît d'efficacité provient d'un pilotage plus contraignant des filiales, d'une mutualisation des fonctions transversales, et d'une recherche systématique de synergies, ce qui permet au Groupe d'envisager une amélioration incrémentale de sa rentabilité. Le mode opérationnel reste le même avec un lien fonctionnel et un lien opérationnel pour chaque filiale. C'est dans cette lignée que le Groupe a décidé de migrer vers un système d'information plus adapté aux activités de ses filiales sur la période de 2013-2018 avec SAP, un système mono-ERP. En effet, SIFCA est soucieuse de son image d'une holding forte avec des outils de gestion performants. Auparavant, le Groupe utilisait plusieurs applications, ce qui rendait la consolidation des états financiers compliquée et la maintenance très onéreuse.
- **La 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**. En 2018, le Groupe a réalisé une perte nette consolidé de 14,9 milliards de FCFA, en raison de la poursuite de

la baisse des cours avec des plus bas historiques atteints durant l'exercice que ce soit pour le caoutchouc naturel et l'huile de palme. Cela n'a pas empêché le groupe de poursuivre ses investissements dans les trois filières avec notamment la signature d'une convention de prêt PROPARCO de l'Agence Française de développement (AFD) pour 90 millions d'euros (ou 54 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 2018.
- **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 que le Groupe cherche à améliorer pour réduire les coûts de production, notamment sur le segment de l'huile de palme, et se prémunir d'une éventuelle baisse du cours des matières premières ; et iii) quant à la faiblesse des marges dans la filière sucrière, érodées par l'ampleur des investissements nécessaires au renouvellement de l'outil industriel et par des facteurs naturels exogènes (insectes et virus).
- **Une augmentation attendue de la dette du Groupe** : les investissements en capacité, nécessaires au demeurant, supposent pour SIFCA, un recours plus important à l'endettement, tant en devise locale qu'en euros. WARA intègre dès à présent dans sa note les effets bilanciaux d'un usage plus agressif du levier financier.

CARTE DES SCORES

FACTEURS DE NOTATION DES CORPORATES				Pondération	Score	Score pondéré
FACTEURS ENVIRONNEMENTAUX				25%	3,64	0,91
FNI.C1	Environnement macroéconomique	EM	10%	3,75	0,38	
	<i>Maturité</i>		3%	4,00	0,12	
	<i>Volatilité</i>		2%	4,80	0,10	
	<i>Diversité</i>		2%	3,00	0,06	
	<i>Soutenabilité</i>		3%	3,30	0,10	
FNI.C2	Environnement opérationnel	EO	7%	4,00	0,28	
	<i>Gouvernance systémique</i>		3%	4,00	0,12	
	<i>Infrastructure</i>		2%	4,00	0,08	
	<i>Information</i>		2%	4,00	0,08	
FNI.C3	Environnement sectoriel	ES	8%	3,20	0,26	
	<i>Pression concurrentielle</i>		4%	3,40	0,14	
	<i>Degré de maturité</i>		4%	3,00	0,12	
FACTEURS QUALITATIFS				40%	2,56	1,03
FNI.C4	Produits - Distribution - Marque	PM	15%	2,13	0,32	
	<i>Diversité des produits - Gamme</i>		5%	3,50	0,18	
	<i>Distribution et parts de marché</i>		5%	1,90	0,10	
	<i>Reconnaissance de la marque</i>		5%	1,00	0,05	
FNI.C5	Gouvernance et management	GM	15%	2,90	0,44	
	<i>Gouvernance idiosyncrasique</i>		5%	2,70	0,14	
	<i>Qualité de la gestion stratégique</i>		5%	2,50	0,13	
	<i>Qualité de l'exécution opérationnelle</i>		5%	3,50	0,18	
FNI.C6	Positionnement concurrentiel	PC	10%	2,70	0,27	
	<i>Compétitivité prix</i>		3%	3,00	0,09	
	<i>Compétitivité hors-prix</i>		3%	2,80	0,08	
	<i>Développement - Technologie - Innovation</i>		4%	2,40	0,10	
FACTEURS FINANCIERS				35%	2,51	0,88
FNI.C7	Rentabilité	RE	10%	3,10	0,31	
	<i>Marge de profit</i>		4%	4,00	0,16	
	<i>Rotation des actifs</i>		3%	3,00	0,09	
	<i>Lever financier</i>		3%	2,00	0,06	
FNI.C8	Liquidité	LQ	10%	2,00	0,20	
	<i>Liquidité des actifs</i>		5%	3,00	0,15	
	<i>Refinancement et gestion de la liquidité</i>		5%	1,00	0,05	
FNI.C9	Flexibilité financière	FF	15%	2,47	0,37	
	<i>Couverture des intérêts par les cashflows</i>		8%	2,00	0,16	
	<i>Dettes en années de cashflows</i>		7%	3,00	0,21	
SCORE PONDÉRÉ TOTAL					2,82	
AJUSTEMENT						
SCORE PONDÉRÉ TOTAL AJUSTÉ					2,82	
NOTATION INTRINSÈQUE						BBB+

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-
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

W A R A

PERSPECTIVE

La perspective attachée à la note de SIFCA est ramenée à **stable** (contre positive en juin 2018). 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. Les investissements récents et à venir du Groupe sont nécessaires : ils ne permettront évidemment pas d'anesthésier la dépendance de SIFCA aux cours mondiaux des matières premières, qui sont un facteur exogène, mais ils rendront 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 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 cinq années qui ont suivi.

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

Environnement opérationnel

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

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

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

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

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

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

Premier quartile
 Deuxième quartile
 Troisième quartile
 Quatrième quartile

Environnement sectoriel

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

Dans un marché excédentaire, les cours mondiaux du caoutchouc ont enregistré une baisse de 17% sur l'exercice 2018. En effet, les cours moyens du caoutchouc sur le marché international sont passés d'une moyenne annuelle de 1,65 USD le kilogramme en 2017 à 1,37 USD le kilogramme en 2018. Alors que la production augmente (passant de 9 millions de tonnes en 2014 à 13,54 millions en 2017), la demande peine à suivre le rythme (13,22 millions de tonnes). Résultat : les cours sont au plus bas depuis 5 ans avec un plancher à 1,35 USD atteint en novembre 2018. La remontée des prix mondiaux du caoutchouc naturel pourrait être compliquée en 2019 en raison d'une baisse de la demande chinoise et de l'abondance des approvisionnements. A plus long terme, il est toutefois probable que le marché sortira durablement du creux de cycle et que les cours atteindront des niveaux plus favorables. Selon les référentiels internationaux du secteur, les stocks de caoutchouc devraient continuer à augmenter légèrement jusqu'en 2022 où la demande deviendra supérieure à l'offre permettant ainsi une résorption progressive des stocks.

La Côte d'Ivoire occupe le septième rang mondial et le premier rang africain des producteurs de caoutchouc naturel. La production de caoutchouc naturel s'établit à 640 000 tonnes en 2018 contre 591 000 tonnes en 2017, soit + 8%. Sur les cinq dernières années, la production ivoirienne a été multipliée par deux (+106%) contribuant, bien que marginalement par rapport aux acteurs asiatiques, à la baisse des cours. Ils sont aujourd'hui 165 000 producteurs indépendants répartis sur 600 000 hectares de plantation. Cette tendance devrait se poursuivre puisque l'Association des professionnels du caoutchouc de Côte d'Ivoire (APROMAC) table une production de 2 millions de tonnes en 2023 soit dans un horizon de 5 ans.

En matière d'huile de palme, les cours ont baissé de 16% sur l'exercice 2018. Le cours mondial moyen de l'huile de palme de l'exercice 2018 s'est établi à 620 USD/T contre 736 USD/T en 2017. Durant les sept 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 plus prononcée des cours en 2018. 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 notre zone géographique, 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. Créée 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. L'année 2018 n'a pas été une bonne année pour la SUCRIVOIRE : la production de la société a baissé en 2018 jusqu'à atteindre son seuil de rentabilité, soit 83 469 tonnes contre 90 935 tonnes en 2017. En effet la campagne de production 2017-2018 a été marquée par des attaques d'insectes foreurs et de la virose mosaïque, dont les effets conjugués ont considérablement impacté les rendements et la teneur en sucre. Cette baisse de production a amené la société à commercialiser du sucre importé autorisé par le Gouvernement, avec des marges nettement en deçà de celles du sucre produit par SUCRIVOIRE.

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

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 métiers « caoutchouc naturel » et « huile de palme », qui représentent la plus grande part du chiffre d'affaires du Groupe. Cette stratégie se décline en quatre axes principaux : i) l'optimisation de l'existant avec un abaissement des prix de revient, 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. Le Libéria, où la filiale CRC a obtenu du gouvernement de porter ses superficies exploitables en hévéa de 8.000 ha à 35.000 ha (échelonnés sur plusieurs années), représente un relais de croissance important pour le Groupe, grâce aux vastes espaces disponibles, aux conditions naturelles très favorables au palmier et à l'hévéa et à la proximité des bases ivoiriennes du Groupe (proximité de MOPP fait qu'aucun investissement industriel n'est requis). Quant au Nigéria, il représente le principal marché ouest africain d'huile de palme. Il semble opportun pour le Groupe, de par sa présence, d'aborder à moyen terme cette activité en produisant localement. L'objectif est de développer une activité palmier au voisinage des activités du Groupe dans l'hévéa. A cet effet, les négociations sont en cours pour l'acquisition de nouvelles terres propices au développement de l'hévéa et du palmier. La même discipline de croissance des capacités de production et d'extension des surfaces de culture s'applique à l'activité sucrière. 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 33,7% du capital de SIPH. Au-delà de leur participation au capital du Groupe, ces partenaires de renom apportent aussi un soutien opérationnel et technique constant : i) Wilmar fait bénéficier SIFCA de sa maîtrise des processus opérationnels dans les plantations de palmier à huile et de son expertise dans le raffinage de l'huile de palme, ii) Michelin apporte une assistance technique au pôle caoutchouc pour la recherche et l'amélioration des performances agronomiques. 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 néanmoins très récents. SIFCA a progressivement structuré un département centralisé responsable du développement, des investissements et de la politique financière au niveau du Groupe. WARA constate que cette démarche permet à SIFCA de mieux articuler ses options stratégiques, tout en soutenant plus efficacement ses filiales dans leurs projets d'investissements. SIFCA a aussi choisi stratégiquement sur la période de 2013-2018 d'intégrer un outil de gestion informatique, SAP, pour son application progressive et unifiée sur toutes les filiales. Ce projet est une évolution majeure avec un retour sur investissement largement attendu par les filiales qui ont toutes adhéré à son application sur leurs métiers. En 2015, les filiales SAPH, SUCRIVOIRE et SANIA ont achevé l'implémentation du programme SAP qui est désormais fonctionnel 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.

WARA

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.

Avec plus de 60% du marché de la production d'huile de palme en Côte d'Ivoire, SIFCA, à travers sa filiale PALMCI, domine incontestablement ce segment de marché. Le reste du marché reste fragmenté, et se caractérise par l'existence d'une multitude de « mini-huilleries ». PALMCI œuvre efficacement à l'optimisation de ses coûts de revient en réduisant les charges non nécessaires et en optimisant son effectif. 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.

WARA constate que SIFCA a développé deux avantages comparatifs importants : i) la détention de la plus grande surface de plantations en propre (représentant 20% de sa production totale), aussi bien en hévéa qu'en palmiers à huile, qui lui permet de mieux gérer la qualité de sa production et de renforcer ses marges ; et ii) SIFCA dispose des outils industriels de production de caoutchouc naturel et de raffinage de l'huile de palme les plus denses de Côte d'Ivoire. SAPH possède en effet 5 usines de production de caoutchouc naturel en Côte d'Ivoire, réparties sur tout le territoire, et localisées sur les sites de plantation d'hévéas, ce qui minimise les distances, temps et coûts de transport (notamment de latex liquide, de meilleure qualité). La société a produit 172 952 tonnes de caoutchouc naturel en 2018 (y compris les achats aux planteurs villageois). Suite au programme d'extension et de modernisation de l'unité industrielle de Rapides Grah initié en 2014, les capacités d'usinage de SAPH ne cessent de se renforcer au fil du temps. De son côté, SANIA, dont le plus gros des achats de matières premières ont été réalisés avec la totalité de la production de PALMCI, traite chaque année plus de 300.000 tonnes d'huile de palme brute. L'intégration de fait des activités de PALMCI et de SANIA est un facteur positif de notation en ceci qu'elle permet un pilotage efficient de la chaîne de valeur et une captation compétitive des marges.

Facteurs financiers

Rentabilité

- SIFCA a enregistré une perte consolidée de 14,9 milliards part du groupe en 2018 en raison de la baisse des cours du caoutchouc naturel et de l'huile de palme.
- Pourtant, le groupe poursuit ses efforts d'optimisation des coûts sur toutes les activités du groupe et d'extension des capacités d'usinage.

Sur l'exercice 2018, SIFCA, a enregistré une perte consolidée de 14,9 milliards part du groupe, principalement en raison de la baisse des cours du caoutchouc naturel et de l'huile de palme : c'est un facteur négatif de notation. Sur le pôle caoutchouc, la baisse de 17% des cours en 2018 (1,37 USD/kg en 2018 contre 1,65 USD/kg en 2017) explique la perte de -0,8 milliards de SAPH. Au niveau du pôle oléagineux, la baisse de la production par rapport à 2017 (-7% en raison du phénomène agricole naturel du « repos végétatif ») a été exacerbée par une baisse des cours de 16% (620 USD/T en 2018 contre 736 USD/T en 2017). Résultat : PALMCI a soldé son exercice par une perte de -12,7 milliards. Enfin, SUCRIVOIRE s'est maintenu tant bien que mal à l'équilibre (perte de - 0,3 milliards) : la production a baissé de 8%, passant de 90 935 tonnes en 2017 à 83 469 en 2018 du fait d'une teneur en sucre moindre dans les cannes récoltées.

Les différentes filières du Groupe ne sont pas à l'abri de chocs exogènes et ponctuels qui impactent leur efficacité opérationnelle : 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. A titre d'exemple, les hévéas restent sensibles aux germes et aux maladies. En particulier, 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. En parallèle, le « repos végétatif » forcé a réduit le niveau de production d'huile de palme. Afin de mitiger ces difficultés, 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) et un expert provenant la société TERRA pour sa filière sucrière

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. Cette démarche s'est déjà avérée très efficace dans le cas de SAPH ; il s'agit désormais de l'étendre aux autres filières, de manière incrémentale et dans une logique de croissance maîtrisée.

Liquidité

- La liquidité de SIFCA est stable et se maintient à un niveau satisfaisant....

Les ratios de liquidité du Groupe sont stables. En particulier, le ratio de liquidité générale s'est maintenu entre 199% et 263% 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 liquidité d'actifs, qui s'est stabilisé entre 27% et 32% au cours des 5 dernières années.

SIFCA engage progressivement un plan d'investissement destiné à accélérer le développement du Groupe. Malgré la dépression des cours, la stratégie du groupe consiste à poursuivre les investissements pour pouvoir profiter de la hausse des cours à moyen terme. La préséance semble être donnée à la filière sucrière, quoique l'ordre définitif de priorité des investissements par activité n'ait pas encore été définitivement arrêté. La nécessité capitalistique récurrente des activités du Groupe SIFCA réside dans un besoin constant d'entretenir et moderniser ses outils de production afin d'augmenter les capacités, améliorer la qualité et réduire les coûts. En plus des investissements liés à l'implémentation de SAP sur tout le périmètre du groupe, le groupe a continué d'augmenter ses surfaces plantées pour les trois filières et d'améliorer son outil industriel en 2018 sur tous les marchés dans lesquels il opère.

Flexibilité financière

- La flexibilité financière est bonne malgré le tirage d'une première tranche du prêt PROPARCO.
- SIFCA bénéficie d'un fort soutien actionnarial et des disponibilités bancaires nécessaires à son bon développement

SIFCA n'arrive toujours pas à dégager une trésorerie positive à cause du poids des investissements et du remboursement de l'emprunt contracté en 2013. Cette composante essentielle du profil financier de SIFCA est le signal de l'exposition de son modèle d'affaires à la volatilité des cours mondiaux du caoutchouc naturel et de l'huile de palme. C'est un facteur négatif de notation. Cependant, sa capacité d'endettement offre une solution viable pour ses perspectives de développement à moyen terme traduites dans son ambitieux plan d'investissement. En cela, WARA intègre dans sa notation 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 décaissée en novembre 2018. En effet, le groupe 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. Le besoin de financement pour les investissements est estimé à environ 300 milliards de FCFA sur 5 ans, couvert par une combinaison d'autofinancement (150 à 200 milliards), de dette en euros au niveau de la holding

(59 milliards) et de dettes en devise locale et/ou en euros au niveau des filiales (40 à 90 milliards). WARA note aussi que l'endettement en euros pourrait potentiellement générer un risque de change si le franc CFA venait à être dévalué ; ce risque, auquel SIFCA n'était pas exposé jusqu'à présent, est très peu probable à moyen terme cela dit.

Cela dit, à fin 2018, SIFCA affiche de bons ratios de flexibilité financière, lui permettant d'envisager sereinement le recours prévu au levier financier. En particulier, à fin 2018, le ratio de gearing s'établit à 29,3%. Dans la même veine, et à la même date, la dette financière consolidée ne représente que 2,4 fois l'EBE. Cependant, WARA tient à préciser que ces ratios n'intègrent pas les 35 milliards de tirage reçus (au 31/12 :2018, le cash est comptabilisé en trésorerie actif et la dette correspondante en trésorerie passif). Si l'on inclut ce tirage, le ratio de gearing passe à 40% et la dette financière consolidée représente 3,2 fois l'EBE. Ces niveaux d'endettement restent, malgré tout, acceptables à ce niveau de notation. En outre, à plus court terme, SIFCA bénéficie encore de capacités d'emprunts et de découverts non utilisées 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. Ces disponibilités sont utilisées occasionnellement, selon le cycle de production (qui atteint généralement un besoin important entre février et avril). Enfin, avec certaines filiales du Groupe générant un niveau de cashflow particulièrement élevé, il est possible de mutualiser les disponibilités pour les besoins de financement du cycle d'exploitation d'autres filiales, et d'éviter un recours plus coûteux au crédit bancaire et c'est exactement ce qui a été fait pour bénéficier d'un pouvoir de négociation plus accru vis-à-vis des banques. La mutualisation de la trésorerie est formalisée dans une convention entre les principales filiales du Groupe.

WARA

DONNEES FINANCIERES ET RATIOS

Groupe SIFCA – Comptes consolidés aux normes comptables révisées OHADA.

BILAN (en millions de FCFA)	2014	2015	2016	2017	2018
Immobilisations incorporelles	54 727	53 346	49 418	41 636	38 871
Immobilisations corporelles	317 371	340 999	332 377	325 258	335 391
Immobilisations financières	20 408	15 188	14 319	9 412	12 162
Stocks	105 864	103 851	99 799	114 527	128 622
Créances et emplois assimilés	76 706	66 788	59 736	56 279	66 631
Trésorerie - Actif	39 973	44 004	34 163	40 058	35 456
Charges constatées d'avance	1 148	885	0	0	0
Ecart de conversion et autres	8	0	0	0	0
TOTAL ACTIF	616 205	625 061	589 812	587 170	617 133
Part du groupe dans les capitaux propres et le résultat	195 721	187 940	188 174	186 376	169 919
Part des minoritaires dans les capitaux propres et le résultat	152 139	151 486	151 503	164 854	154 836
Crédits à moyen et long terme	137 450	146 336	116 343	97 480	95 032
Autres dettes financières et ressources assimilées	10 454	12 314	11 292	10 888	12 866
Avances et acomptes reçus sur commandes	841	2 137	797	2 674	2 440
Dettes fournisseurs et comptes rattachés	39 820	29 851	33 911	35 785	52 859
Dettes fiscales	12 055	9 515	12 931	12 728	7 841
Autres dettes d'exploitation	21 307	23 374	14 667	26 152	35 111
Trésorerie - Passif	45 069	61 437	60 194	50 233	86 228
Produits constatés d'avance, éliminations et écart de conversion	1 349	671	0	0	0
TOTAL PASSIF	616 205	625 061	589 812	587 170	617 133

INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES (en millions de FCFA)	2014	2015	2016	2017	2018
Capacité d'autofinancement (CAF)	52 872	40 642	65 081	83 038	26 792
Variation de BFR	12 087	9 302	-7 338	-6 498	3 535
Investissements (I)	35 016	59 685	38 391	46 691	40 244
Free Cash Flow (FCF) (1)	5 770	-28 345	34 028	42 845	-16 987
Dettes financières nettes (2)	142 546	163 769	142 374	107 655	145 804

COMPTE DE RESULTAT (en millions de FCFA)	2014	2015	2016	2017	2018
Chiffre d'affaires (CA)	448 952	428 832	455 436	521 330	462 868
Production stockée (ou déstockage)	-2 171	887	2 849	7 401	6 744
Production immobilisée	30 794	30 598	15 924	16 335	0
Autres produits	1 191	2 898	1 976	1 675	0
PRODUITS D'EXPLOITATION	478 766	463 215	476 185	546 741	469 611
Achats de marchandises	-161	2 237	-3 013	2 980	-4 585
Achats de matières premières et autres approvisionnements	-247 258	-246 345	-253 043	-293 934	-275 440
Services extérieurs	-80 916	-76 336	-70 691	-73 741	-79 718
Autres charges de gestion courante	-3 353	-8 291	-4 010	-3 157	13 492
Opérations d'exploitation intra-groupe	0	0	0	0	0
VALEUR AJOUTEE	147 078	134 480	145 427	178 890	123 361
% CA	32,8%	31,4%	31,9%	34,3%	26,7%
Impôts et taxes	-8 338	-9 252	-9 283	-9 757	-9 562
Charges de personnel	-68 583	-71 150	-68 247	-69 336	-73 775
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBE)	70 157	54 078	67 898	99 798	40 025
% CA	15,6%	12,6%	14,9%	19,1%	8,6%
Dotations aux amortissements et aux provisions	-48 662	-51 374	-50 477	-48 821	-48 270
Reprises de provisions	3 453	13 001	5 662	4 167	4 037
Transferts de charges	2 240	2 314	1 700	132	251
RESULTAT D'EXPLOITATION	27 188	18 019	24 784	55 276	-3 958
% CA	6,1%	4,2%	5,4%	10,6%	-0,9%
Opérations faites en commun	-61	-525	0	18	0
Résultat financier	-15 910	-11 854	-6 980	-8 355	-11 064
Résultat hors activités ordinaires (H.A.O)	-275	-55	200	-718	-413
Impôt sur le résultat	-2 297	-2 457	-6 105	-14 295	-1 756
Q-P de résultat des mises en équivalence	247	206	197	104	84
Dotations/reprises sur amortissements sur écarts d'acquisitions	-2 912	-2 619	-2 478	-2 353	-2 174
RESULTAT NET CONSOLIDE	5 980	716	9 617	29 677	-19 281
% CA	1,3%	0,2%	2,1%	5,7%	-4,2%
Part des minoritaires	6 712	2 932	5 315	20 599	-4 340
PART DU GROUPE DANS LE RESULTAT	-732	-2 216	4 303	9 078	-14 941

TAUX DE CROISSANCE - BILAN (en %)	2014	2015	2016	2017	2018
Immobilisations incorporelles	-1,3	-2,5	-7,4	-15,7	-6,6
Immobilisations corporelles	12,7	7,4	-2,5	-2,1	3,1
Immobilisations financières	-5,9	-25,6	-5,7	-34,3	29,2
Stocks	-2,5	-1,9	-3,9	14,8	12,3
Créances et emplois assimilés	2,2	-12,9	-10,6	-5,8	18,4
Trésorerie - Actif	-23,5	10,1	-22,4	17,3	-11,5
Charges constatées d'avance	-56,1	-22,9	-100,0	--	--
Ecart de conversion et autres	--	-100,0	--	--	--
TOTAL ACTIF	3,2	1,4	-5,6	-0,4	5,1
Part du groupe dans les capitaux propres et le résultat	2,0	-4,0	0,1	-1,0	-8,8
Part des minoritaires dans les capitaux propres et le résultat	-1,4	-0,4	0,0	8,8	-6,1
Crédits à moyen et long terme	18,2	6,5	-20,5	-16,2	-2,5
Autres dettes financières et ressources assimilées	16,8	17,8	-8,3	-3,6	18,2
Avances et acomptes reçus sur commandes	-71,1	154,1	-62,7	235,5	-8,8
Dettes fournisseurs et comptes rattachés	21,1	-25,0	13,6	5,5	47,7
Dettes fiscales	-39,5	-21,1	35,9	-1,6	-38,4
Autres dettes d'exploitation	-32,1	9,7	-37,3	78,3	34,3
Trésorerie - Passif	18,2	36,3	-2,0	-16,5	71,7
Produits constatés d'avance, éliminations et écart de conversion	-29,7	-28,7	-27,7	-26,7	-25,7
TOTAL PASSIF	3,2	1,4	-5,6	-0,4	5,1

TAUX DE CROISSANCE - COMPTE DE RESULTAT (en %)	2014	2015	2016	2017	2018
Chiffre d'affaires (CA)	-12,1	-4,5	6,2	14,5	-11,2
Production stockée (ou déstockage)	9,2	-140,9	221,2	159,8	-8,9
Autres produits	-34,9	143,3	-31,8	-15,2	-100,0
PRODUITS D'EXPLOITATION	-11,0	-3,2	2,8	14,8	-14,1
Achats de marchandises	-32,6	-1 489,4	-234,7	-198,9	-253,8
Achats de matières premières et autres approvisionnements	-12,7	-0,4	2,7	16,2	-6,3
Services extérieurs	-12,2	-5,7	-7,4	4,3	8,1
Autres charges de gestion courante	-14,5	147,3	-51,6	-21,3	-527,4
Opérations d'exploitation intra-groupe	--	--	--	--	--
VALEUR AJOUTEE	-7,2	-8,6	8,1	23,0	-31,0
Impôts et taxes	-41,1	11,0	0,3	5,1	-2,0
Charges de personnel	7,6	3,7	-4,1	1,6	6,4
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBE)	-13,0	-22,9	25,6	47,0	-59,9
Dotations aux amortissements et aux provisions	18,8	5,6	-1,7	-3,3	-1,1
Reprises de provisions	38,1	276,5	-56,4	-26,4	-3,1
Transferts de charges	-19,9	3,3	-26,5	-92,2	90,0
RESULTAT D'EXPLOITATION	-39,6	-33,7	37,5	123,0	-107,2
Opérations faites en commun	-31,2	-30,6	29,5	94,8	-108,1
Résultat financier	358,4	-25,5	-41,1	19,7	32,4
Résultat hors activités ordinaires (H.A.O)	-32,1	-80,2	-467,0	-458,9	-42,5
Impôt sur le résultat	-84,9	6,9	148,5	134,2	-87,7
Q-P de résultat des mises en équivalence	28,6	-16,6	-4,6	-47,1	-19,2
Dotations/reprises sur amortissements sur écarts d'acquisitions	28,5	-10,1	-5,4	-5,1	-7,6
RESULTAT NET CONSOLIDE	-74,9	-88,0	1 242,4	208,6	-165,0
Part des minoritaires	-64,5	-56,3	81,3	287,6	-121,1
PART DU GROUPE DANS LE RESULTAT	-114,8	202,7	-294,2	111,0	-264,6

RATIOS	2014	2015	2016	2017	2018
Rentabilité					
Marge de profit (RN/CA) en %	1,3	0,2	2,1	5,7	-4,2
Rotation des actifs (CA/TA) en %	72,9	68,6	77,2	88,8	75,0
Levier financier (TA/FP) en %	177,1	184,2	173,6	167,2	190,0
Retour sur fonds propres (RN/FP) en %	1,7	0,2	2,8	8,4	-5,9
ROA (RN/TA) en %	1,0	0,1	1,6	5,1	-3,1
Charges d'exploitation/Produits d'exploitation en %	94,3	96,1	94,8	89,9	100,8
Liquidité					
Ratio de liquidité générale (AC/PC) en %	246,6	263,0	256,0	220,9	198,7
Ratio de liquidité de l'actif (AC/TA) en %	29,6	27,3	27,0	29,1	31,6
Couverture des stocks (en jours d'achats)	154,0	153,2	140,3	141,7	165,4
Rotation des stocks (en nombre de fois / an)	2,3	2,4	2,6	2,5	2,2
Délais clients (en jours de CA) (3)	52,1	47,5	40,0	32,9	43,9
Délais fournisseurs (en jours de CA) (3)	27,1	21,2	22,7	20,9	34,8
Flexibilité financière					
Gearing (Dette financière/FP) en %	39,5	43,1	34,3	27,8	29,3
Couverture des charges d'intérêt (EBE/intérêts financiers)	7,8	5,0	7,8	11,7	4,8
Dette financière/EBE en %	195,9	270,6	171,4	97,7	237,4

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



© 2019 Emerging Markets Rating (EMR) & West Africa Rating Agency (WARA). Tous droits réservés. WARA est une Agence de Notation de PUEMOA 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.