



WARA

CORPORATES

www.wara-ratings.com

Société Africaine de Plantations d'Hévéa (SAPH)

BBB/Stable/w-4

ANALYSE

Mai 2021

Oumar NDIAYE

oumar.ndiaye@wara-ratings.com

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

Saïba FAINKE

saiba.fainke@wara-ratings.com

+221 33 824 60 14 | +221 77 654 67 11

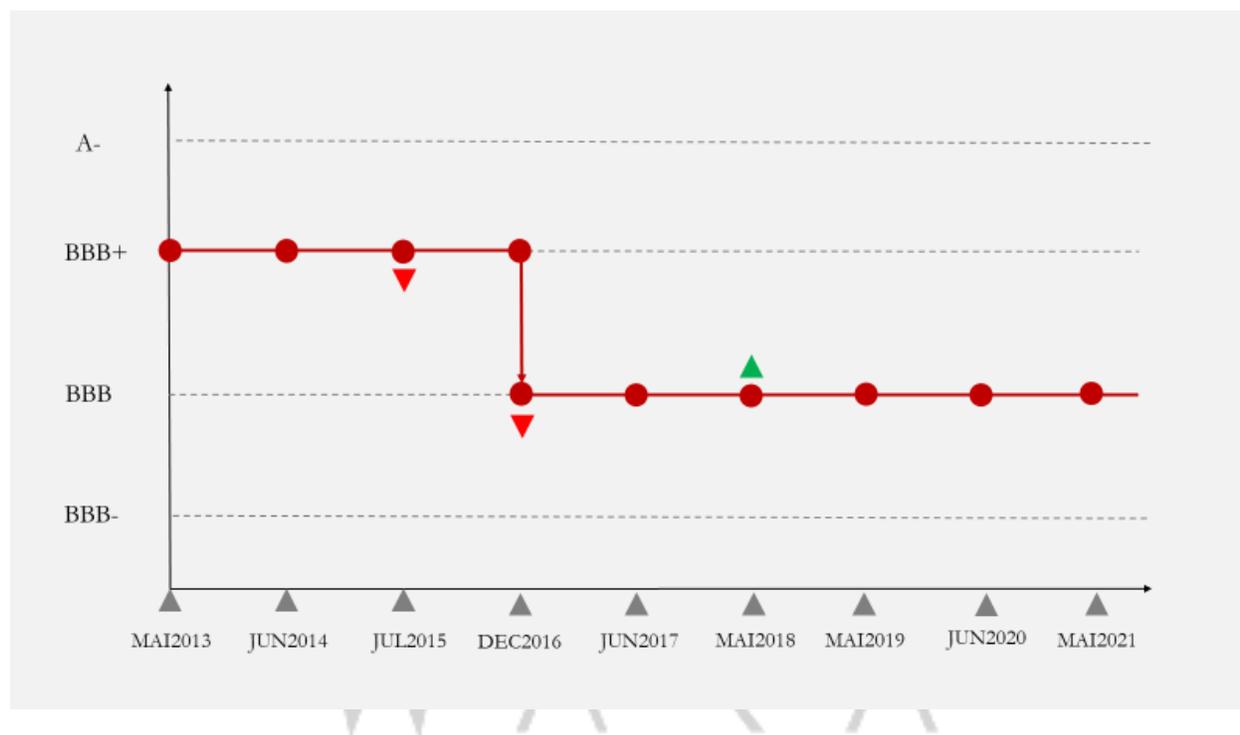
TABLE DES MATIÈRES

NOTATION	3
ÉVOLUTION DE LA NOTE DE LONG TERME	3
RÉSUMÉ	3
Points forts	4
Points faibles	4
CARTE DES SCORES 2021	5
PERSPECTIVE	7
ANALYSE DES FACTEURS DE NOTATION INTRINSEQUE	8
Facteurs environnementaux	8
Environnement macroéconomique	8
Environnement opérationnel	9
Environnement sectoriel	11
Facteurs qualitatifs	15
Produits – Distribution – Marque	15
Gouvernance et management	16
Positionnement concurrentiel	18
Facteurs financiers	19
Rentabilité	20
Liquidité	21
Flexibilité financière	24
DONNEES FINANCIERES ET RATIOS	25

NOTATION

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

ÉVOLUTION DE LA NOTE DE LONG TERME



RÉSUMÉ

- WARA note SAPH depuis mars 2013. Cette notation a été affirmée en mai 2021 à BBB /Stable/w-4 sur l'échelle régionale de WARA.

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

La notation intrinsèque de SAPH, indépendamment de tout facteur de support externe, est de '**BBB**' selon WARA, ce qui équivaut à un score pondéré total de **3,14/6,00** incluant un ajustement conservateur supplémentaire à la carte des scores de +11%, pour refléter l'importance de la composante mono-produit de l'activité de SAPH.

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

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

Points forts

- **La position de leader de SAPH**, forte d'une part de marché de la production usinée de caoutchouc naturel en Côte d'Ivoire de 35%, dont une partie exportée en fonds de tasse.
- **Une bonne gouvernance de la filiale caoutchouc du groupe SIFCA**, renforcée par un soutien permanent de ses actionnaires, lui permettant d'avoir une vision stratégique claire et une très bonne qualité d'exécution à travers l'expertise de son équipe dirigeante.
- **Sur le long terme, une demande mondiale de caoutchouc naturel soutenue** (dont 70% de la production sont utilisés pour la fabrication de pneus), étant donnée l'absence d'un produit de substitution apportant des propriétés équivalentes.
- **La forte capacité d'adaptation de SAPH** aux effets adverses des facteurs exogènes de son environnement opérationnel (pression concurrentielle, volatilité des cours du caoutchouc sur le marché international, pandémie Covid-19) par un programme d'extension et de saturation de ses capacités de production couplé à une politique de réduction des coûts. SAPH s'attèle ainsi à atteindre une efficacité industrielle nécessaire à la bonne qualité de l'exécution opérationnelle.

Points faibles

- **Un environnement opérationnel instable**, animé par des dissensions politiques récurrentes et des tensions d'ordre social pesant sur la politique économique du pays.
- **SAPH présente un profil mono-produit, qui porte en lui un risque de concentration de ses activités agro-industrielles** : c'est la raison pour laquelle WARA intègre un facteur d'ajustement conservateur de +11% au score total.
- **Une forte dépendance du chiffre d'affaires aux cours du caoutchouc au SICOM** (Singapore Commodity Exchange), qui détermine en définitive le prix de marché du caoutchouc naturel. À titre de référence, en 2020, la pandémie Covid19 avait ainsi très négativement impacté les cours du caoutchouc au SICOM.

CARTE DES SCORES 2021

				2021	2020			
FACTEURS DE NOTATION DES CORPORAT				Pondération	Score	Score pondéré	Score	Score pondéré
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	
	<i>Maturité</i>		3%	4,00	0,12	4,00	0,12	
	<i>Volatilité</i>		2%	4,80	0,10	4,80	0,10	
	<i>Diversité</i>		2%	3,00	0,06	3,00	0,06	
	<i>Soutenabilité</i>		3%	3,30	0,10	3,30	0,10	
FNI.C2	Environnement opérationnel	EO	7%	4,00	0,28	4,00	0,28	
	<i>Gouvernance systémique</i>		3%	4,00	0,12	4,00	0,12	
	<i>Infrastructure</i>		2%	4,00	0,08	4,00	0,08	
	<i>Information</i>		2%	4,00	0,08	4,00	0,08	
FNI.C3	Environnement sectoriel	ES	8%	2,50	0,20	2,50	0,20	
	<i>Pression concurrentielle</i>		4%	3,00	0,12	3,00	0,12	
	<i>Degré de maturité</i>		4%	2,00	0,08	2,00	0,08	
FACTEURS QUALITATIFS				40%	2,44	0,98	2,41	0,96
FNI.C4	Produits - Distribution - Marque	PM	15%	2,89	0,43	2,89	0,43	
	<i>Diversité des produits - Gamme</i>		5%	5,68	0,28	5,68	0,28	
	<i>Distribution et parts de marché</i>		5%	2,00	0,10	2,00	0,10	
	<i>Reconnaissance de la marque</i>		5%	1,00	0,05	1,00	0,05	
FNI.C5	Gouvernance et management	GM	15%	2,00	0,30	2,00	0,30	
	<i>Gouvernance idiosyncrasique</i>		5%	2,00	0,10	2,00	0,10	
	<i>Qualité de la gestion stratégique</i>		5%	2,00	0,10	2,00	0,10	
	<i>Qualité de l'exécution opérationnelle</i>		5%	2,00	0,10	2,00	0,10	
FNI.C6	Positionnement concurrentiel	PC	10%	2,42	0,24	2,30	0,23	
	<i>Compétitivité prix</i>		3%	3,00	0,09	3,00	0,09	
	<i>Compétitivité hors-prix</i>		3%	2,00	0,06	2,00	0,06	
	<i>Développement - Technologie - Innovation</i>		4%	2,30	0,09	2,00	0,08	
FACTEURS FINANCIERS				35%	2,85	1,00	2,89	1,01
FNI.C7	Rentabilité	RE	10%	2,96	0,30	2,70	0,27	
	<i>Marge de profit</i>		4%	5,00	0,20	3,00	0,12	
	<i>Rotation des actifs</i>		3%	1,00	0,03	3,00	0,09	
	<i>Lever financier</i>		3%	2,20	0,07	2,00	0,06	
FNI.C8	Liquidité	LQ	10%	2,50	0,25	2,93	0,29	
	<i>Liquidité des actifs</i>		5%	2,00	0,10	2,85	0,14	
	<i>Refinancement et gestion de la liquidité</i>		5%	3,00	0,15	3,00	0,15	
FNI.C9	Flexibilité financière	FF	15%	3,00	0,45	3,00	0,45	
	<i>Couverture des intérêts par les cashflows</i>		8%	3,00	0,24	3,00	0,24	
	<i>Dette en années de cashflows</i>		7%	3,00	0,21	3,00	0,21	
				SCORE PONDÉRÉ TOTAL	2,83		2,83	
				AJUSTEMENT	11%		11%	
				SCORE PONDÉRÉ TOTAL AJUSTÉ	3,14		3,14	
				NOTATION INTRINSÈQUE	BBB		BBB	

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

PERSPECTIVE

La perspective attachée à la notation de SAPH est maintenue à **stable**. WARA justifie cette perspective stable par le fait que même si les cours mondiaux de caoutchouc naturel ont été au plus bas du fait de la contraction économique mondiale liée à la crise sanitaire Covid-19, SAPH avait anticipé depuis des années en baissant son seuil de rentabilité. Cette capacité d'anticipation sur les cours bas du SICOM et de résilience face aux crises exogènes demeure un facteur essentiel à la stabilité de l'entreprise. De plus, il sera difficile à la concurrence de mettre à mal la position de leader de la filiale caoutchouc de SIFCA sur son marché domestique. Par conséquent, la position dominante de SAPH sur son marché, sa maîtrise de la chaîne de valeur dans le secteur du caoutchouc naturel sont des facteurs déterminants pour la notation de SAPH. Ce sont ainsi ces mêmes facteurs qui conditionneront la capacité de SAPH à s'adapter à l'éventuelle volatilité des cours du caoutchouc au SICOM, dont elle reste en définitive tributaire pour ses achats et ses ventes.

Une amélioration de la notation de SAPH est tributaire : i) d'une hausse significative et durable des cours du caoutchouc au SICOM qui impacteraient positivement la rentabilité de SAPH, ce qui est peu probable à moyen terme vu le contexte actuel; ii) de la poursuite des investissements et des efforts d'optimisation des coûts afin d'abaisser davantage le point mort ; iii) de la poursuite de l'amélioration soutenue par l'annonce du lancement de la construction d'une nouvelle usine d'une capacité de 60.000 tonnes/an, mise en service Novembre 2022; iv) d'innovations techniques dérivées de la recherche agronomique (notamment l'évolution des clones d'arbres) permettant d'augmenter durablement la productivité marginale des hévéas et leur résistance (notamment aux maladies et champignons), et v) du succès de la stratégie de sortie de crise lié à la pandémie Covid19 et de la maîtrise de son impact sur les performances financières et industrielles de l'entreprise.

Une détérioration de la notation de SAPH serait la conséquence : i) d'une nouvelle crise politique impactant la Côte d'Ivoire ; ii) de la perte de parts de marché de SAPH sur son marché domestique ; iii) de la baisse significative et durable des cours du caoutchouc au SICOM ; iv) de l'apparition de nouvelles maladies ou champignons impactant la productivité des hévéas en Côte d'Ivoire, ou bien d'une catastrophe naturelle de grande envergure entraînant la destruction des plantations en Côte d'Ivoire (ces risques ne sont en effet pas assurés faute de contrepartie spécialisée), ou v) de l'échec de sa stratégie de sortie de crise lié à la pandémie Covid19 avec comme conséquent une dégradation significative des performances financières et industrielles de l'entreprise.

A titre de référence, WARA estime que la probabilité d'occurrence des scénarios favorables est égale à celle des scénarios défavorables à moyen terme, ce qui signifie en d'autres termes que la notation actuelle de SAPH contient autant de possibilités de rehaussement que de risques d'abaissement.

ANALYSE DES FACTEURS DE NOTATION INTRINSEQUE

Facteurs environnementaux

Environnement macroéconomique

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

La Côte d'Ivoire est d'abord un pays agricole ; par conséquent, la sensibilité encore élevée de l'économie ivoirienne à la volatilité des cours mondiaux des matières premières non transformées est un facteur négatif de notation. Le secteur primaire emploie la moitié de la population active. Par conséquent, il y a assez peu de tension et de flexibilité sur le marché du travail, ce qui contribue à freiner le développement des secteurs secondaires et tertiaires. Le secteur agricole ivoirien, peu intensif d'un point de vue technologique, demeure encore vulnérable à des chocs exogènes, notamment aux variations climatiques inattendues. La Côte d'Ivoire est le premier producteur et exportateur mondial de cacao, qui représente à lui seul la moitié de ses exportations ; le café, l'anacarde, l'huile de palme et le caoutchouc naturel sont parmi les autres matières premières agricoles pour lesquelles la Côte d'Ivoire dispose d'un avantage comparatif. L'économie ivoirienne est donc sensible aux fluctuations des prix internationaux des matières premières et, dans une moindre mesure, aux conditions climatiques.

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.

Les perspectives politiques à court et moyen termes seront dominées par les retombées de l'élection présidentielle du 31 octobre, sur fond d'une légitimité fragile du pouvoir central et d'une opposition en embuscade. Cette absence de consensus national et cette tension latente sont des facteurs négatifs de notation, tant ils tendent à repousser à des échéances ultérieures l'apaisement politique dont l'économie nationale a besoin pour tendre vers son plein potentiel. Alassane Ouattara est président depuis 2010, et avait initialement déclaré qu'il ne se présenterait pas au scrutin, mais après la mort soudaine du candidat du Rassemblement des houphouëtistes pour la démocratie et la paix (RHDP) au pouvoir trois mois avant l'élection, M. Ouattara a changé d'avis. Plusieurs partis d'opposition ont boycotté

le vote, conduisant à un taux de participation très bas (environ 54%) et par conséquent à la victoire écrasante du Président sortant. La tactique de l'opposition était de fragiliser la légitimité du scrutin au motif que le Président sortant avait déjà rempli deux mandats présidentiels consécutifs, ce qui est le maximum prévu par la constitution, selon la lecture qu'en fait l'opposition. M. Ouattara a fait valoir au contraire que l'adoption d'une nouvelle constitution en 2016 lui a permis de se présenter à nouveau, au motif qu'il n'avait pas purgé deux mandats en vertu de la constitution actuelle. Les tentatives ultérieures de l'opposition pour lancer un gouvernement de transition ont échoué, et des affrontements caractérisés par des niveaux variables de violence ont continué à traverser le pays, avant de baisser en intensité pour enfin disparaître. Les prochaines élections législatives sont prévues en octobre 2021. Le RHDP reste la principale force politique du pays. Le parti dispose de ressources importantes et de nombreuses alliances avec de petits groupes d'intérêts. Les circonscriptions électorales sont également favorables au RHDP. Actuellement, le nord du pays (un bastion du RHDP) se compose de 69 circonscriptions contenant une population d'environ un demi-million de personnes, mais le sud (un bastion de l'opposition) ne compte que 28 circonscriptions pour une population totale de près de 2 millions d'habitants. La prochaine élection présidentielle n'est prévue qu'en 2025. Aussi, le RHDP devrait donc continuer à dominer l'Assemblée nationale. A l'extérieur, la politique étrangère restera fortement influencée par un effort visant à attirer les investissements étrangers et les financements pour financer des plans de dépenses ambitieux. Le gouvernement renforcera également ses relations avec les Etats susceptibles d'offrir des solutions de financement en devises, afin de répondre aux besoins importants du pays en infrastructures. M. Ouattara a précédemment indiqué qu'il souhaiterait s'éloigner du parapluie sécuritaire français, mais la présence française restera forte. La France dispose d'une base militaire permanente dans le pays, en partie pour aider à consolider la paix, mais aussi pour soutenir des opérations militaires ailleurs sur le continent. Le Mali, la Côte d'Ivoire et le Burkina Faso ont lancé un projet de zone économique spéciale (ZES) - avec des plans pour une zone de libre-échange et des incitations fiscales et financières. Bien que la mise en œuvre de la ZES soit lente et que des contraintes structurelles demeurent, il s'agit d'une étape importante vers davantage d'intégration économique ouest-africaine.

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 viii) 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. ix) Au total, l'économie ivoirienne est encore structurellement très en-deçà de son potentiel.

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

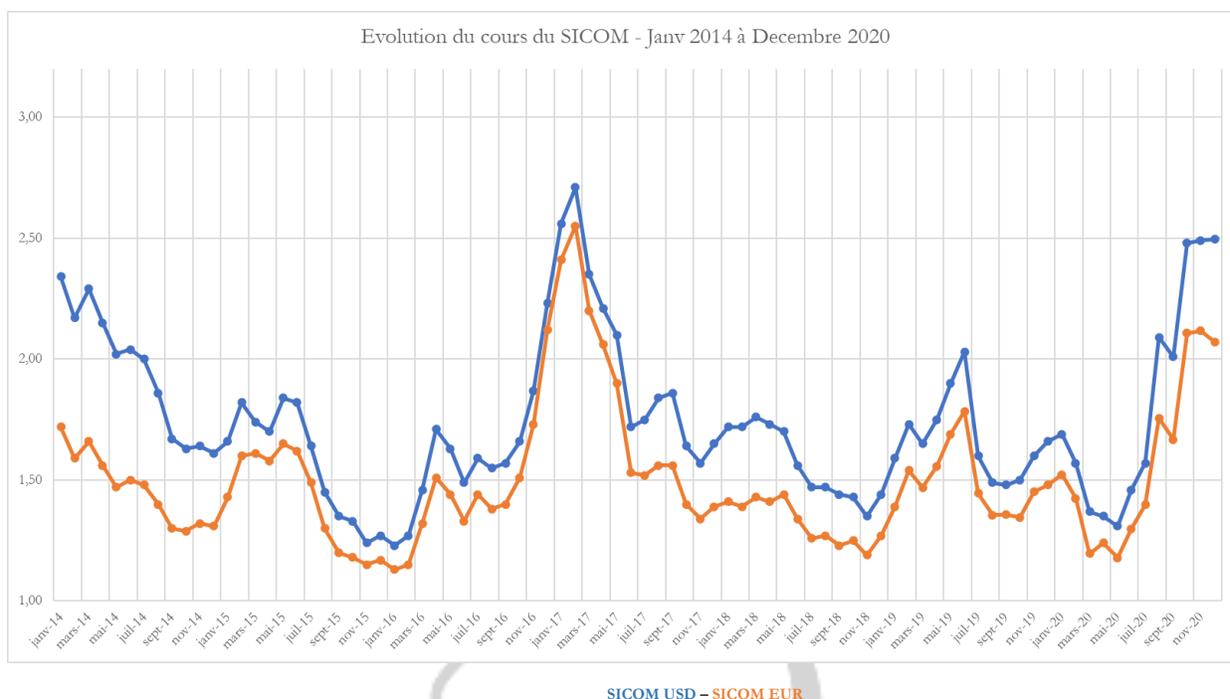
INDICES	BEN	BKN	CDI	GNB	MAL	NGR	SEN	TOG	Sources
Indice de contrôle de la corruption	-0.55	-0.11	-0.52	-1.56	-0.63	-0.65	0.09	-0.71	Banque Mondiale
Indice d'efficacité de l'Etat	-0.64	-0.59	-0.74	-1.77	-0.94	-0.67	-0.32	-1.13	Banque Mondiale
Indice de stabilité politique et d'absence de violence	0.05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

 Premier quartile	 Deuxième quartile
 Troisième quartile	 Quatrième quartile

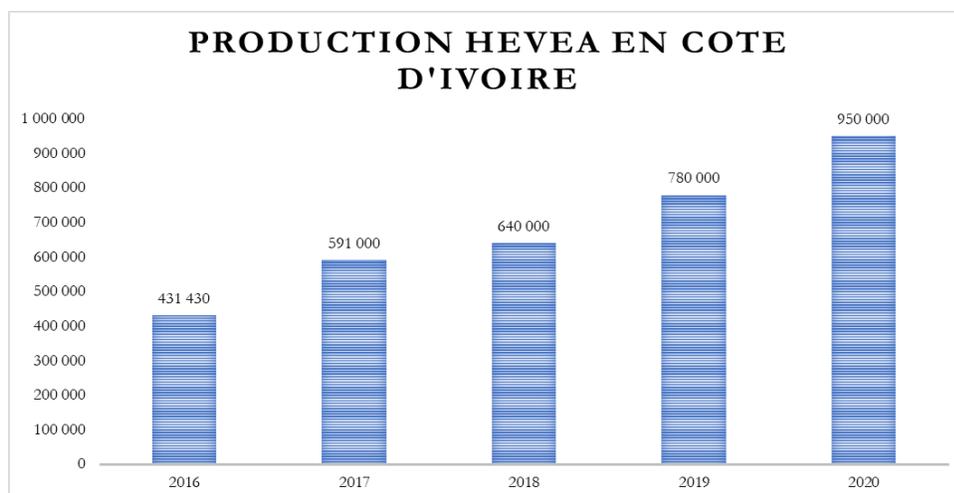
Environnement sectoriel

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

Dans un marché déjà structurellement excédentaire, les cours mondiaux du caoutchouc se sont effondrés en 2020 pour atteindre un plus bas historique au mois de mars 2020, suite à la contraction de l'économie mondiale (crise Covid-19). Le marché du caoutchouc naturel est structurellement caractérisé par une production en hausse constante (passant de 9 millions de tonnes en 2014 à plus de 13 millions en 2021) et une demande qui peine à suivre le rythme. Résultat : les cours sont au plus bas depuis 7 ans maintenant. La conjoncture économique actuelle, affectée par la pandémie COVID -19 a aussi contribué à la baisse des cours sur 2020, jusqu'à atteindre un plancher historique en mars 2020 à 1,1036 USD le kilogramme, avant de s'améliorer progressivement sur le reste de l'année. Ainsi, les cours moyens du caoutchouc sur le marché international sont passés d'une moyenne annuelle de 1,41 USD le kilogramme en 2019 à 1,31 USD le kilogramme en 2020. L'Association des pays producteurs de caoutchouc naturel (ANRPC) a dû revoir à la baisse ses estimations de la consommation mondiale de caoutchouc et la reprise structurelle du marché n'est pas attendu 2022, voire 2023.



La Côte d'Ivoire occupe le quatrième rang mondial et le premier rang africain des producteurs de caoutchouc naturel La production de caoutchouc naturel s'établit à 950 000 tonnes en 2020 contre 780 000 tonnes en 2019, soit + 22%. Sur les cinq dernières années, la production ivoirienne a été multipliée par deux (+120%) 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 sur une production d'environ 1,2 millions de tonnes en 2023. Une telle progression trouve son explication dans le fait qu'entre 2009 et 2011, attirés par des cours vertigineux (5 USD le kilo), de nombreux agriculteurs, ont remplacé leurs plants de cacao par de l'hévéa. Ces agriculteurs ont aussi été incités par les autorités, qui à travers le Fonds de Développement pour l'Hévéaculture piloté par l'APROMAC, injecté 26 milliards de FCFA sur 9 ans pour développer la filière. Enfin, l'hévéa est produit pendant 10 mois sur 12 alors qu'il n'y a que deux récoltes de cacao par an. Pourtant, aujourd'hui, les cultivateurs d'hévéa peinent à vivre de leurs récoltes : non seulement les prix sont passés de 5 USD en moyenne le kilo en 2009 à 1,31 USD en moyenne le kilo en 2020, mais surtout les usiniers locaux ne parviennent pas à suivre le rythme de croissance de la production agricole.



Au cours des dix dernières années, la croissance de la production d'hévéa a été supérieure à la croissance des capacités d'usinage. Par conséquent, le gouvernement a autorisé depuis 2019 l'exportation de Fonds de Tasse à hauteur de 350 000 tonnes par an. En 2018, alors que la production agricole sur le territoire s'élevait à 640 000 tonnes, la capacité de transformation s'établissait à 470 000 tonnes. Cet écart s'est encore creusé en 2020 puisque la production agricole est passé à 950 000 tonnes. Ceci a contraint une partie non négligeable de producteurs et d'intermédiaires à expédier du caoutchouc brut à l'étranger. Bien qu'initialement perçue comme une menace pour les recettes d'exportations du pays, cette activité a été autorisée car elle permet avant tout aux producteurs agricoles de trouver des débouchés suite à la limitation du volume d'achat par les usiniers. Des fermiers ont arrêté de saigner car ils ne trouvaient pas de débouché à leur production. Ainsi depuis 2019, les usiniers du secteur ont décidé de mettre en place un protocole stricte qui est en cours de test afin que le client final reçoive une matière première de qualité et que l'armateur puisse effectuer le transport sans préjudice.

Le secteur du caoutchouc a été fortement marqué par une pression fiscale ces dernières années. Plusieurs voix s'élèvent parmi les professionnels du secteur pour dénoncer l'impact négatif de cette taxe sur la croissance des capacités d'usinage et les revenus des agriculteurs. Des seuils variant de 2,5% à 5% ont été instaurés en fonction du niveau des cours. Ainsi, la taxe ne sera pas prélevée pour un cours en-dessous de 1 000 FCFA/kg, elle sera de 2,5% entre 1000 et 1300 FCFA/kg et s'établira à 3,5% entre 1300 et 1600 FCFA/kg. Pour un prix supérieur à 1600 F CFA, les 5% seront appliqués. Il est à noter que cette taxe est due lorsque le prix du caoutchouc est supérieur ou égal à 1000 FCFA : Il convient de noter que cette taxe pose un problème : celui de taxer le chiffre d'affaires plutôt que les bénéfices ce qui peut : (i) impacter la compétitivité de la filière par rapport à d'autres pays, (ii) réduire les revenus des producteurs agricoles et (iii) réduire la capacité d'investissement des usiniers surtout en période de hausse des cours du caoutchouc au SICOM.

Les filières hévéa et palmier à huile bénéficient d'un organe dédié, chargé de la régulation, du contrôle et du suivi de leurs activités. La décision de la création de cet organe a été prise dans le cadre de la réforme des filières hévéa et palmier à huile, adoptée en

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

Impacts sectoriels de la Covid-19 en Côte d'Ivoire :

2020 est marqué par la pandémie mondiale, la Covid-19 qui a entraîné un ralentissement des activités industrielles mondiales. Ce ralentissement se traduit par un effondrement des cours du caoutchouc sur le marché mondial. En effet, les cours reculent de 22% passant de USD 1,69 en début d'année (soit 992 FCFA/kilo) à USD 1,31 en juin 2020 (soit 765FCFA/kilo). En outre, même si certaines économies majeures ont déjà entamés leur processus de déconfinement (tels que la Chine, l'Allemagne, la France, etc.) avant la fin du premier semestre 2020, il faut noter que les industries consommatrices de caoutchouc naturel sont toujours loin de fonctionner à leur rythme de croisière, même si une reprise des cours a été observée sur la deuxième partie de 2020, confirmée sur les 5 premiers mois de 2021 également. De plus, les mesures strictes toujours en vigueur dans quasiment tous les pays du monde permettent difficilement d'envisager une reprise totale de la consommation avant fin 2021. Fort heureusement pour nos économies africaines, la pandémie semble nous avoir relativement bien épargné, même si un fort ralentissement est tout de même observé.



Facteurs qualitatifs

Produits – Distribution – Marque

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

SAPH maîtrise entièrement la chaîne de valeur du caoutchouc naturel. C'est un facteur positif de notation. En effet, SAPH est une société qui i) récolte le latex d'hévéa sur ses plantations détenues en propre et ii) achète le latex d'hévéa produit par les planteurs privés, pour ensuite iii) l'usiner et produire du caoutchouc naturel. Cette croissance continue de production est le résultat de l'extension des capacités d'usinage du groupe depuis quatre ans maintenant.

En outre, SAPH s'est lancée dans l'export de Fonds de Tasse en complément de son activité d'usinage. Cette activité permettra à la société de dégager des Cash-flow supplémentaires et de fidéliser les planteurs villageois en vue de la poursuite de l'augmentation de sa capacité d'usinage d'ici à 2023. En effet, depuis 2018, en réponse à une croissance de la production agricole supérieure à celles des capacités d'usinage du pays, les exports de Fonds de Tasse ont été autorisés pour équilibrer l'offre et la demande. La société a elle-même procédé à ce type d'opération en 2020, qui s'avère rentable au demeurant grâce à des structures d'achats déjà en place et une logistique bien rodée dans le cadre de son activité principale de transformation. Cependant, les avaries sur les navires causées par la fuite de sérum ont conduit les armateurs à refuser de charger des containers. SAPH s'est donc investie dans la recherche de solutions d'emballage étanches et les a trouvées. Le cumul des exportations de fonds de tasses sèches réalisé par SAPH, entre janvier 2020 et janvier 2021 s'élève à 3 327 tonnes. Il faut noter également que les exports de fonds de tasses sont maintenant exclusivement dédiés à l'alimentation des usines de CRC au Libéria et GREL au Ghana.

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

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

élément important de la notation de SAPH : le fait que Michelin apporte son soutien actionnarial, technique et commercial renforce le profil intrinsèque de SAPH, quand bien même la notation de SAPH ne bénéficie pas explicitement d'un rehaussement parental.

SAPH dispose de l'outil industriel de production de caoutchouc le plus dense de Côte d'Ivoire. SAPH possède en effet 5 usines de production de caoutchouc naturel en Côte d'Ivoire, réparties sur tout le territoire, et localisées sur les sites de plantation d'hévéas, ce qui minimise les distances, temps et coûts de transport (notamment de latex liquide, de meilleure qualité).

SAPH est un acteur important du marché du caoutchouc naturel en Afrique. La production mondiale de caoutchouc naturelle est estimée à 10,1 millions de tonnes en 2020. La Côte d'Ivoire, avec 950 000 tonnes produites en 2020, représente 6% de la production mondiale. SAPH contrôle 35% de l'usinage en Côte d'Ivoire, hors exports de fonds tasses, ce qui lui confère une part de marché mondiale de 1,3%. SAPH est donc un acteur incontournable, dominant même, tant en Côte d'Ivoire qu'à l'échelle sous régionale.

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

Gouvernance et management

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

WARA estime qu'en termes de gouvernance et de management, le fait que SAPH soit fortement intégrée au sein du Groupe SIFCA et que ses liens avec Michelin soient étroits sont des facteurs positifs pour sa notation. En effet, le capital de SAPH est dominé par SIFCA qui détient 55,59% de SIPH, laquelle détient 68,06% de SAPH. Michelin détient à la fois directement 17,21% du capital de SAPH et 33,56% du capital de SIPH. Le reste du capital de SAPH (22,05%) constitue le capital dit « flottant », côté à la BRVM.

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

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

managers grâce à la mise en place et l'application depuis 2017 d'un plan de gestion de la performance (fixation des objectifs en début d'année, évaluations semestrielles) ainsi que d'un mapping complet du personnel sous forme de carte des compétences (facilitant la mise en place d'un plan de développement et de succession). Cela, couplé à l'amélioration des processus industriels et des exigences de qualité, devrait permettre à la société de creuser l'écart avec la concurrence à moyen terme, et de se rapprocher des normes internationales d'excellence pratiquées dans le secteur agro-industriel. Le contrôle de gestion mis en place dans la société continue de se développer et de faciliter le travail l'optimisation des coûts. En effet, la mise en place d'outils de pilotage permettra à la société d'améliorer son fonctionnement de sorte que l'écart entre le budget et les réalisations soit minimale à la clôture de chaque exercice. Le renforcement des systèmes de gestion est donc un aspect positif pour la société.

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

D'un point de vue organisationnel, la création d'une Direction des Opérations Industrielle et d'une Direction Supply-chain est un avantage indéniable au sein de SIPH, leur permettant ainsi de couvrir les activités industrielles du groupe en Côte d'Ivoire, au Ghana, au Nigeria et au Liberia. L'objectif de la nouvelle direction des opérations industrielles est d'améliorer la qualité des produits, de réduire le délais des processus, et de produire en flux tendu pour minimiser les couts de stockage et améliorer les délais de livraison. Le niveau de qualité ainsi obtenu atteint les 95.8% en 2020. Avant la création de ces directions, le niveau de qualité peinait à dépasser les 89%. Des records de quantité journalière de production ont aussi été enregistrés dans plusieurs usines de SAPH. Sous l'effet de la pandémie Covid-19, toutes les usines ont subi des ralentissements de production afin de se conformer aux protocoles de sécurité sanitaire en vigueur pour la non-prolifération de la maladie. Cependant WARA reste confiant quant à la résilience de SAPH et à la bonne mise en place d'un plan d'industriel et commercial.

Positionnement concurrentiel

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

Avec 23% du marché de la production de caoutchouc naturel en Côte d'Ivoire, SAPH est leader sur son marché. Le reste du marché est réparti entre 13 autres acteurs, essentiellement de taille moyenne ou petite. Dans un contexte de plus en plus concurrentiel, SAPH a su conserver sa place de premier acheteur de caoutchouc de Côte d'Ivoire, malgré une légère baisse de part de marché des caoutchoucs vendus aux usiniers en Côte d'Ivoire provenant du fait que les petits planteurs ont désormais une alternative qu'est l'export. Dans l'analyse sectorielle, WARA a noté que la croissance de la production de matière première était supérieure à la croissance des capacités d'usinage en Côte d'Ivoire. En première lecture, l'autorisation des exports des Fonds de tasse peut être assimilée à une menace pour SAPH, puisqu'elle a vu ses parts de marché passer de 36% en 2016 à 23% en 2020. Cependant la société a su transformer cette menace en opportunité puisqu'elle a elle-même réalisé des opérations de ce type. En plus d'être rentable, cette activité permet à SAPH de fidéliser les planteurs villageois avec, comme objectif à terme, d'utiliser ces achats pour couvrir les besoins des usines récemment agrandies ou en cours d'extension.

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

WARA constate que SAPH a développé trois avantages comparatifs importants : i) la détention de la plus grande surface de plantations en propre, qui lui permettent d'avoir une meilleure gestion de la qualité de sa production (tous les arbres sont produits, clonés, fertilisés et exploités in situ) et une meilleure productivité, ce qui concerne 19% de la production totale de SAPH ;ii) une capacité d'investissement lui permettant d'accroître ses volumes de production et donc de réaliser des économies d'échelle de part une meilleure absorption de coûts fixes, de réduire son coût unitaire de production et de baisser son seuil de rentabilité ce qui est crucial dans un contexte de baisse continue du SICOM depuis 2013 et iii) une expérience de précurseur sur le marché de l'hévéa en Côte d'Ivoire, avec le développement des premières plantations du pays en 1956, ce qui représente un facteur positif concernant sa notoriété, sa taille et son pouvoir de marché.

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

D'abord, le programme d'extension et de saturation des capacités entamé en 2014 a permis à la SAPH d'augmenter sa production usinée de 111 188 tonnes à 218 024 tonnes en 2020 (soit un quasi doublement de sa production en sept ans) et ainsi affirmer un peu plus son avance face à ses concurrents. La plupart de ses concurrents ne dispose que d'une seule usine chacun, et ces derniers ne peuvent pas s'appuyer sur des plantations propres dans les mêmes quantités que SAPH, mais plutôt sur leurs achats de fonds de tasse. Les principaux investissements sur 2019-2020 ont concerné les travaux d'installation d'un quatrième séchoir à Bongo. Ces travaux ont permis d'améliorer la capacité de l'usine de Bettié de 4 à 6 tonnes /heure. SAPH a de même ajouter un séchoir supplémentaire de 4 tonnes/heure à Bongo. WARA note que ce programme d'extension des capacités, couplé à une optimisation des coûts de production et frais généraux (au niveau des usines et du siège) permet à la société de dégager une rentabilité positive au niveau de son cycle d'exploitation en dépit de cours déprimés des matières premières (cf. le paragraphe de la rentabilité dans notre analyse quantitative).

Évolution des capacités de production (en tonnes/an) de SAPH depuis 2017 :

Sites	2017	2018	2019	2020
Toupah	20 543	20 543	20 543	24 248
Bongo	58 385	58 385	58 385	60 315
Yacoli	18 126	18 126	36 252	42 176
Rapides Grah	54 060	54 060	54 060	60 470
Bettie	18 126	24 168	36 252	38 179
Total	169 240	175 282	205 492	225 388
Evolution	0%	4%	17%	10%

Ensuite, 19% de la production de SAPH provient de ses plantations détenues en propre ce qui permet à la société de mieux maîtriser la qualité de ses intrants et satisfaire la demande de sa clientèle industrielle. La production en propre de 32 375 tonnes en 2020 est en hausse de 1% par rapport à 2019. En parallèle, faute de nouvelles terres exploitables, le levier de croissance de la production pour SAPH réside dans l'achat croissant de matières aux planteurs privés (86% de la production totale). C'est ainsi que la production achetée aux planteurs villageois (191 147 tonnes) a progressé de 19% en 2020 après avoir déjà augmenté de 10% en 2019, en coordination avec l'extension des capacités de productions entamée depuis 2014. SAPH réalise l'importance qui doit être accordée à la qualité des achats de matières premières auprès des planteurs villageois, en mettant en place un programme d'amélioration de la qualité de production basé sur deux axes : i) le prélavage des matières premières afin d'évacuer le sérum qui impacte la qualité du caoutchouc ; ii) l'annulation des achats provenant des saignées cumulées, car elles affectent significativement la qualité du caoutchouc.

Facteurs financiers

Rentabilité

- Le résultat positif enregistré en raison de la légère reprise des cours du caoutchouc au SICOM au second semestre 2020 constitue un facteur neutre de notation.
- WARA note les efforts consentis par l'entreprise en termes d'investissement et de réduction des coûts ; si bien que son seuil de rentabilité d'exploitation est inférieur au SICOM depuis trois ans maintenant.

La légère reprise des cours du caoutchouc au SICOM sur la fin de l'exercice 2020 a permis à SAPH d'enregistrer un résultat positif. Le chiffre d'affaires s'élève à 158 milliards de FCFA en 2020 contre 143 milliards en 2019 (soit une hausse de 10% ou +15 milliards de FCFA). Cette hausse observée sur l'exercice s'explique par l'accroissement des volumes vendus au cours de l'exercice et malgré une baisse du prix de vente moyen de XOF 43 le kilogramme. L'Excédent Brut d'Exploitation remonte ainsi à 19 milliards contre 15 milliards de FCFA en 2019 ; soit +4 milliards grâce à une meilleure maîtrise des charges résultant de la politique de réduction des coûts initiée en 2014. Finalement le résultat net est passé de +3,4 milliards en 2019 à +7,4 milliards de FCFA cette année, s'en trouvant ainsi amélioré.

	2016	2017	2018	2019	2020	Moy. 5 ans	Score WARA
Marge de profit (%)	1,04	8,46	-0,65	2,35	4,72	2,14	6
Retour sur fonds propres (ROE) (%)	1,77	16,28	-1,12	4,25	8,63	5,96	5
Retour sur Actifs (ROA) (%)	0,89	9,37	-0,63	2,29	4,77	2,14	5

Score moyen marge de profit **5**

	2016	2017	2018	2019	2020	Moy. 5 ans	Score WARA
Rotation des actifs (%)	86,2	110,7	96,2	97,5	101,1	98,3	1

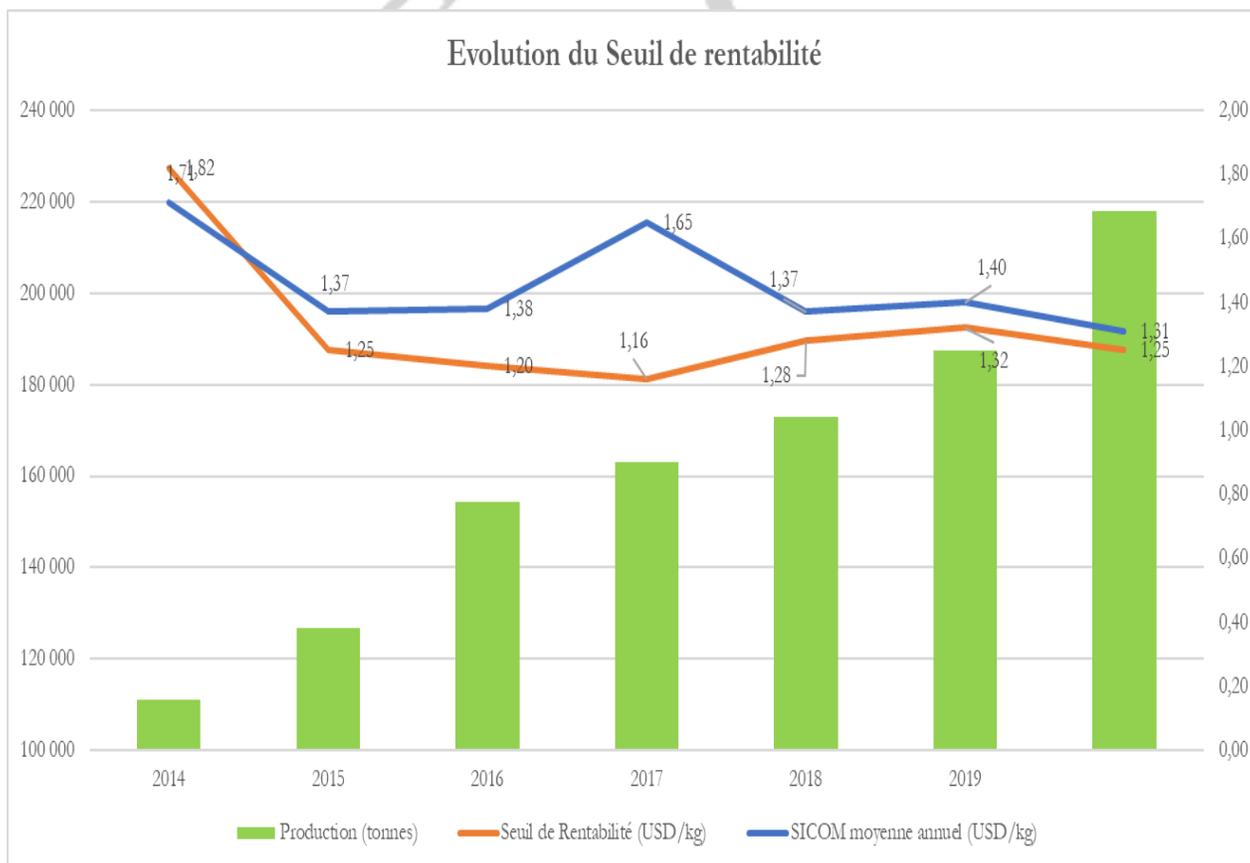
	2016	2017	2018	2019	2020	Moy. 5 ans	Score WARA
Levier financier (%)	198,1	173,8	177,8	185,8	180,9	181,5	2,2

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

Cependant, WARA note que SAPH poursuit sans relâche l'extension de ses capacités industrielles dans un contexte de cours en berne, ce qui lui a permis de baisser

significativement son seuil de rentabilité. Le graphique suivant illustre l'évolution du point mort de SAPH entre 2014 et 2020. 2014 constitue un exercice charnière puisque c'est durant cette année que les cours du caoutchouc au SICOM sont repassés sous les 2 USD alors que SAPH entamait ses programmes d'extension des capacités et de réduction des coûts. Depuis, le point mort n'a cessé de diminuer avec l'augmentation des volumes de production et la compression des coûts de production ainsi que des frais généraux. Résultat : le point mort de SAPH est en dessous du SICOM depuis 2015.

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Production (tonnes)	111 188	126 871	154 205	163 175	172 952	187 572	218 024
Seuil de Rentabilité (USD/kg)	1,82	1,25	1,20	1,16	1,28	1,32	1,25
SICOM moyenne annuelle (USD/kg)	1,71	1,37	1,38	1,65	1,37	1,40	1,31



Liquidité

- La production de SAPH reste très liquide ;

- Cependant le niveau bas des cours (effet prix) a comme conséquence la dégradation globale de la rentabilité et ainsi donc de contraindre la Capacité d'Autofinancement (CAF) ;
- Ainsi donc, la trésorerie nette ressort toujours négative malgré une amélioration observée en 2020 ...

L'écoulement de la production n'est pas du tout une contrainte. La production de caoutchouc naturel est vendue sur le marché par l'intermédiaire de SIPH (accord régi par un contrat entre les deux entités). La demande en caoutchouc naturel reste soutenue en 2020 malgré un premier semestre difficile, la production de SAPH est donc très liquide et les stocks de caoutchouc naturel s'écoulent rapidement sur les marchés. D'autant plus, SIPH achète le plus gros de la production éliminant ainsi le risque commercial et d'obsolescence des stocks chez SAPH. Le programme d'augmentation des capacités en plus de la volonté de saturer les capacités existantes permettra d'absorber encore plus les stocks de matières premières provenant des achats.

	2016	2017	2018	2019	2020	Moy. 5 ans	Score WARA
Liquidité de l'actif = Actif circulant / Actif total	33,4	35,4	32,0	35,6	38,0	35,2	4
Liquidité générale = Actif circulant / Passif Circulant	315,5	315,0	227,7	235,0	291,9	251,5	1
(Ressources LT + Capitaux Propres) / Actif immobilisé	116%	125%	109%	113%	136%	119%	2
Score moyen liquidité des actifs							2

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

Cette tendance est confirmée par le bon niveau de liquidité affiché par SAPH. En effet, le score moyen de liquidité sur les cinq dernières années est de 2, ce qui équivaut à un très bon niveau selon l'échelle de notation de WARA. Plus précisément, alors que la liquidité de l'actif est à un faible niveau (score moyen de 4 sur la période analysée), la liquidité générale est excellente (score maximal de 1). Concrètement cela signifie que : (i) au niveau du BFR les emplois courts termes sont parfaitement couverts par les ressources à court terme et donc ne nécessitent pas de financement externe ; et (ii) dans le cas extrême d'un processus de liquidation, la cession des actifs liquides permettrait de satisfaire la totalité des obligations de maturité inférieure à 1 an. D'ailleurs, cette observation va de pair avec le troisième ratio de

liquidité utilisé dans le cadre de notre analyse : chez SAPH, ce sont bien les ressources à long terme qui financent les emplois à long terme (ou actif immobilisé) comme l'illustre le ratio qui affiche 119% en moyenne sur les cinq dernières années, le reliquat étant communément appelé fonds de roulement. Autrement dit, l'analyse fonctionnelle du bilan à travers ces trois ratios nous permet de conclure que les grands équilibres bilanciaux sont bien respectés par le groupe.

En revanche, La trésorerie nette ressort avec un solde négatif de -8,3 milliards de FCFA, mais en amélioration par rapport à 2019. Selon WARA, ce décalage entre un bon niveau de liquidité mais une trésorerie déficitaire provient de la baisse continue du niveau des cours du SICOM, qui induit mécaniquement une baisse du CA (effet prix) et donc de la rentabilité d'exploitation. En effet, le score de 5 attribué à la marge de profit vient étayer cette hypothèse. Résultat, la Capacité d'Autofinancement de la société a été entamée au point où elle ne permet plus de couvrir les cycles d'exploitation (croissance du BFR liée à la hausse de la production en volume), d'investissement et de financement (remboursement d'emprunts et paiement de dividendes). C'est cette dégradation de la rentabilité d'exploitation qui explique le niveau de trésorerie structurellement déficitaire.

<i>En millions de FCFA</i>	2016	2017	2018	2019	2020	Moy. 5 ans
Trésorerie - Actif	4 263	4 709	4 547	7 164	11 556	6 448
Trésorerie - Passif	20 599	17 075	20 795	25 561	19 911	20 788
Trésorerie Nette	-16 337	-12 366	-16 248	-18 398	-8 355	-14 341

WARA

Flexibilité financière

- Le niveau de flexibilité financière est satisfaisant selon la méthodologie de WARA
- C'est donc un facteur positif de notation.

En termes de « flux », la flexibilité financière de SAPH est à un bon niveau. La capacité d'autofinancement s'améliore, progressant de 6,7 milliards en 2018 à 11,7 milliards en 2019 soit + 4 milliards. Par conséquent, le ratio de couverture des charges d'intérêts s'établit à 6x en moyenne sur les trois dernières années. C'est un bon niveau selon la grille de notation de WARA.

De même, le ratio Dette/EBE affiche un niveau satisfaisant, quoiqu'à limite du grade d'investissement. Ce ratio s'établit à 3x en moyenne sur les trois dernières années ; autrement dit, il faut trois années d'exploitation au minimum pour solder le niveau de dette actuelle. WARA impute cette situation à : (i) un niveau historiquement bas des cours du SICOM qui vient impacter négativement le niveau de rentabilité de SAPH alors même que l'entreprise a compressé de manière remarquable son point mort ; et (ii) un niveau de Trésorerie-Passif élevé (19 milliards en 2020 ; à titre de comparaison la dette à moyen long terme s'élève à 29 milliards à la même date). WARA suivra donc particulièrement l'évolution : (i) des cours du SICOM sur 2021 ; et (ii) l'évolution du niveau d'endettement global de l'entreprise comparé à la rentabilité générée.

	2016	2017	2018	2019	2020	Moy. 5 ans
Gearing (Dette Fi + Tréso Passive)/FP	77,1	54,2	52,8	57,7	57,3	55,9

	2016	2017	2018	2019	2020	Moy. 5 ans	Score WARA
Couverture des charges d'intérêt = (EBE/intérêts financiers)	4 x	9 x	4 x	6 x	7 x	6 x	3
Couverture du stock de dette = (Dette Fi + Tréso Passif-Tréso Active)/EBE	6 x	5 x	2 x	4 x	3 x	3 x	3

Score moyen flexibilité financière 3

Scoring WARA - Capitalisation (de 1 à 6, 1 étant le meilleur score)	1 excellent - très élevé	2 très bon - élevé	3 bon - adéquat	4 insuffisant - vulnérable	5 médiocre - faible	6 défaillant - très faible
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 1^{er} janvier 2018.

BILAN (en millions de FCFA)	2016	2017	2018	2019	2020
Immobilisations incorporelles	10 614	9 345	8 684	8 666	8 701
Immobilisations corporelles	72 122	74 388	77 378	78 771	76 546
Avances et acomptes versés sur immobilisations	0	0	885	66	314
Immobilisations financières	243	226	280	321	287
Actif circulant H.A.O	0	0	0	0	0
Stocks	26 585	28 069	27 663	32 299	35 482
Créances et emplois assimilés	17 255	20 583	15 605	20 121	24 161
Trésorerie - Actif	4 263	4 709	4 547	7 164	11 556
TOTAL ACTIF	131 081	137 320	135 042	147 408	157 048
Capital	14 594	14 594	14 594	14 594	14 594
Primes et réserves	41 746	42 916	53 562	52 714	56 089
Résultat net de l'exercice	1 170	12 861	-848	3 375	7 493
Provisions réglementées et fonds assimilés	8 649	8 649	8 649	8 649	8 649
Dettes financières	30 426	25 778	19 287	20 208	29 877
Dettes circulantes et ressources assimilées H.A.O	0	0	0	0	0
Clients, avances reçues	212	296	75	800	172
Fournisseurs d'exploitation	9 837	10 598	15 637	17 688	14 428
Dettes fiscales	1 490	2 248	613	950	1 942
Dettes sociales	1 488	2 111	2 469	2 782	3 748
Autres dettes	870	194	210	88	146
Trésorerie - Passif	20 599	17 075	20 795	25 561	19 911
TOTAL PASSIF	131 081	137 320	135 042	147 408	157 048

INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES (en mil)	2016	2017	2018	2019	2020
Capacité d'autofinancement (CAF)	8 005	21 102	6 775	11 736	15 508
Variation de BFR	1 622	3 263	-8 942	5 848	9 094
Investissements (I)	9 073	8 853	11 347	8 981	6 106
Free Cash Flow (FCF) (1)	-2 690	8 985	4 370	-3 093	308
Remboursements(-)	0	5 034	6 038	6 054	6 848
Nouveaux emprunts(+)	0	0	0	7 000	16 583
Augmentation de capital / Subvention(+)	0	0	0	0	0
Distribution de dividendes dans l'exercice(-)	0	0	2 215	0	
Variation de Trésorerie	-2 690	3 951	-3 883	-2 147	10 043
Dette financière nette (2)	46 762	38 144	35 535	38 605	38 231

COMPTE DE RESULTAT (en millions de FCFA)	2016	2017	2018	2019	2020
Chiffre d'affaires (CA)	112 964	151 979	129 855	143 735	158 789
Production stockée (ou déstockage)	1 771	-449	258	3 281	977
Production immobilisée	7 588	4 149	3 847	2 870	2 942
Autres produits	2 727	1 594	744	269	1 644
PRODUITS D'EXPLOITATION	125 049	157 273	134 705	150 156	164 352
Achats de marchandises	0	0	-348	-2 399	-1 721
Achats de matières premières et fournitures liées	-64 131	-80 862	-69 770	-75 012	-83 877
Autres achats	-14 954	-14 552	-17 317	-16 855	-18 176
Transports	-142	-99	-245	-528	-639
Services extérieurs	-16 163	-17 360	-17 551	-16 518	-17 073
Autres charges	-1 463	-1 038	-1 420	-1 949	-1 008
VALEUR AJOUTEE	28 197	43 362	28 053	36 895	41 858
% CA	25,0%	28,5%	21,6%	25,7%	26,4%
Impôts et taxes	-2 566	-3 030	-1 820	-2 794	-2 588
Charges de personnel	-14 659	-14 462	-16 857	-19 031	-20 817
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBE)	10 971	25 870	9 376	15 069	18 453
% CA	9,7%	17,0%	7,2%	10,5%	11,6%
Dotations aux amortissements et aux provisions	-7 910	-8 351	-7 917	-8 382	-8 466
Reprises de provisions	681	143	478	227	395
Transferts de charges	171	162	135	610	571
RESULTAT D'EXPLOITATION	3 914	17 824	2 072	7 525	10 954
% CA	3,5%	11,7%	1,6%	5,2%	6,9%
Résultat financier	-3 018	-2 985	-2 563	-2 560	-2 547
Résultat hors activités ordinaires (H.A.O)	375	-247	-197	-223	-55
Impôt sur le résultat	-101	-1 732	-160	-1 366	-859
RESULTAT NET	1 170	12 861	-848	3 375	7 493
% CA	1,0%	8,5%	-0,7%	2,3%	4,7%

TAUX DE CROISSANCE - BILAN (en %)	2016	2017	2018	2019	2020
Immobilisations incorporelles	-5,9	-12,0	-7,1	-0,2	0,4
Immobilisations corporelles	2,9	3,1	4,0	1,8	-2,8
Avances et acomptes versés sur immobilisations	0,0	0,0	0,0	-92,5	1,0
Immobilisations financières	-24,8	-7,0	24,0	14,6	-10,5
Actif circulant H.A.O	0,0	1,0	2,0	2,0	2,0
Stocks	5,1	5,6	-1,4	16,8	9,9
Créances et emplois assimilés	-0,6	19,3	-24,2	28,9	20,1
Trésorerie - Actif	99,9	10,5	-3,4	57,6	61,3
TOTAL ACTIF	3,5	4,8	-1,7	9,2	6,5
Capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Primes et réserves	-4,1	2,8	24,8	-1,6	6,4
Résultat net de l'exercice	-165,7	999,4	-106,6	-498,0	122,0
Provisions réglementées et fonds assimilés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dettes financières	-2,0	-15,3	-25,2	4,8	47,8
Dettes circulantes et ressources assimilées H.A.O	2,0	3,0	4,0	4,0	4,0
Clients, avances reçues	8,5	39,6	-74,7	968,4	-78,5
Fournisseurs d'exploitation	-9,2	7,7	47,5	13,1	-18,4
Dettes fiscales	283,3	50,9	-72,7	55,1	104,4
Dettes sociales	7,0	41,9	16,9	12,7	34,7
Autres dettes	-47,1	-77,7	8,7	-58,4	66,4
Trésorerie - Passif	27,8	-17,1	21,8	22,9	-22,1
TOTAL PASSIF	3,5	4,8	-1,7	9,2	6,5

TAUX DE CROISSANCE - COMPTE DE RESULTAT	2016	2017	2018	2019	2020
Chiffre d'affaires (CA)	15,9	34,5	-14,6	10,7	10,5
Production stockée (ou déstockage)	-225,7	-125,3	-157,5	1 170,2	-70,2
Production immobilisée	-32,7	-45,3	-7,3	-25,4	2,5
Autres produits	-15,1	-41,5	-53,3	-63,9	511,5
PRODUITS D'EXPLOITATION	13,1	25,8	-14,3	11,5	9,5
Achats de marchandises	0,0	1,0	1,0	588,7	-28,3
Achats de matières premières et fournitures liées	34,9	26,1	-13,7	7,5	11,8
Autres achats	-21,6	-2,7	19,0	-2,7	7,8
Transports	-48,0	-30,0	146,2	115,6	21,0
Services extérieurs	-0,6	7,4	1,1	-5,9	3,4
Autres charges	-55,4	-29,0	36,8	37,3	-48,3
VALEUR AJOUTEE	17,0	53,8	-35,3	31,5	13,5
Impôts et taxes	56,5	18,1	-39,9	53,5	-7,4
Charges de personnel	-1,9	-1,3	16,6	12,9	9,4
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBE)	46,0	135,8	-63,8	60,7	22,5
Dotations aux amortissements et aux provisions	10,3	5,6	-5,2	5,9	1,0
Reprises de provisions	407,5	-79,1	234,6	-52,4	73,8
Transferts de charges	0,8	-5,0	-16,8	352,1	-6,4
RESULTAT D'EXPLOITATION	506,1	355,4	-88,4	263,2	45,6
Résultat financier	28,2	-1,1	-14,1	-0,1	-0,5
Résultat hors activités ordinaires (H.A.O)	1 129,5	165,7	20,0	9,4	75,5
Impôt sur le résultat	189,9	1 606,9	-90,8	755,5	-37,1
RESULTAT NET	165,7	999,4	-106,6	298,0	122,0

RATIOS	2016	2017	2018	2019	2020
Rentabilité					
Marge de profit (RN/CA) en %	1,0	8,5	-0,7	2,3	4,7
Rotation des actifs (CA/TA) en %	86,2	110,7	96,2	97,5	101,1
Levier financier (TA/FP) en %	198,1	173,8	177,8	185,8	180,9
Retour sur fonds propres (RN/FP) en %	1,8	16,3	-1,1	4,3	8,6
ROA (RN/TA) en %	0,9	9,4	-0,6	2,3	4,8
Marge brute sur matières en %	47,0	47,2	47,2	47,3	48,5
Charges d'exploitation/Produits d'exploitation en %	96,9	88,7	98,5	95,0	93,4
Liquidité					
Ratio de liquidité générale (AC/PC) en %	315,5	315,0	227,7	235,0	291,9
Ratio de liquidité de l'actif (AC/TA) en %	33,4	35,4	32,0	35,6	38,0
Couverture des stocks (en jours d'achats)	149,2	125,0	142,7	155,0	152,3
Rotation des stocks (en nombre de fois / an)	2,4	2,9	2,5	2,3	2,4
Délais clients (en jours de CA) (3)	45,8	40,6	36,1	42,0	45,6
Délais fournisseurs (en jours de CA) (3)	26,1	20,9	36,1	36,9	27,3
Flexibilité financière					
(Dette financière + trésorerie passive)/FP en %	77,1	54,2	52,8	57,7	57,3
Couverture des charges d'intérêt (EBE/intérêts financiers)	3,7	8,7	3,6	5,9	7,1
(Dette financière + trésorerie passif)/EBE	4,7	1,7	4,3	3,0	2,7

Notes

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

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

(3) Taux de TVA utilisé 20%

CAF = Capacité d'autofinancement

RN = Résultat Net

CA = Chiffre d'affaires

TA = Total Actif

FP = Fonds Propres

AC = Actif Circulant

PC = Passif Circulant



W A R A



W A R A

© 2021 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.