



WARA

CORPORATES

www.wara-ratings.com

SUCRIVOIRE

BBB/Stable/w-4

ANALYSE

Juillet 2021

Hamza HAJI

hamza.haji@wara-ratings.com

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

Oumar NDIAYE

oumar.ndiaye@wara-ratings.com

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

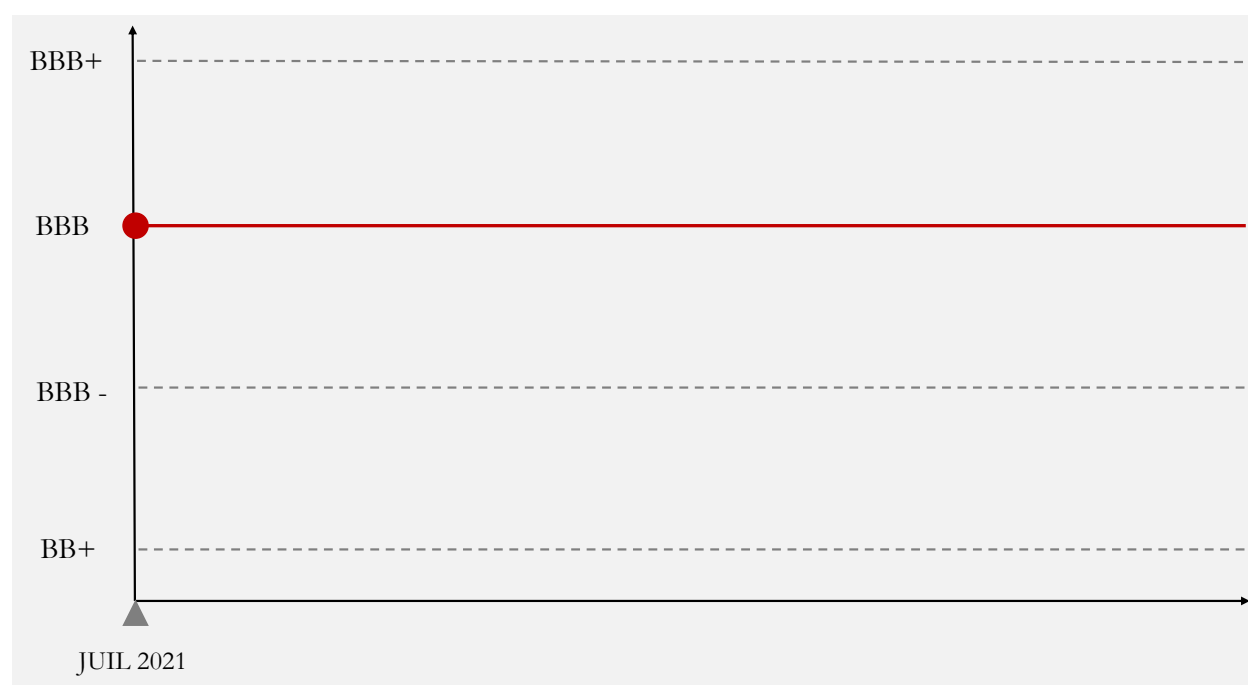
TABLE DES MATIÈRES

NOTATION	3
ÉVOLUTION DE LA NOTE DE LONG TERME	3
RÉSUMÉ	3
Points forts	4
Points faibles	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	13
Produits – Distribution – Marque	13
Gouvernance et management	15
Positionnement concurrentiel	16
Facteurs financiers	20
Rentabilité	20
Liquidité	21
Flexibilité financière	23
DONNEES FINANCIERES ET RATIOS	24

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 assigne à SUCRIVOIRE sa première notation en juillet 2021.
- Cette notation s'établit à BBB/Stable/w-4 sur l'échelle régionale de WARA.

WARA assigne à SUCRIVOIRE la notation de long terme en devise régionale de 'BBB' en juillet 2021. 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 SUCRIVOIRE est '**w-4**'. **La perspective attachée à cette notation est stable.** A titre de référence, les notations et la perspective en devises internationales que WARA assigne à SUCRIVOIRE sont: iB/Stable/iw-6.

La notation intrinsèque de SUCRIVOIRE, indépendamment de tout facteur de support externe, est de '**BBB**' selon WARA, ce qui équivaut à un score pondéré total de **3,24/6,00** 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 SUCRIVOIRE (**BBB**) ne bénéficie d'aucun cran de support externe. Cependant, cette notation intègre les relations fortes de SUCRIVOIRE avec : (i) son actionnaire majoritaire qu'est le groupe SIFCA (BBB+/Stable/w-4), géant ivoirien du secteur de l'agro-industrie ; et (ii) le groupe TERRA, expert mauricien dans la transformation et la commercialisation du sucre de canne, lequel détient une participation significative (25%) dans SUCRIVOIRE.

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

Points forts

- **Un marché ivoirien du sucre en croissance, protégé et réparti entre deux acteurs.** Le marché du sucre affiche une croissance structurelle de 2% par an, tiré par l'évolution démographique ivoirienne. Deux acteurs y assurent la couverture de la demande dans un marché fermé, où les autorités viennent de prolonger l'interdiction d'importation de sucre pour cinq années supplémentaires.
- **Une gouvernance saine issue d'un actionnariat solide** puisque SUCRIVOIRE appartient au géant agro-industriel ivoirien SIFCA, tandis que TERRA, expert mauricien dans le sucre, y détient également une participation significative.
- **Une stratégie claire, pertinente et exécutable**, qui devrait permettre à la société de combler son retard de compétitivité par rapport aux standards internationaux pour mieux couvrir le marché local tout en abaissant son point mort.
- **Un bon niveau de flexibilité financière**, alors même que WARA a déjà intégré l'endettement additionnel sur 2021 dans sa carte des scores. En revanche, le niveau de trésorerie est structurellement déficitaire, impacté par le faible niveau de rentabilité sur la période analysée.

Points faibles

- **L'environnement opérationnel**, marqué par une concurrence politique souvent polarisée, l'absence d'un consensus large et, par conséquent, la possible volatilité des politiques publiques de long terme.
- **Un profil mono-produit couplé à une exposition au domaine du vivant et ses aléas.** Ces caractéristiques induisent (i) une concentration de l'activité et (ii) une volatilité de la production de sucre.
- **Un déficit de compétitivité** démontré par (i) l'incapacité de SUCRIVOIRE à satisfaire la demande locale en termes de volume ; et (ii) un prix de revient local supérieur au prix d'importation du sucre
- **Résultant d'une exécution opérationnelle perfectible.** Les performances agricoles sont aléatoires (impact des aléas naturels et climatiques) alors que l'efficacité industrielle est inférieure aux standards internationaux (niveau de pertes encore élevé bien qu'en baisse).
- **Un niveau de rentabilité insuffisant selon la méthodologie de WARA.** La marge de profit a justement été impacté par les faiblesses dans l'exécution opérationnelle. Le résultat en est le suivant : tandis que la superficie récoltée a augmenté au cours des cinq dernières années, la production de sucre a été volatile, de même que le résultat net de SUCRIVOIRE.

CARTE DES SCORES 2021

FACTEURS DE NOTATION DES CORPORATES			Pondération	Score	Score pondéré
FACTEURS ENVIRONNEMENTAUX			25%	3,26	0,82
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%	2,00	0,16
	<i>Pression concurrentielle</i>		4%	2,00	0,08
	<i>Degré de maturité</i>		4%	2,00	0,08
FACTEURS QUALITATIFS			40%	3,50	1,40
FNI.C4	Produits - Distribution - Marque	PM	15%	3,00	0,45
	<i>Diversité des produits - Gamme</i>		5%	5,00	0,25
	<i>Distribution et parts de marché</i>		5%	3,00	0,15
	<i>Reconnaissance de la marque</i>		5%	1,00	0,05
FNI.C5	Gouvernance et management	GM	15%	3,46	0,52
	<i>Gouvernance idiosyncrasique</i>		5%	2,00	0,10
	<i>Qualité de la gestion stratégique</i>		5%	3,38	0,17
	<i>Qualité de l'exécution opérationnelle</i>		5%	5,00	0,25
FNI.C6	Positionnement concurrentiel	PC	10%	4,33	0,43
	<i>Compétitivité prix</i>		3%	4,75	0,14
	<i>Compétitivité hors-prix</i>		3%	3,00	0,09
	<i>Développement - Technologie - Innovation</i>		4%	5,00	0,20
FACTEURS FINANCIERS			35%	2,92	1,02
FNI.C7	Rentabilité	RE	10%	3,90	0,39
	<i>Marge de profit</i>		4%	6,00	0,24
	<i>Rotation des actifs</i>		3%	2,00	0,06
	<i>Lever financier</i>		3%	3,00	0,09
FNI.C8	Liquidité	LQ	10%	1,84	0,18
	<i>Liquidité des actifs</i>		5%	1,67	0,08
	<i>Refinancement et gestion de la liquidité</i>		5%	2,00	0,10
FNI.C9	Flexibilité financière	FF	15%	3,00	0,45
	<i>Couverture des intérêts par les cashflows</i>		8%	3,00	0,24
	<i>Dette en années de cashflows</i>		7%	3,00	0,21
SCORE PONDÉRÉ TOTAL					3,24
AJUSTEMENT					
SCORE PONDÉRÉ TOTAL AJUSTÉ					3,24
NOTATION INTRINSÈQUE					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 SUCRIVOIRE est **stable**. WARA justifie cette perspective stable par le fait que, malgré des performances récentes volatiles, SUCRIVOIRE opère dans un environnement globalement favorable : marché protégé au cours des cinq prochaines années, duopole, barrières à l'entrée, évolution de la démographie ivoirienne et évolution des habitudes de consommation dans la sous-région. Il appartient à SUCRIVOIRE de profiter de cet environnement pour déployer son plan stratégique afin de satisfaire la demande locale et renforcer son niveau de compétitivité.

Une amélioration de la notation de SUCRIVOIRE est tributaire : i) d'une hausse de sa capacité de production et de sa superficie récoltée permettant une hausse significative des volumes de production ; ii) d'une amélioration des rendements agricoles (politique variétale, irrigation assistée, localisation GPS, mécanisation) et des performances industrielles (réduction des pertes, hausse de l'OTE) afin de produire davantage à niveau d'exploitation égal ; iii) de la combinaison des trois précédents facteurs, qui pourrait permettre une hausse de la production, donc une meilleure couverture de la demande nationale et un meilleur niveau de compétitivité ; iv) d'une hausse structurelle du niveau de rentabilité qui se traduirait par une hausse de la capacité d'autofinancement, améliorant mécaniquement la trésorerie (liquidité) et la capacité de remboursement (flexibilité financière).

Une détérioration de la notation de SUCRIVOIRE serait la conséquence : i) d'une baisse des rendements agricoles (sécheresse, virus, insectes) et des performances industrielles (pertes) impactant la production de sucre ; ii) du maintien d'un niveau de rentabilité bas, grevant la capacité d'autofinancement de l'entreprise et affectant au passage sa trésorerie et sa capacité de remboursement ; iii) d'une absence de croissance significative des volumes de production en accord avec les 'plans-cadres' signés avec les autorités, qui pourrait remettre en cause la protection de marché ; ou iv) d'une baisse du prix du sucre sur le marché international, légitimant un peu plus le lobbying des industriels de l'industrie agro-alimentaire pour une ouverture du marché.

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 SUCRIVOIRE 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 suite aux 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

- Le marché du sucre en Côte d'Ivoire est un marché protégé : c'est un facteur positif de notation pour SUCRIVOIRE
- La production locale ne permet pas encore de couvrir la demande intérieure : c'est autant un facteur de risque qu'une source d'opportunités pour les acteurs

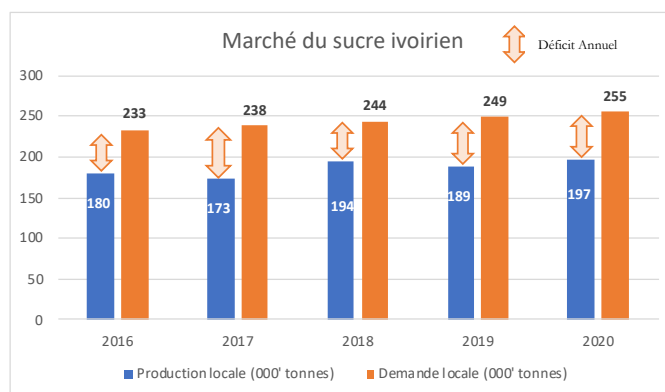
Le marché mondial du sucre est caractérisé par un niveau important de concentration et de volatilité, ainsi que des conditions économiques de production très différentes selon les régions du monde. Enfin, on observe une déconnection du prix sur les marchés intérieurs avec les cours mondiaux, illustrant le fort protectionnisme des États sur cette industrie. La production mondiale de sucre s'est élevée à 175 millions de tonnes en 2020, les trois principaux producteurs étant le Brésil (40 mt), l'Inde (27 mt) et l'UE (16 mt). La consommation mondiale de sucre sur la même période s'élève à 176,2 millions de tonnes environ. Elle croît de 2% par an environ, portée par la croissance démographique, l'augmentation du PIB/habitant dans les pays en développement et la modification des habitudes alimentaires. Le marché mondial du sucre présente des caractéristiques propres : (i) une importante volatilité qui s'explique par une concentration des producteurs qui, à 85%, sont situés dans les régions tropicales sensibles aux aléas climatiques ; (ii) un prix sur les marchés intérieurs déconnectés des cours mondiaux (les bourses ne représentent qu'une part résiduelle des quantités échangées, et il existe des mesures tarifaires protectionnistes partout dans le monde y compris dans les économies réputées libérales comme l'Union Européenne) ; (iii) le poids dominant du Brésil qui est « directeur » en termes de prix ; et (iv) des conditions économiques de production très différentes selon les régions du monde.

Le marché du sucre est aussi protégé en Côte d'Ivoire. C'est un facteur positif de notation pour SUCRIVOIRE. En effet, l'approvisionnement en sucre du marché ivoirien est assuré en duopole, par deux acteurs historiques, SUCRIVOIRE (filiale du groupe SIFCA) et SUCAF (filiale de SOMDIAA). Afin de protéger son industrie locale et les emplois qu'elle représente, le gouvernement ivoirien a décidé, en janvier 2020, de prolonger l'interdiction d'importation de sucre pour une durée de cinq ans. Par la suite, les autorités ont signé des « contrats-plans » avec les deux acteurs de la filière qui, en échange de ce protectionnisme,

s'engagent à augmenter leur capacité de production afin de : (i) répondre à la demande locale, en hausse constante ; et (ii) diminuer leur coût de production pour gagner en compétitivité c'est-à-dire réduire l'écart entre le prix de revient du sucre produit localement et le coût à l'importation. Cela est d'autant plus crucial que le prix du sucre est régulé en Côte d'Ivoire. Il n'a quasiment pas évolué depuis près de huit ans. Pour chacun des formats existants (granulé, en morceaux, en sachet, blanc ou roux), les prix de gros, de demi-gros et au détail sont fixés (les prix étant publiés par le ministère du commerce). En conséquence, pour gagner en compétitivité, les deux acteurs ne peuvent jouer que sur les volumes (pour une meilleure dilution des coûts fixes) et sur l'efficacité (réductions des pertes agricoles et industrielles donc hausse de la rentabilité à niveau d'activité égal).

Aujourd'hui, la production locale ne couvre pas la consommation ivoirienne en sucre.

C'est un facteur neutre de notation. En 2020, la consommation de sucre en Côte d'Ivoire s'est établie à 250 000 tonnes alors que la capacité de production installée n'est que de 200 000 tonnes, soit un taux de couverture des besoins de 80%. Les deux acteurs locaux disposent de licences d'importations exclusives afin de couvrir l'écart entre l'offre et la demande. Ils doivent aussi s'assurer que ce volume importé se fasse aux mêmes conditions que sur le marché international, afin de ne pas pénaliser les industriels locaux qui utilisent le sucre comme intrant. WARA estime que ce gap entre production et demande locale est d'abord l'illustration d'un déficit en termes d'investissement pour aligner la production locale aux besoins (déficit structurel de 50 000 tonnes). Cet écart est aussi la conséquence d'un niveau d'efficacité industrielle faible (une étude de compétitivité commanditée par les autorités ivoiriennes démontre que le niveau de performance d'une usine locale est inférieur à la moyenne internationale). En revanche, les acteurs ivoiriens du sucre peuvent saisir cette opportunité offerte par les autorités pour se mettre à niveau comparativement aux autres producteurs mondiaux, en : (i) augmentant de manière significative leur capacité de production ; et (ii) améliorant les rendements agricoles (mécanisation, irrigation) et industriels (taux d'extraction, réductions des pertes). Toute hausse de production de la part d'un des acteurs serait immédiatement écoutée au regard : (i) du déficit de production actuel ; (ii) de l'évolution de la démographie en Côte d'Ivoire ; et (iii) du développement de l'agro-industrie (le sucre étant un des premiers intrants de ce secteur). Il est d'autant plus crucial pour les deux producteurs de parvenir à satisfaire la demande locale, car les acteurs ivoiriens de l'agro-industrie qui utilisent le sucre comme intrant poussent les autorités à ouvrir le marché aux importations. En effet, le prix de revient local étant supérieur à au prix sur le marché international, ils s'estiment lésés en termes de compétitivité.



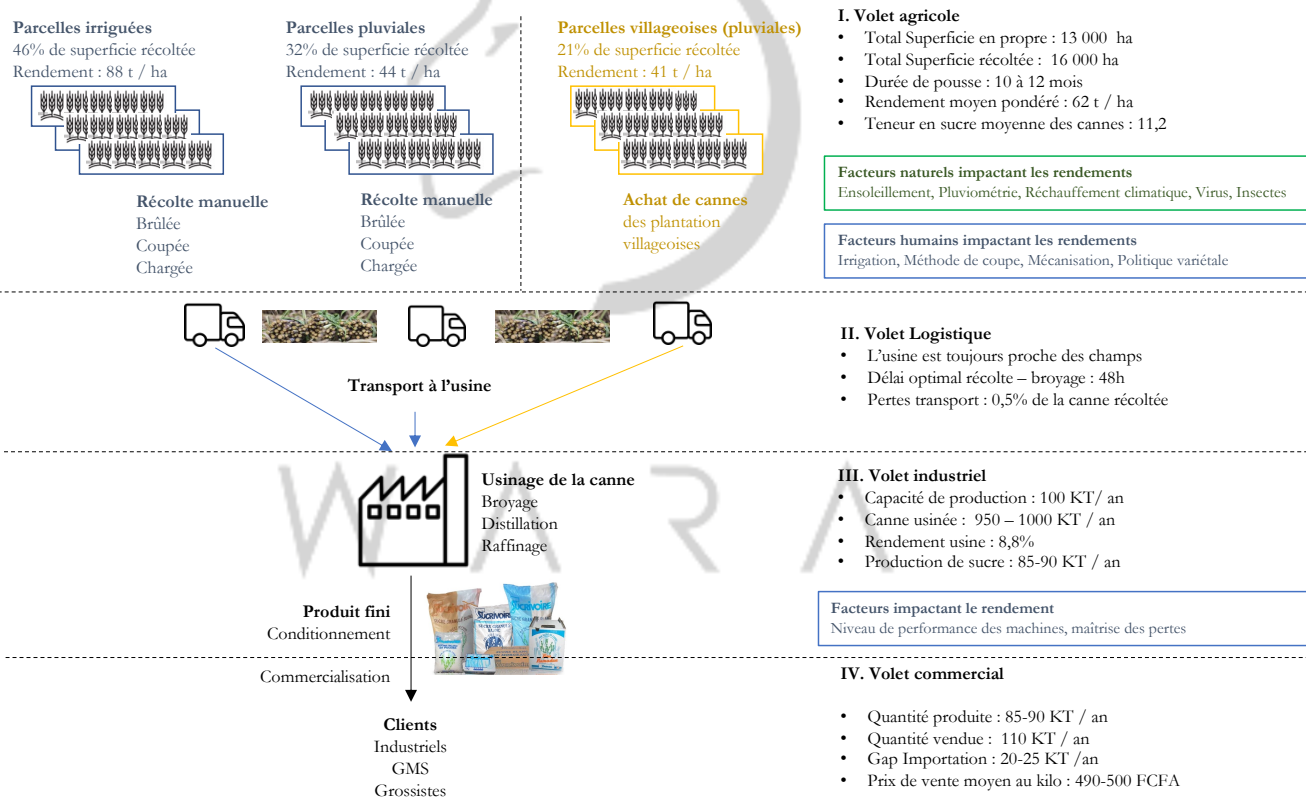
Facteurs qualitatifs

Produits – Distribution – Marque

- SUCRIVOIRE est un acteur majeur de la production de sucre en Côte d'Ivoire
- En revanche, son exposition au domaine du vivant et la caractéristique mono-produit de la société pèsent sur sa notation
- Enfin, l'écoulement de la production se fait sans contrainte : c'est un facteur positif de notation

SUCRIVOIRE est un des deux acteurs majeurs de l'industrie sucrière en Côte d'Ivoire.

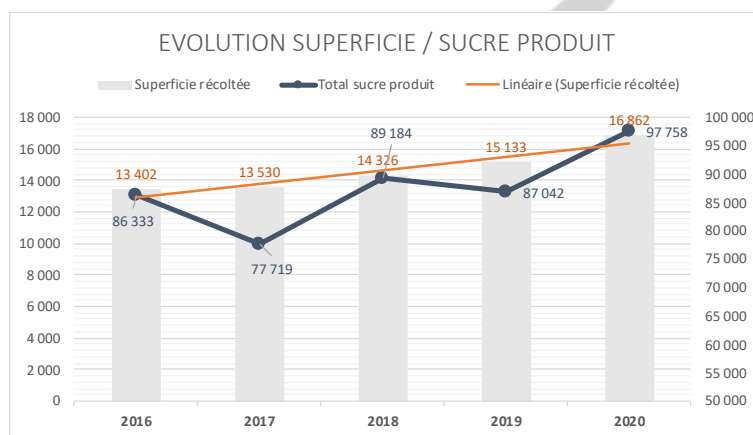
Née de la privatisation de SODESUCRE et filiale sucrière du groupe agro-industriel SIFCA (*BBB+/Stable/w-4*) depuis 1997, SUCRIVOIRE est l'un des deux producteurs de sucre de Côte d'Ivoire. WARA a schématisé ci-dessous le modèle d'affaires de la société :



L'entreprise est présente sur l'ensemble de la chaîne de production du sucre. SUCRIVOIRE (i) récolte la canne à sucre sur ses plantations industrielles et achète la canne des plantations villageoises alentours ; (ii) transporte la canne récoltée vers ses unités de transformation (iii) usine la canne pour produire du sucre roux et du sucre blanc sous plusieurs déclinaisons ; et (iv) conditionne et distribue le produit fini aux grossistes (pour consommation ou utilisation artisanale) et industriels (qui l'utilisent comme intrant). D'un point de vue opérationnel, SUCRIVOIRE s'appuie sur deux Unités Agricoles Intégrées à Borotou et

Zuénoula, lui permettant d'exploiter une superficie totale de presque 16 000 hectares, d'usiner entre 950 000 et 1 000 000 de tonnes de cannes à sucre par an. La production de sucre elle oscille entre 85 000 et 90 000 tonnes à l'année. De plus, SUCRIVOIRE dispose d'une licence d'importation exclusive que la société utilise pour combler le gap entre sa production et la demande intérieure (entre 20 et 25 000 tonnes par an).

En revanche, SUCRIVOIRE opère dans le domaine du « vivant ». Son activité est donc sujette aux aléas climatiques et naturels qui impactent les rendements et rendent la production volatile. Cette exposition et le caractère mono-produit de la firme constituent un facteur négatif de notation. La canne a besoin de soleil et d'eau ; et ce, en abondance. Elle a aussi besoin d'entre 10 et 12 mois entre chaque coupe pour arriver à maturité. La pluviométrie, en particulier sa distribution tout au long de l'année est un facteur important, fragilisant la production des parcelles pluviales (51% de la superficie récoltée) en cas de sécheresse. De plus, les cannes peuvent être attaquées par des insectes ou des virus, qui affectent non seulement les volumes de production de canne mais aussi la teneur en sucre des cannes ayant résisté. SUCRIVOIRE a fait les frais de tels aléas entre 2015 et 2019 : le niveau de production de l'entreprise, malgré une hausse constante de sa superficie récoltée, a connu une volatilité importante (voir graphique ci-après). En effet, les rendements et la teneur en sucre des cannes ont été négativement impactés par des insectes foreurs (qui se nourrissent du sucre présent dans la canne) et le virus Mosaïque (diminuant la teneur en sucre des parcelles malades). Ces aléas naturels, couplés à une faible efficacité industrielle, ont impacté les niveaux de production, contribuant à la baisse du niveau de rentabilité de la société sur la période.



Dans un marché protégé, où la demande est supérieure à l'offre, l'écoulement de la production se fait sans contrainte. C'est un facteur positif de notation. En effet, l'approvisionnement en sucre du marché ivoirien est assuré en duopole, par deux acteurs historiques, SUCRIVOIRE et SUCAF (filiale de SOMDIAA). Les deux entreprises produisent aujourd'hui environ 200.000 tonnes de sucre quand la consommation ivoirienne s'élève à 250.000 tonnes, et elle continue de croître au rythme de la croissance démographique ivoirienne, estimée à 3% par an. Dans ce contexte, l'écoulement de la production se fait naturellement. SUCRIVOIRE approvisionne trois types de clients : les industriels, les grandes et moyennes surfaces et les grossistes. Quant au déficit, il est comblé grâce aux importations. A ce propos, seuls les deux acteurs du marché sont autorisés à importer du sucre dans le pays à condition de s'assurer que le coût de revient pour le client ne dépasse pas le coût

d'importation. Une telle mesure permet aux autorités de s'assurer que les importations servent uniquement à combler le déficit sans perturber la régulation du marché. WARA a cependant observé, jusqu'en 2020, la commercialisation des produits de SUCRIVOIRE se faisant par la société SANIA, autre filiale du groupe SIFCA en échange du paiement d'une redevance de 300 millions de FCFA annuelle. La direction de SUCRIVOIRE a constaté un suivi peu rigoureux de sa clientèle, notamment industrielle et une absence de motivation des commerciaux de SANIA pour promouvoir les produits de SUCRIVOIRE. Elle a donc décidé de reprendre la commercialisation de ses produits. C'est la direction générale qui pilote le projet au regard de son importance stratégique. WARA suivra de manière pointilleuse la bonne prise en main du volet commercial par les équipes dédiées de SUCRIVOIRE.

Gouvernance et management

- La forte intégration de SUCRIVOIRE dans le groupe SIFCA ainsi que les liens noués avec le groupe TERRA constituent un facteur positif de notation
- SUCRIVOIRE, contrainte par une période de faibles rendements entre 2015 et 2019 a dû retarder son développement, habituellement financé sur fonds propres. C'est un facteur négatif de notation
- Cela dit, la stratégie mise en place consistant à simultanément améliorer les performances agricoles et industrielles tout en augmentant les capacités est clair, pertinente et exécutable selon WARA.

Le capital de SUCRIVOIRE détenu à 51% par le groupe SIFCA et à 25% par le groupe TERRA : c'est un facteur positif de notation. SIFCA (BBB+/ Stable/n-4) est un géant agro-industriel ivoirien, leader dans l'huile de palme et le caoutchouc naturel et qui a récupéré SUCRIVOIRE, alors connue sous le nom de SODESUCRE, lors de la privatisation de cette dernière en 1997. Le groupe emploie 30 000 personnes dans la sous-région pour un chiffre d'affaires de 490 milliards de FCFA. TERRA est quant à elle, une des principales entreprises sucrières d'Ile Maurice, experte dans la transformation et la commercialisation du sucre de canne et de ses dérivés (alcool, biocarburant, biomasse). Ces deux actionnaires mettent à disposition : (i) des ressources financières de par la qualité de leur signature (prêt PROPARCO 2011 au niveau de SUCRIVOIRE, prêt PROPARCO 2019 au niveau de SIFCA dont une partie a été affectée au développement du pôle sucrier, prêt bancaire syndiqué de 44 milliards obtenu en 2021 au niveau de SUCRIVOIRE) ; (ii) des ressources humaines (des experts en provenance de TERRA ont intégré la direction de la société pour améliorer les performances agricoles et industrielles). De plus, la vision industrielle de long terme de l'actionnaire majoritaire permet à la direction de l'entreprise de se concentrer sereinement sur les défis structurels auxquels elle fait face malgré la volatilité des performances à court terme. Enfin, et non des moindres, le titre SUCRIVOIRE est coté sur le marché de la BRVM depuis 2016, ce qui a le mérite d'obliger la direction à plus de transparence (communication régulière des résultats au marché), de discipline et d'efficacité (pour assurer la distribution de dividendes).

SUCRIVOIRE a connu une période de vache maigre entre 2015 et 2019 qui a retardé son programme d'extension de capacité et de modernisation de son outil industriel. C'est un facteur négatif de notation. La performance opérationnelle de SUCRIVOIRE est affectée par : (i) une baisse de la teneur en sucre des cannes en raison de facteurs naturels

exogènes (insectes foreurs et virus Mosaïque) et (ii) des performances industrielles perfectibles (faibles cadences donc incapacité à traiter toute la canne tant que le taux de sucre est optimal, pertes usines). Par conséquent, la production de sucre a été aléatoire sur la période, au point d'enregistrer des pertes sur 2018 (-300 millions) et 2019 (perte d'exploitation de 3 milliards accompagnée d'une moins-value de 2 milliards correspondant au remplacement prématuré des parcelles). Cela a eu pour conséquence une dégradation de la capacité d'autofinancement sur la période. Or, l'industrie du sucre est très consommatrice en capital : le simple maintien de l'outil industriel en l'état représente un besoin de financement de 5 milliards de FCFA. WARA note donc qu'au cours de cette période de vache maigre, les investissements ont été logiquement réduits au maintien de l'outil de production, au replanting des parcelles malades et à la recherche de nouvelles variétés de canne, plus résistantes.

En revanche, la stratégie mise en place par la direction de SUCRIVOIRE qui consiste à renforcer sa compétitivité à travers (i) l'amélioration des niveaux d'efficacité agricole et industriel ; et (ii) l'extension de sa capacité de production est claire, pertinente et exécutable. C'est un facteur positif de notation. SUCRIVOIRE, en échange d'une protection étatique, a signé un contrat plan avec les autorités ivoiriennes qui prévoit une augmentation de sa de production à 130 000 tonnes d'ici 2025. Le pari des autorités et de la direction est le suivant : une hausse significative de la capacité de production, couplée au fait que les nouvelles machines sont plus performantes et nécessitent moins de main d'œuvre va permettre à SUCRIVOIRE de réaliser des économies d'échelles donc (i) d'être en mesure de mieux répondre à la demande locale en termes de volumes ; et (ii) abaisser son coût de revient pour aligner la compétitivité-prix de l'industrie ivoirienne du sucre aux standards internationaux. WARA juge cette stratégie comme étant très claire, pertinente et exécutable. En particulier, l'obtention d'un prêt bancaire syndiqué sur 2021 devrait permettre à l'entreprise de disposer des ressources nécessaires pour sa nouvelle raffinerie. Il appartient désormais à la direction de SUCRIVOIRE de remplir sa part du contrat qu'elle a conclu avec les autorités.

Positionnement concurrentiel

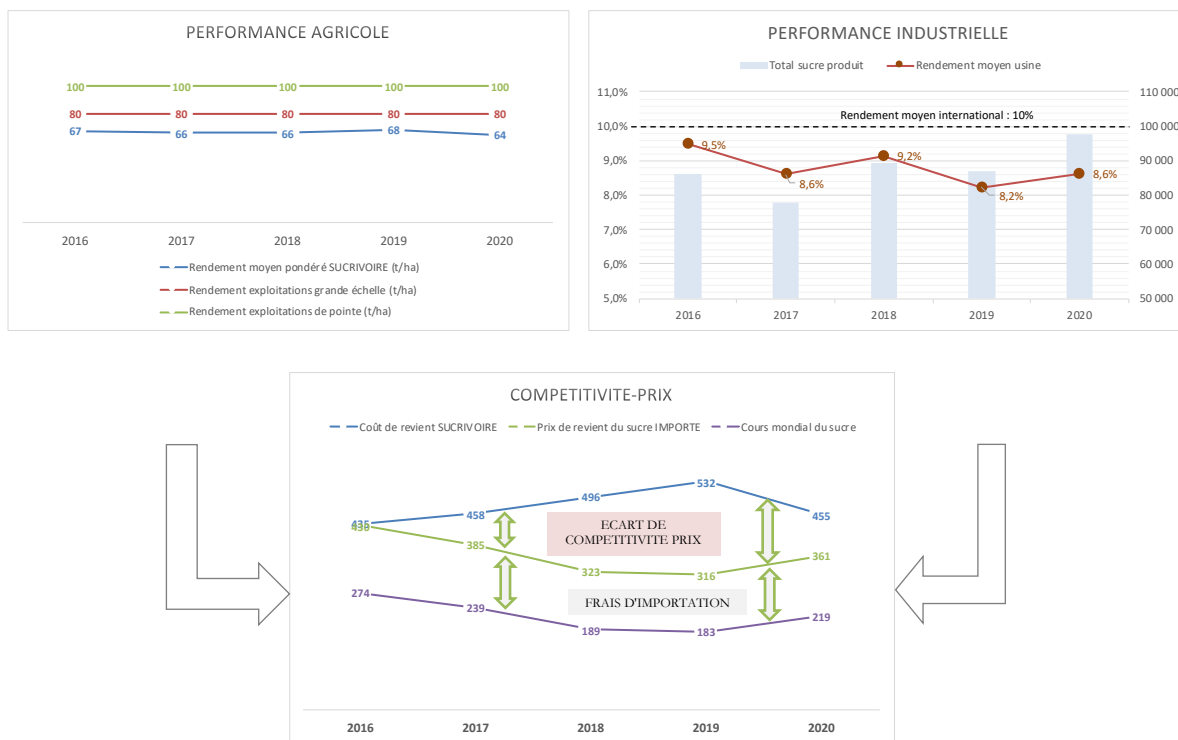
- D'un point de vue concurrentiel (duopole et marché protégé), SUCRIVOIRE opère dans une situation confortable : c'est un facteur positif de notation
- Cependant, le manque de compétitivité des deux acteurs les empêche de couvrir le marché intérieur tant en volume qu'en termes de prix : c'est un facteur négatif de notation
- WARA note que SUCRIVOIRE prévoit d'investir de manière significative sur deux volets simultanés afin de gagner en compétitivité : l'objectif est de mieux couvrir le marché tout en abaissant le point mort de la société

SUCRIVOIRE opère en duopole avec SUCAF, dans un marché intérieur protégé : c'est un facteur positif de notation. D'un point de vue concurrentiel, SUCRIVOIRE opère dans une situation assez confortable. Seuls deux acteurs ivoiriens sont présents sur le marché, avec des capacités de production similaires (100 000 tonnes / an chacun). De plus, nous avons noté dans l'analyse sectorielle que les autorités ivoiriennes protègent le marché local et viennent d'interdire les importations de sucre pour les cinq prochaines années en échange d'une meilleure couverture de la demande de la part des deux sucriers. Enfin, l'industrie du

sucré est très consommatrice en capital (les usines sont très coûteuses), en terres (pour cultiver la canne servant à produire le sucre) et en eau (l'irrigation améliorant considérablement les rendements) : c'est une barrière à l'entrée importante. Cela dit, des menaces à cette situation de confort demeurent : (i) le lobbying fait par les acteurs de l'industrie agro-alimentaire pour autoriser les importations de sucre de l'étranger, moins coûteux que celui produit localement ; (ii) les importations frauduleuses qui peuvent monter jusqu'à 10% du marché ; et (iii) rien ne garantit que les autorités prolongent cette protection du marché local au-delà de la période de cinq ans à venir.

Aujourd'hui, les deux acteurs ivoiriens n'arrivent pas à satisfaire la demande locale, tant en termes de volumes que de prix. En d'autres termes, SUCRIVOIRE n'est pas assez compétitif. C'est un facteur négatif de notation. D'une part, la production cumulée locale (200 KT) ne couvre pas la demande intérieure (250 KT). D'autre part, le prix de revient de la production locale est supérieur au prix du sucre importé. Ce manque de compétitivité trouve son origine dans plusieurs facteurs :

- (i) Tout d'abord, la variété de canne ivoirienne est naturellement moins performante et résistante aux attaques d'insectes et virus que d'autres souches mauriciennes ou sud-africaines... Les attaques conjuguées des insectes foreurs et du virus de la mosaïque ont contribué à diminuer de presque deux points la teneur en sucre des cannes cultivées ;
- (ii) Ensuite SUCRIVOIRE opère dans une moindre échelle que les gros acteurs mondiaux, qui, à travers de vastes exploitations à perte de vue, réalisent des économies d'échelles contre lesquelles il est difficile de rivaliser ;
- (iii) Jusqu'à cette année, la coupe se faisait de manière manuelle, moins productive que la coupe mécanisée qui en plus ne nécessite pas de brûler les champs donc laisse de la matière organique qui agit comme un engrais naturel ;
- (iv) Enfin, en termes de performance industrielle, SUCRIVOIRE est encore dans une 'courbe d'apprentissage' : les machines ne sont pas neuves et les pertes usines, bien qu'en diminution sont encore trop importantes dans les différents procédés de broyage ou d'extraction. Le rendement global usine est ainsi très volatile en plus d'être inférieur aux références mondiales (8,8% en moyenne sur 5 ans contre 9,5-10% pour la moyenne mondiale).

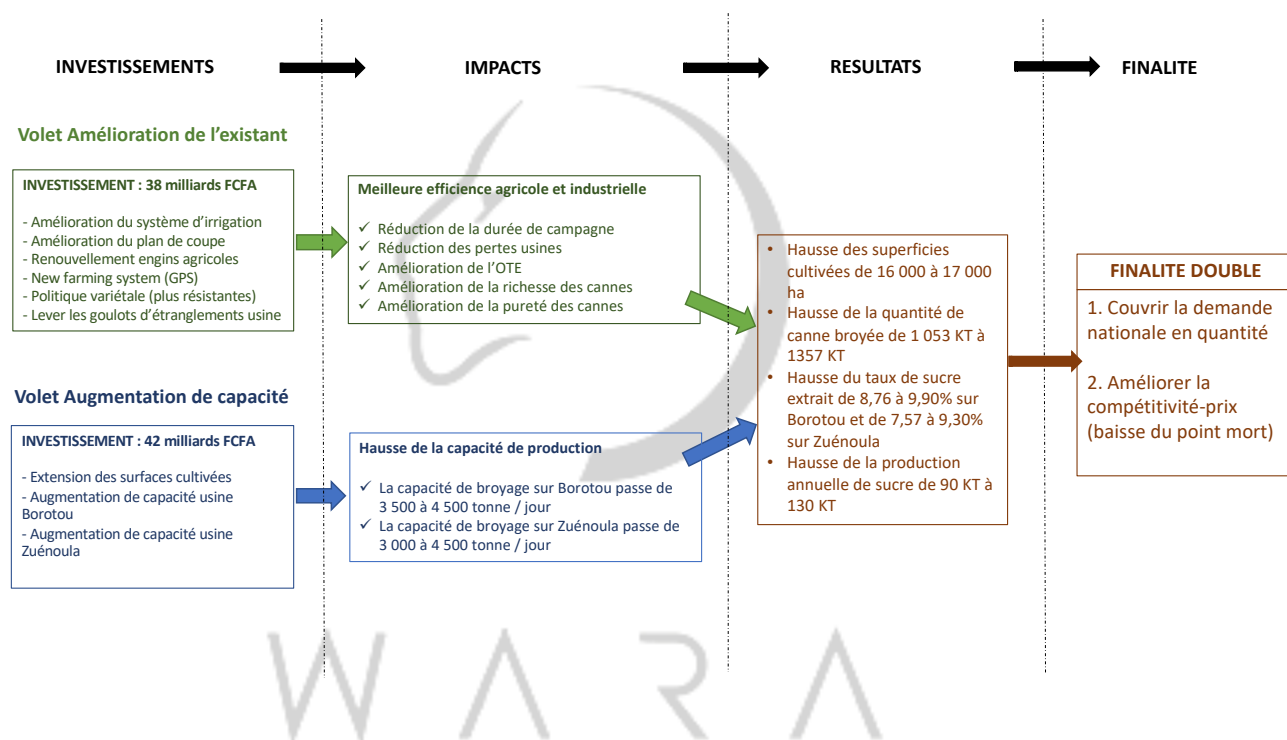


Comme mentionné dans la partie ‘Gouvernance et Management’, la direction de SUCRIVOIRE, en accord avec les autorités, a mis en place un plan d’investissement sur 5 ans visant à (i) mieux couvrir la demande nationale en volume ; et (ii) renforcer son niveau de compétitivité en abaissant son seuil de rentabilité. SUCRIVOIRE compte investir simultanément sur deux volets complémentaires (schéma ci-après) :

1) Concernant le volet « amélioration de l’existant », il s’agit notamment pour la société de gagner en efficacité agricole à travers l’amélioration du système d’irrigation, des plans de coupe, l’assistance GPS pour mieux préserver les boutures et l’intégration dans le mix de variétés plus performantes et résistantes : l’ensemble devrait permettre à SUCRIVOIRE non seulement d’augmenter ses rendements à l’hectare mais aussi de récolter des cannes plus riches en sucre. L’efficacité industrielle, quant à elle, sera achevée à travers les investissements pour supprimer les goulots d’étranglement identifiés par la direction, ce qui devrait augmenter les cadences et réduire les pertes.

2) En parallèle, la société va aussi investir pour augmenter sa capacité de production afin d’atteindre une production de 130 KT en 2025 contre 100 KT aujourd’hui.

Le coût global de ces investissements s'élève à 80 milliards de FCFA selon les estimations de la direction et ils seront étalés sur cinq ans (2021-2025). WARA juge cette double stratégie pertinente et réaliste : il appartient désormais à la direction de SUCRIVOIRE de la mettre à exécution dans le respect des délais et coûts fixés. Les enjeux sont cruciaux pour la société : réaliser ce plan lui permettra (i) de mieux couvrir la demande nationale et ainsi donner raison aux autorités ivoiriennes (qui ont fait le pari de protéger la production locale, quitte à di satisfaire une partie des acteurs de l'agro-industrie) ; et (ii) de gagner en compétitivité à travers a) de meilleurs rendements agricoles et industriels permettant de produire plus à iso périmètre ; et par b) une diminution du point mort grâce à la hausse de la capacité de production qui permet non seulement de mieux absorber les coûts fixes mais aussi de réaliser de meilleurs performances (car les nouvelles machines auront de meilleurs rendements).



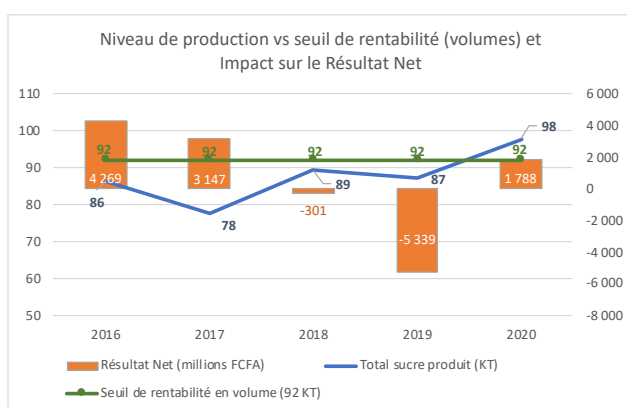
Facteurs financiers

Rentabilité

- Le niveau de rentabilité affichée par SUCRIVOIRE sur la période analysée est insuffisant selon la méthodologie de WARA : c'est un facteur négatif de notation
- Seule une bonne exécution du plan mis en place par la direction permettra à SUCRIVOIRE d'améliorer sa rentabilité structurelle

Le niveau de rentabilité affiché par SUCRIVOIRE sur la période analysée est insuffisant au regard de la méthodologie WARA. C'est un facteur négatif de notation. En revanche, toujours selon WARA, la bonne exécution du plan stratégique permettrait à la société d'améliorer de manière significative sa rentabilité structurelle. En effet, le niveau de production était en dessous du seuil de rentabilité en volume (92 KT) au cours de 4 des 5 dernières années, dégradant fortement la marge de profit de SUCRIVOIRE (1,3% en moyenne sur la période 2016-2020 soit un score de 6 qui est le score le plus faible de notre échelle de notation). Nous avons vu précédemment que ce faible niveau de production était le résultat de la conjonction de deux facteurs : (i) des attaques répétées d'insectes foreurs et du virus de la Mosaïque qui ont réduit les rendements des champs de cannes en plus de réduire la teneur en sucre des cannes ayant résistés ; et (ii) des niveaux de pertes usines encore importantes. Résultat : les coûts fixes n'ont pas suffisamment absorbés par les volumes alors que les coûts marginaux unitaires augmentent mécaniquement ; si bien que SUCRIVOIRE a enregistré des pertes sur les exercices 2018 et 2019. La société a certes renoué avec la rentabilité en 2020, mais l'historique de volatilité des performances de SUCRIVOIRE commande à la prudence. En effet, WARA estime que l'amélioration structurelle de son niveau de compétitivité et donc de son niveau de rentabilité ne se fera qu'à travers la bonne réalisation des investissements explicités dans la section 'positionnement concurrentiel'.

	2016	2017	2018	2019	2020	Moy. 5 ans	Score WARA
Marge de profit	8%	6%	-1%	-9%	3%	1,3%	6
Rotation des actifs	66%	62%	60%	61%	67%	63%	2
Levier Financier	162%	185%	197%	219%	215%	196%	3

Score pondéré Rentabilité **3,9**

L'analyse du niveau de rentabilité rapporté au niveau des actifs ou des fonds propres de la société vient confirmer la faible rentabilité de SUCRIVOIRE. Tout d'abord, la rentabilité des actifs (qui n'est autre que le produit de la marge nette et de la rotation des actifs) s'établit à 0,9% en moyenne sur cinq ans. Ensuite, la rentabilité des fonds propres se situe à 1,2% sur la période analysée. Dans les deux cas, il s'agit d'un niveau très faible au regard de la grille de notation de WARA. Ces ratios augmenteront mécaniquement dès lors que SUCRIVOIRE aura entamé l'exécution de son plan stratégique de gain de compétitivité consistant à augmenter ses volumes (donc base de dilution des coûts fixes plus grande) et améliorer son efficacité (coûts marginal unitaire de production en baisse) se traduisant par une meilleure marge nette qui rentre dans le calcul de retours sur actifs et fonds propres selon la formule Dupont de Nemours.

	2016	2017	2018	2019	2020	Moy. 5 ans	Score WARA
Rentabilité des Actifs (ROA)	5,4%	3,5%	-0,3%	-5,8%	1,9%	0,9%	6
Rentabilité des fonds propres (ROE)	8,7%	6,4%	-0,6%	-12,7%	4,1%	1,2%	6

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

Liquidité

- Les ratios de liquidité affichent un très bon niveau : c'est un facteur positif de notation
- En revanche, la trésorerie nette est déficitaire, la CAF étant entamée par le faible niveau de profitabilité de la société
- Si besoin, SUCRIVOIRE dispose de la confiance de ses partenaires financiers grâce à la qualité de sa signature et celle de son actionnaire

SUCRIVOIRE affiche un très bon niveau de liquidité. C'est un facteur positif de notation. Tout d'abord, les actifs liquides pèsent pour 45% de l'actif en moyenne sur les cinq dernières années, ce qui est un bon niveau pour une contrepartie 'corporate' (score de 3). Ensuite, l'actif circulant couvre presque deux fois le passif circulant, à 208% en moyenne sur la période analysée. Concrètement, cela signifie que 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. Finalement, ce sont bien les ressources à long terme qui financent les emplois à long terme (ou actif immobilisé) comme l'illustre le ratio de couverture de l'actif par les ressources à long terme, à 125% en moyenne sur les cinq dernières années, le reliquat

étant communément appelé fonds de roulement. En conclusion, l'analyse fonctionnelle à travers ces trois ratios nous permet de constater que les grands équilibres bilanciaux en termes de liquidité sont bien respectés.

	2016	2017	2018	2019	2020	Moy. 5 ans	Score WARA
Actifs liquides / Actif Total	36%	46%	46%	47%	48%	45%	3
Actifs liquides / Ressources CT	260%	291%	179%	170%	139%	208%	1
(Ressources LT + CP) / Actif immo	134%	137%	126%	120%	108%	125%	1

Score moyen 'liquidité des actifs' **1,67**

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%

En revanche, la trésorerie nette est déficitaire sur la période, la faible rentabilité ayant mécaniquement entamé la capacité d'autofinancement alors que les investissements et le service de la dette sont restés stables. Selon WARA, ce décalage entre un bon niveau de liquidité mais une trésorerie déficitaire provient de la volatilité du niveau de production au cours des cinq dernières années, qui induit mécaniquement une baisse de la rentabilité, qui en termes de trésorerie, se retrouve dans la capacité d'autofinancement. Celle-ci a été entamée au point où elle ne permet plus de couvrir les cycles d'investissement (pour maintenir l'outil industriel en place) 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, alors même que les ratios de liquidités sont très bons. Cela dit, SUCRIVOIRE, à travers la qualité de sa signature et celle de son actionnaire majoritaire (groupe SIFCA), dispose de ligne de crédits de CT auprès de ses partenaires financiers lui permettant de couvrir ces gaps de trésorerie (bien que cette solution ait un coût). Enfin, la bonne exécution du plan stratégique qui devrait se traduire par une hausse structurelle de la rentabilité permettra aussi à SUCRIVOIRE de générer une trésorerie d'exploitation donc une CAF plus importante et donc d'assainir son niveau de trésorerie nette.

	2016	2017	2018	2019	2020
Trésorerie Actif	4 416	2 211	2 595	2 743	1 823
Trésorerie Passif	6 549	12 178	9 307	11 406	10 873
Trésorerie nette	-2 133	-9 967	-6 712	-8 663	-9 049

	2016	2017	2018	2019	2020
CAFG (+)	15 195	13 361	10 416	6 246	11 007
Investissements (-)	-12 997	-11 538	-9 829	-10 246	-11 015
Remboursements d'emprunts (-)	-3 665	-2 513	-3 829	-4 594	-5 901
Solde	-1 467	-689	-3 241	-8 594	-5 909

Flexibilité financière

- La direction de SUCRIVOIRE entend financer une partie de son plan stratégique par de l'endettement
- WARA prend déjà en compte cet endettement supplémentaire dans sa carte des scores. Le niveau de flexibilité financière reste à un bon niveau : c'est un facteur positif de notation important

La direction de SUCRIVOIRE prévoit de recourir à de la dette bancaire pour financer une partie de son plan stratégique. En effet, la société a obtenu un prêt bancaire syndiqué d'un montant de 44 milliards de FCFA, dont 22 milliards ont été tirés en janvier 2021 (donc non visibles dans les calculs de ratios qui s'arrêtent en 2020). Le reliquat sera tiré au rythme de l'avancement des travaux. Cet endettement supplémentaire va donc mécaniquement dégrader les ratios de flexibilité financière de l'entreprise. Il appartiendra donc plus jamais à la direction de SUCRIVOIRE de s'assurer que les ressources seront bien affectées aux investissements les plus productifs pour que cela se traduise en augmentation de volumes de produit fini. Car c'est bien cette production additionnelle, couplée à une meilleure rentabilité opérationnelle, qui permettra à SUCRIVOIRE d'être en capacité de satisfaire le service de dette futurs tout en poursuivant son développement industriel.

WARA intègre déjà dans sa carte des scores 2021 cet endettement supplémentaire. La flexibilité financière reste à un bon niveau. C'est donc un facteur positif de notation important. WARA a calculé les ratios prévisionnels sur l'horizon de notation (3 ans) pour anticiper l'endettement supplémentaire (non visible dans les comptes 2020) et d'ores et déjà l'intégrer dans sa carte des scores. Malgré cet endettement supplémentaire, les niveaux de couverture de la charge annuelle d'intérêts ainsi que celui de couverture du stock dette restent à un bon selon la méthodologie de WARA. Cette situation illustre la marge de manœuvre dont dispose SUCRIVOIRE en termes d'endettement car la société a pour habitude de financer ses investissements sur fonds propres.

	2016	2017	2018	2019	2020	2021 (p)	2022 (p)	2023 (p)
EBE/intérêts (x)	12,7x	8,6x	6,0x	3,8x	6,3x	5,6x	5,5x	7,0x
(Dettes financières+trésor passif)/EBE	1,1x	2,0x	1,8x	2,9x	1,4x	2,4x	2,1x	1,6x

Ratio EBE / intérêts	2021	2022	2023	
Moyenne 5 ans prévisionnelle	6,1x	5,4x	5,6x	
Score WARA	3	3	3	Score final <input type="text" value="3"/>

Ratio Dette / EBE	2021	2022	2023	
Moyenne 5 ans prévisionnelle	2,1x	2,1x	2,1x	
Score WARA	3	3	3	Score final <input type="text" value="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

COMPTE DE RESULTATS (en millions de FCEA)	2016	2017	2018	2019	2020
Chiffre d'affaires (CA)	52 799	56 162	56 187	56 656	63 333
Production stockée	1 677	6 772	2 795	691	-1 167
Production immobilisée	4 052	4 755	3 050	3 077	4 804
Autres produits	126	22	4	300	249
PRODUITS D'EXPLOITATION	58 655	67 710	62 035	60 724	67 219
Achats de marchandises	-21 706	-31 089	-27 279	-27 915	-29 035
Transports	-881	-771	-611	-728	-680
Services extérieurs	-6 299	-7 677	-7 647	-8 460	-8 390
Autres charges	-238	-217	-250	-704	-678
VALEUR AJOUTEE	29 531	27 956	26 249	22 917	28 437
% CA	55,9%	49,8%	46,7%	40,4%	44,9%
Impôts et taxes	-1 089	-1 291	-1 044	-1 081	-1 819
Charges de personnel	-11 431	-12 664	-12 721	-13 384	-13 327
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBE)	17 011	14 001	12 484	8 452	13 290
% CA	32,2%	24,9%	22,2%	14,9%	21,0%
Dotations aux amortissements et aux provisions	-10 587	-10 209	-10 976	-9 586	-9 239
Reprises de provisions	48	40	0	0	353
RESULTAT D'EXPLOITATION	6 471	3 833	1 508	-1 134	4 404
% CA	12,3%	6,8%	2,7%	-2,0%	7,0%
Résultat financier	-1 494	-1 489	-2 005	-1 863	-1 874
Résultat hors activités ordinaires (H.A.O)	-74	1 371	391	-2 342	-455
Impôts différés	0	0	0	0	0
Impôt sur le résultat	-634	-568	-195	0	-286
RESULTAT NET DE L'ENSEMBLE CONSOLIDE	4 269	3 147	-301	-5 339	1 788
% CA	8,1%	5,6%	-0,5%	-9,4%	2,8%
Quote-part des sociétés mises en équivalence	0	0	0	0	0
RESULTAT NET CONSOLIDE GLOBAL	4 269	3 147	-301	-5 339	1 788
% CA	8,1%	5,6%	-0,5%	-9,4%	2,8%
Parts des minoritaires	0	0	0	0	0
RESULTAT NET, PART DU GROUPE	4 269	3 147	-301	-5 339	1 788
% CA	8,1%	5,6%	-0,5%	-9,4%	2,8%

BILAN (en millions de FCFA)	2016	2017	2018	2019	2020
Charges immobilisées	230	0	0	0	0
Immobilisations incorporelles	1 786	838	28	13	1
Immobilisations corporelles	44 441	46 369	47 370	44 478	46 237
Immobilisations financières	139	108	102	1 391	1 222
Actif circulant H.A.O	0	0	0	0	0
Stocks	26 310	36 367	37 815	38 181	40 073
Créances et emplois assimilés	2 464	5 247	5 707	5 491	5 203
Trésorerie - Actif	4 416	2 211	2 595	2 743	1 823
TOTAL ACTIF	79 787	91 140	93 617	92 298	94 560
Capital	24 500	24 500	24 500	24 500	24 500
Primes et réserves consolidées	2 899	3 326	3 641	23 250	23 250
Report à nouveau	17 492	18 345	19 609	-301	-5 640
Résultat net (part du groupe)	4 269	3 147	-301	-5 339	1 788
Parts de l'entreprise consolidante	49 160	49 318	47 449	42 109	43 898
Subventions d'investissement	0	0	0	0	0
Part des minoritaires	0	0	0	0	0
Total des capitaux propres	49 160	49 318	47 449	42 109	43 898
Dettes financières	13 011	15 356	12 600	13 146	7 174
Dettes circulantes et ressources assimilées H.A.O	0	0	0	0	0
Clients, avances reçues	457	280	348	577	697
Fournisseurs d'exploitation	7 338	10 660	12 843	14 811	20 863
Dettes fiscales	1 500	2 035	1 958	2 297	2 409
Dettes sociales	691	0	0	0	0
Autres dettes	1 082	1 314	9 112	7 952	8 646
Trésorerie - Passif	6 549	12 178	9 307	11 406	10 873
TOTAL PASSIF	79 787	91 140	93 617	92 298	94 560

INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES (en millions de FCFA)	2016	2017	2018	2019	2020
Capacité d'auto-financement globale (CAFG)	15 195	13 361	10 416	6 246	11 007
Variation de BFR	582	-9 156	8 064	1 226	5 375
Investissements	-12 997	-11 538	-9 829	-10 246	-11 015
Remboursements d'emprunts	-3 665	-2 513	-3 829	-4 594	-5 901
Nouveaux emprunts		5 000		5 418	146
Augmentation de capital / Subvention					
Distribution de dividendes	-4 006	-2 989	-1 568		
Variation de trésorerie	-4 890	-7 834	3 255	-1 950	-387
Trésorerie nette d'ouverture	2 757	-2 133	-9 968	-6 712	-8 663
Trésorerie nette de clôture	-2 133	-9 968	-6 712	-8 663	-9 049
Dettes financières nettes (2)	15 144	25 323	19 313	21 808	16 224

TAUX DE CROISSANCE - COMPTE DE RESULTATS (en %)	2016	2017	2018	2019	2020
Chiffre d'affaires (CA)	10,6	6,4	0,0	0,8	11,8
Production immobilisée	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Autres produits	-31,8	-82,5	-81,8	7 360,1	-17,0
PRODUITS D'EXPLOITATION	14,7	15,4	-8,4	-2,1	10,7
Achats de marchandises	45,3	43,2	-12,3	2,3	4,0
Transports	8,9	-12,5	-20,8	19,2	-6,7
Services extérieurs	-13,8	21,9	-0,4	10,6	-0,8
Autres charges	12,5	-8,7	15,0	182,0	-3,7
VALEUR AJOUTEE	6,0	-5,3	-6,1	-12,7	24,1
Impôts et taxes	28,6	18,5	-19,1	3,6	68,3
Charges de personnel	5,9	10,8	0,4	5,2	-0,4
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBE)	4,9	-17,7	-10,8	-32,3	57,2
Dotations aux amortissements et aux provisions	16,0	-3,6	7,5	-12,7	-3,6
Reprises de provisions	-96,5	-15,8	-100,0	N/A	N/A
RESULTAT D'EXPLOITATION	-23,3	-40,8	-60,7	-175,2	-488,2
Résultat financier	7,0	0,4	-34,7	7,1	-0,6
Résultat hors activités ordinaires (H.A.O)	12,2	1 954,1	71,5	699,6	80,6
Impôt différés	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Impôt sur le résultat	-28,2	-10,5	-65,7	-100,0	N/A
RESULTAT NET DE L'ENSEMBLE CONSOLIDE	-27,2	-26,3	-109,6	1 672,6	-133,5
Parts des minoritaires	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Résultat net part de l'entreprise consolidante	-28,2	-10,5	-65,7	-100,0	N/A

TAUX DE CROISSANCE - BILAN (en %)	2016	2017	2018	2019	2020
Charges immobilisées	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Immobilisations incorporelles	-30,1	-53,1	-96,6	-53,7	-89,9
Immobilisations corporelles	7,1	4,3	2,2	-6,1	4,0
Immobilisations financières	0,0	-22,2	-6,3	1 269,6	-12,1
Stocks	14,3	38,2	4,0	1,0	5,0
Créances et emplois assimilés	-31,7	112,9	8,8	-3,8	-5,3
Trésorerie - Actif	22,2	-49,9	17,4	5,7	-33,5
TOTAL ACTIF	7,1	14,2	2,7	-1,4	2,5
Capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Primes et réserves consolidées	25,4	14,7	9,5	538,6	0,0
Report à nouveau	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Résultat net (part du Groupe)	-27,2	-26,3	-109,6	1 672,6	-133,5
Parts de l'entreprise consolidante	0,5	0,3	-3,8	-11,3	4,2
Part des minoritaires	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Total des capitaux propres	0,5	0,3	-3,8	-11,3	4,2
Dettes financières	-20,7	18,0	-17,9	4,3	-45,4
Dettes circulantes et ressources assimilées H.A.O	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Clients, avances reçues	87,7	-38,8	N/A	65,5	20,9
Fournisseurs d'exploitation	55,0	45,3	20,5	15,3	40,9
Dettes fiscales	-8,2	35,7	-3,8	17,3	4,9
Dettes sociales	-23,6	-100,0	N/A	N/A	N/A
Autres dettes	32,3	21,5	593,5	-12,7	8,7
Trésorerie - Passif	663,2	86,0	-23,6	22,6	-4,7
TOTAL PASSIF	7,1	14,2	2,7	-1,4	2,5

RATIOS	2016	2017	2018	2019	2020
Rentabilité					
Marge de profit (RN/CA) en %	8,1	5,6	-0,5	-9,4	2,8
Rotation des actifs (CA/TA) en %	66	62	60	61	67
Levier financier (TA/FP) en %	162	185	197	219	215
Retour sur fonds propres (RN/FP) en %	8,7	6,4	-0,6	-12,7	4,1
ROA (RN/TA) en %	5,4	3,5	-0,3	-5,8	1,9
Charges d'exploitation/Produits d'exploitation en %	89	94	98	102	93
Liquidité					
Ratio de liquidité générale (AC/PC) en %	260,0	291,2	179,4	170,3	138,8
Ratio de liquidité de l'actif (AC/TA) en %	36,1	45,7	46,5	47,3	47,9
(RLT + FP) / Actif Immobilisé en %	133,4	136,7	126,4	120,4	107,6
Couverture des stocks (en jours d'achats)	436,4	421,1	499,0	492,4	496,9
Rotation des stocks (en nombre de fois / an)	2,0	1,5	1,5	1,5	1,6
Délais clients (en jours de CA) (3)	14,0	28,0	30,5	29,1	24,6
Délais fournisseurs (en jours de CA) (3)	41,7	56,9	68,6	78,4	98,8
Flexibilité financière					
Gearing (Dettes financières+trésorerie passif)/FP en %	40	56	46	58	41
Couverture des charges d'intérêt (EBE/intérêts financiers) (en x)	12,7x	8,6x	6,0x	3,8x	6,3x
(Dettes financières+trésorerie passif)/EBE (en x)	1,1x	2,0x	1,8x	2,9x	1,4x

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'auto-financement

RN = Résultat net

CA = Chiffre d'affaires

TA = Total actif

FP = Fonds propres

AC = Actif circulant

PC = Passif circulant



© 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.