



Mai 2013

Table des matières

Notations	1
Evolution de la notation de long terme	1
Résumé	1
Perspective	3
Analyse des Facteurs de Notation Intrinsèque	4
Facteurs environnementaux	4
Environnement macroéconomique	4
Environnement opérationnel	5
Environnement sectoriel	6
Facteurs qualitatifs	7
Produits – Distribution - Marque	7
Gouvernance et Management	9
Positionnement concurrentiel	10
Facteurs quantitatifs	10
Rentabilité	10
Liquidité	11
Flexibilité financière	12
Carte des Scores	13
Facteurs de Support Externe	15
Données financières et ratios	16
Les autres publications de WARA	20

Groupe SIFCA

Côte d'Ivoire

A-/Stable/w-3

Notations

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

Evolution de la notation de long terme

Première notation assignée à SIFCA en mai 2013.

Résumé

La notation de long terme de SIFCA est 'A-' en devise régionale, soit un cran en-dessous du plafond souverain ivoirien

WARA a assigné à SIFCA une notation de long terme en devise régionale équivalente à 'A-'. Cette notation se situe un cran en-dessous du plafond souverain ivoirien, lequel s'établit –selon WARA– à 'A'. WARA a aussi assigné à SIFCA une notation de court terme de 'w-3'. La perspective attachée à cette notation est **stable**.

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

Analyste principal

Fabien PAQUET

Tél: +225 57 27 38 09

Email : fabien.paquet@rating-africa.org

Analyste support

Anaïs SIMON

Tél: Tél: +33 6 26 39 51 28

Email : anaïs.simon@rating-africa.org

Groupe SIFCA

La notation intrinsèque de SIFCA, indépendamment de tout facteur de support externe, est de 'A-' selon WARA, ce qui équivaut à un score pondéré total de **2.68/6.00**. Ce score ne contient aucun ajustement supplémentaire, ni à la hausse, ni à la baisse.

La notation de long terme en devise régionale de SIFCA (A-) ne bénéficie d'aucun cran de support externe. Cependant, cette notation intègre les bénéfices multiples que retire le Groupe des relations étroites qu'il entretient avec ses actionnaires stratégiques, Wilmar et Olam. Ces deux entités sont représentées à parts égales dans la joint-venture Nauvu, holding de droit mauricien, détenant directement 27% de SIFCA et des participations dans ses filiales PALMCI et SANIA. La notation intrinsèque et de contrepartie de SIFCA (A-) s'appuie essentiellement sur les facteurs suivants :

Points forts

- **La position de leader de SIFCA**, premier employeur privé de Côte d'Ivoire, sur ses activités de références : à fin 2012, le groupe possède une part de marché de la production de caoutchouc naturel en Côte d'Ivoire de 40% et une part de marché de la production d'huile de palme en Côte d'Ivoire de 60%.
- **Une très bonne gouvernance du groupe agro-industriel, fort d'une vision claire et d'une stratégie bien exécutée**, renforcée par un soutien permanent de ses actionnaires et partenaires de référence, ainsi que par l'efficacité et l'expertise de son équipe dirigeante.
- Sur le long terme, **une demande mondiale de caoutchouc naturelle et d'huile de palme soutenue**, étant donné i) pour le caoutchouc naturel, l'absence d'un produit de substitution bénéficiant de propriétés équivalentes ; et ii) pour l'huile de palme, un besoin croissant d'oléagineux pour la consommation alimentaire, que les autres huiles, plus coûteuses, ne parviendront pas à satisfaire.
- **La transformation progressive de SIFCA en un groupe agro-industriel plus recentré et mieux organisé**. SIFCA se comporte aujourd'hui non pas comme une holding financière, mais comme un groupe davantage synchrétique, organisé autour de sa société mère ; le surcroît d'efficacité provient d'un pilotage plus contraignant des filiales, d'une mutualisation des fonctions transversales, et d'une recherche systématique de synergies, ce qui permet au Groupe d'envisager une amélioration incrémentale de sa rentabilité.

Points faibles

- **Un environnement opérationnel instable**, animé par des dissensions politiques récurrentes pesant sur la politique économique du pays.
- **La dépendance de la majeure partie (77%) de l'activité de SIFCA aux cours mondiaux du caoutchouc naturel et de l'huile de palme représente le principal risque**. Malgré sa diversification géographique et celle de ses produits, SIFCA reste tributaire des cours (exogènes) de matières premières, de surcroît corrélées entre eux. Leur niveau pèse donc directement sur le chiffre d'affaires, les marges et les résultats de SIFCA.
- **La difficulté pour le groupe d'imposer des produits finis dérivés de l'huile de palme sur le marché ivoirien sous une marque à forte valeur ajoutée**, permettant par la même occasion de réduire la dépendance aux cours de l'huile de palme dans la cristallisation de la part du chiffre d'affaires extrait de SANIA, la filiale responsable de la transformation de l'huile de palme brute en oléine

Groupe SIFCA

(huile de table) et de sa commercialisation.

- **Quelques faiblesses opérationnelles** notamment i) au niveau du contrôle des vols et des importations frauduleuses de caoutchouc naturel, de sucre et d'huile de palme ; ii) au niveau de la qualité des processus industriels que le groupe cherche à améliorer pour réduire les coûts de production, notamment sur le segment de l'huile de palme, et se prémunir d'une éventuelle baisse du cours des matières premières ; et iii) quant à la faiblesses des marges dans la filière sucrière, érodées par l'ampleur des investissements nécessaires au renouvellement de l'outil industriel.

Perspective

La perspective attachée à la notation de SIFCA est **stable**. WARA justifie cette perspective stable par le fait qu'il sera difficile à la concurrence de mettre à mal la position de leader de SIFCA sur son marché domestique. Par conséquent, l'avantage concurrentiel de SIFCA sur son marché, sa maîtrise de la chaîne de valeur dans le secteur du caoutchouc naturel, de l'huile de palme et du sucre, ainsi que sa solidité financière sont les trois facteurs déterminants pour la notation de SIFCA. Ce sont ces mêmes facteurs qui conditionneront la capacité de SIFCA à s'adapter à l'éventuelle volatilité des cours du caoutchouc naturel et de l'huile de palme, dont elle reste en définitive tributaire pour ses achats et pour ses ventes.

Une amélioration de la notation de SIFCA est tributaire: i) d'une amélioration des processus industriels et de gestion visant à réduire les coûts de production, en particulier pour un meilleur monitoring de la qualité de ses achats et une réduction de la quantité de la production régulièrement volée sur ses plantations détenues en propre ; ii) de la concrétisation des plans d'investissement nécessaires pour moderniser et/ou augmenter les capacités de production actuelles des différentes filiales ; iii) de l'augmentation de la surface de plantation détenue en propre pour une meilleure rentabilité et une meilleure qualité du produit fini, en Côte d'Ivoire ou dans d'autres pays (en Côte d'Ivoire, cette surface va manifestement rester stable à court terme étant données les difficultés à s'approprier l'usufruit de nouveaux terrains) ; et iv) du développement de produits finis oléagineux portés par une ou plusieurs marques fortes sur le marché local et régional à même de mieux cristalliser les marges de cette filière.

Une détérioration de la notation de SIFCA serait la conséquence: i) d'une nouvelle crise politique impactant la Côte d'Ivoire ; ii) de la perte de parts de marché de SIFCA sur ses marchés domestiques, régionaux et internationaux, selon les filières ; iii) de la baisse significative et durable des cours du SICOM pour le caoutchouc naturel et du CPO CIF Rotterdam pour l'huile de palme ; ou iv) de retards rédhitoires en matière d'investissements destinés à moderniser et/ou à augmenter les capacités de production.

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

Analyse des Facteurs de Notation Intrinsèque

Facteurs environnementaux

Environnement macroéconomique

L'environnement macroéconomique est marqué par des prévisions de croissances fortes, qui pointent néanmoins le retard de développement accumulé par le pays, dont l'économie est historiquement basée sur l'agriculture

L'économie ivoirienne est intrinsèquement diversifiée, mais ses sources de valeur ajoutée ne le sont pas.

L'insuffisance de diversité des structures économiques ivoiriennes réduit d'autant son attractivité à l'investissement étranger. La Côte d'Ivoire est d'abord un pays agricole. Le secteur primaire emploie 68% 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. La Côte d'Ivoire est le premier producteur et exportateur mondial de cacao, qui représente à lui seul un tiers de ses exportations ; le café et l'huile de palme sont les deux autres matières premières pour lesquelles la Côte d'Ivoire dispose d'un avantage comparatif. L'économie ivoirienne est donc naturellement 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. Un Ivoirien sur deux vit en-dessous du seuil de pauvreté, et l'espérance de vie moyenne est de 58,4 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 hydrocarbures, qui permettraient de financer la montée en gamme de l'économie ivoirienne. Cela dit, la dette du pays a été régularisée, et les réformes commencent à donner des résultats : notamment dans la filière cacao, grâce à la baisse des taxes, les planteurs peuvent recevoir 60% du prix de vente final. Les inégalités de revenus restent toutefois élevées, en s'exhibant, ce qui exacerbe les tensions sociales.

La croissance économique en Côte d'Ivoire à moyen terme sera d'abord alimentée par la dépense publique et le retour de la confiance des investisseurs, notamment étrangers. Le secteur du cacao et l'industrie pétrolière, couplés aux aides internationales et aux abandons de créances, devraient chacun apporter leur contribution à l'effort de reconstruction, ce qui devrait enclencher un effet multiplicateur capable d'amplifier le phénomène de croissance. Quand bien même l'environnement international en 2013 ne serait pas très dynamique, le contexte domestique favorable devrait suffire à compenser la relative faiblesse de la demande externe, ce qui explique des prévisions pour une croissance forte jusqu'à 2015 au moins. Cette tendance sera d'autant plus explicite que les investisseurs étrangers sont déjà encouragés par une batterie de signaux indiquant clairement un retour à la stabilité politique et à la normalisation sécuritaire. La croissance annuelle réelle moyenne pour 2014-17 devrait se situer autour de 7,3%, ce qui est une excellente performance dans le contexte actuel. D'ailleurs, en mars dernier, le FMI jugeait « favorables » les perspectives économiques de moyen terme, avec un taux de croissance du PIB de 8% en 2013, et une inflation inférieure à 2%. En 2020, le PIB par habitant devrait dépasser les 2000 USD, ce qui est susceptible de transformer le pays.

Environnement opérationnel

L'environnement opérationnel ivoirien est perturbé par un équipement en infrastructures insuffisant et un risque d'instabilité politique

Les indices de développement humain sont bas en Côte d'Ivoire, ce qui reflète de fortes inégalités, notamment en matière d'accès à l'éducation et à la formation professionnelle. Le taux d'alphabétisation est faible, guère plus de 55%, et les dépenses publiques d'éducation et de formation sont faibles, à 4,6% du PIB.

Le niveau d'équipement en infrastructure reste inégal; dans le nord et l'ouest du pays notamment, l'activité économique est considérablement ralentie par un manque d'accès à l'électricité, l'eau et les services de communication. Le processus de ré-inclusion économiques des provinces périphériques sera long et fastidieux, a priori, et ne sera pleinement effectif que si le contexte sécuritaire est définitivement stabilisé. Le niveau de sécurité est en progrès, et la police reprend lentement le contrôle des zones urbaines longtemps abandonnées. En revanche, l'armée reste fragmentée, entre les forces régulières et les anciennes forces rebelles en cours de réintégration, sans compter les nombreux mercenaires et les milices qui sévissent encore à l'ouest. Sur le terrain économique, il est évident que le secteur de la construction et de la promotion immobilière devrait aussi puissamment contribuer au redressement de l'économie ivoirienne étant donné que l'Etat ivoirien a fait de l'amélioration des infrastructures un leitmotiv de sa politique économique.

Le secteur agricole ivoirien, peu intensif d'un point de vue technologique, demeure vulnérable à des chocs exogènes, notamment aux variations climatiques inattendues. Par exemple, les températures élevées de 2012 ont été à l'origine de la plus mauvaise récolte de cacao en cinq ans. De la même manière, la période de très forte croissance qui a immédiatement précédé la guerre civile était due à un emballement des prix du cacao en 2010, qui a atteint cette année son point le plus élevé en 33 ans. En outre, le secteur primaire tend à générer des comportements de recherche de rente, peu productifs. Cela dit, l'économie ivoirienne a bien résisté à la crise de 2008, année pendant laquelle la croissance fut de 2%, puis de 4% pendant les deux années qui ont suivi. Seul le choc de la guerre civile post-électorale de 2011 a eu raison du trend de croissance soutenue de l'économie ivoirienne. Le PIB s'est contracté de 5,9% en 2011, qui fut une année de déflation massive. Le risque d'instabilité politique reste donc une menace pour l'activité économique des entreprises de Côte d'Ivoire.

Groupe SIFCA

Environnement sectoriel

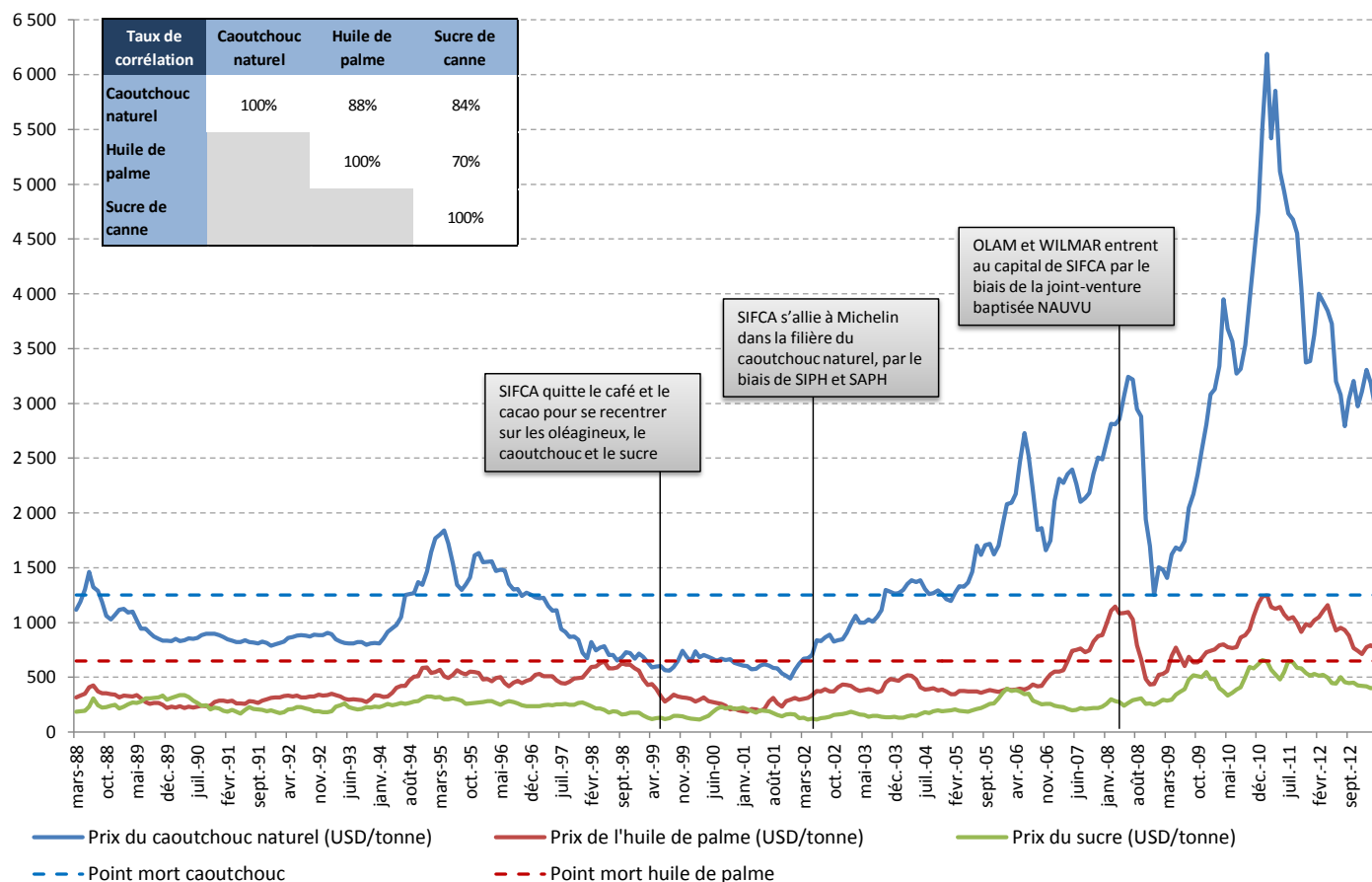
Les marchés cibles de SIFCA (caoutchouc naturel, huile de palme et sucre de canne) sont tous les trois attractifs, mais ils restent néanmoins cycliques et n'obéissent pas à la même logique

La Côte d'Ivoire occupe aujourd'hui le septième rang mondial et le premier rang africain des planteurs d'hévéas et des producteurs de caoutchouc naturel. Le marché du caoutchouc naturel (et donc par voie de conséquence celui des plantations d'hévéas) est un marché mature qui offre de bonnes perspectives. La soutenabilité de la demande mondiale de caoutchouc naturel (dont 70% sont destinés à la fabrication de pneus) est due à l'absence d'un véritable produit de substitution : les caoutchoucs synthétiques ne peuvent en effet pas offrir les mêmes propriétés indispensables à la fabrication de pneus de qualité, notamment pour les poids lourds et les véhicules spécialisés. Le secteur est marqué par des investissements industriels récents ainsi que des programmes d'incitation développés pour les planteurs villageois. Pour ces derniers, la Société africaine de plantations d'hévéas (SAPH) a toujours été un partenaire privilégié, assurant à la fois la collecte de la production et un encadrement technique qui a permis d'améliorer sensiblement les performances des cultivateurs d'hévéas dans l'ensemble des bassins hévéicoles du pays. Le marché de la production de caoutchouc naturel en Côte d'Ivoire se répartit entre 11 acteurs, SAPH et SOGB étant les leaders incontestés. Le prix du caoutchouc naturel est fixé mensuellement par l'association des professionnels du caoutchouc naturel de Côte d'Ivoire (APROMAC) en référence au SICOM, qui représente un prix plancher. Les usiniers tels que SAPH, acheteurs sur ce marché concurrentiel, recherchent une compétition sur les prix d'achats de matière première (fonds de tasse) aux planteurs villageois qui fournissent une grande partie du latex usiné de Côte d'Ivoire. En matière de caoutchouc, le marché de SIFCA est mondial, d'où une complète dépendance de la filière hévéicole de SIFCA aux cours mondiaux.

En matière d'huile de palme, la hausse des cours a été moins spectaculaire que pour le caoutchouc depuis 2005, mais les perspectives sont structurellement plus positives. Comparé aux autres oléagineux servant à la fabrication d'huile, le palmier à huile est de loin la source la plus productive et donc la plus rentable. Par conséquent, il est probable que la part de l'huile de palme dans la consommation mondiale d'huile de table devrait continuer de croître au point de surpasser toutes les autres. Le marché de SIFCA dans la filière oléagineuse est essentiellement régional, ce qui rend le groupe relativement moins tributaire des cours mondiaux, sans en être pour autant complètement détaché.

Enfin, en matière de sucre, SIFCA est en situation de duopole, et le marché reste protégé. En effet, dès son indépendance, la Côte d'Ivoire a fait le choix de l'autonomie en sucre, voire de l'exportation des excédents en sucre le cas échéant. Aujourd'hui, les deux producteurs de sucre de canne du pays, dont Sucrivoire (filiale de SIFCA), parviennent à couvrir les besoins domestiques. Les prix à la vente au consommateur final sont fixés exclusivement sur le plan domestique, en fonction des coûts de production et des choix des autorités publiques. Par conséquent, SIFCA/Sucrivoire restent décorrélés des cours internationaux ; leur enjeu réside davantage dans la compression des charges afin d'améliorer les marges.

Groupe SIFCA



Facteurs qualitatifs

Produits – Distribution - Marque

SIFCA possède une expertise reconnue et des partenariats précieux dans les filières du caoutchouc naturel, de l'huile de palme et du sucre de canne

SIFCA maîtrise la chaîne de valeur de ses activités : la production de caoutchouc naturel, la transformation de l'huile de palme et la production de sucre de canne. En effet, pour ces trois activités sur lesquelles SIFCA se concentre aujourd'hui, le Groupe, à travers différentes filiales, i) récolte la matière première sur ses plantations détenues en propre et/ou achète celle produite par les planteurs villageois, pour ensuite ii) usiner les produits finis, et enfin iii) commercialiser ces produits. Créé en 1964, le groupe SIFCA est le premier employeur privé de Côte d'Ivoire, avec 29 000 employés (permanents et saisonniers), et possède une très bonne réputation sur son marché domestique.

SIFCA est un acteur majeur du marché du caoutchouc naturel (produit à partir du latex d'hévéa) en Afrique. La Côte d'Ivoire reste le marché de prédilection du groupe SIFCA, à travers sa filiale SAPH, qui contribue à hauteur de 38% du résultat du groupe en 2012. De plus, à travers sa « holding caoutchouc »

Groupe SIFCA

SIPH, SIFCA a entamé une diversification géographique avec des filiales opérant aujourd'hui au Ghana, au Nigéria et au Libéria. Le pôle caoutchouc de SIFCA dispose d'un certain nombre d'avantages comparatifs de nature technique : outre le fait de posséder ses propres plantations d'hévéas, il maîtrise aussi les risques associés à ses produits, comme le risque lié aux maladies (issues de champignons ou de bactéries) auxquelles sont sensibles les hévéas. La demande en caoutchouc naturel étant très soutenue, la production du groupe SIFCA est rapidement vendue sur les marchés où les prix sont fixés par le cours sur SICOM, un des marchés internationaux de matières premières. La clientèle finale est diversifiée et internationale ; Michelin, actionnaire de SAPH et de SIPH, est le premier client et achète 34% de la production de SAPH, par le biais de SIPH.

SIFCA est aussi un acteur majeur du marché de l'huile de palme en Côte d'Ivoire. Bien que le groupe soit aussi présent au Sénégal et au Libéria, la quasi-totalité du pôle oléagineux de SIFCA se situe aujourd'hui en Côte d'Ivoire, principalement avec les filiales PALMCI (qui récolte les régimes de noix de palme et les transforme en huile brute) et SANIA (qui raffine cette huile brute et la transforme en oléine et autres produits finis qu'elle commercialise). La contribution aux résultats du groupe du pôle oléagineux s'est accentuée ces dernières années, passant de 23% en 2011 à 46% en 2012. WARA constate que cette volonté stratégique de SIFCA de donner plus d'importance au pôle oléagineux se fait dans une optique de commercialisation sous différentes marques de produits de consommation courante (huile de table et margarine notamment), leur donnant ainsi plus de valeur ajoutée pour cristalliser des marges plus importantes et s'éloigner de la trop grande dépendance aux cours de l'huile de palme. Les produits issus du pôle oléagineux de SIFCA (oléine en vrac et produits finis de consommation courante) sont distribués à hauteur de 1/3 en Côte d'Ivoire et 2/3 dans la sous-région. Malgré l'image souvent négative associée aujourd'hui à l'huile de palme, la demande devrait s'accroître dans les années à venir en raison i) de l'absence d'une huile de substitution pouvant être produite dans des quantités comparables sur les terres disponibles, et ii) aux besoins croissants d'oléine, en lien avec la démographie, pour les produits de consommation courante.

SIFCA est l'un des deux seuls acteurs présents sur le marché du sucre en Côte d'Ivoire, sous couvert d'une protection étatique permettant une fixation des prix selon les coûts de production. En effet, la production de Sucrivoire, filiale sucrière de SIFCA représentant moins de 10% des résultats du Groupe, est étalonnée sur la demande ivoirienne. La distribution du sucre produit se fait donc naturellement sur le territoire ivoirien à des prix s'adaptant aux contraintes de production.

WARA juge positivement le caractère pluriactivités de SIFCA et l'accélération de sa diversification géographique pour sortir de son exposition très importante au marché ivoirien. Cependant cette diversification reste relative, du fait que 77% du résultat du groupe est réalisé par SAPH (caoutchouc naturel) et PALMCI (huile de palme), tous deux tributaires des cours des matières premières dans la fixation de leur prix et par conséquent de la réalisation de leur chiffre d'affaires. De plus, WARA note que les deux activités de production de caoutchouc et d'huile de palme sont fortement corrélées (avec un coefficient de corrélation de 88%) ce qui expose donc les résultats du groupe à la baisse concomitante des cours de ces matières premières¹.

¹ Voir à ce sujet la *Carte d'identité de SIFCA* datée de mai 2013, publiée en tandem de cette analyse.

Groupe SIFCA

Gouvernance et Management

SIFCA est un groupe solide qui a su s'entourer d'une équipe de dirigeants et de partenaires parfaitement adaptés à une vision très claire de son développement agro-industriel ; des améliorations organisationnelles sont en cours pour renforcer les synergies

Malgré la disparition tragique en 2011 de monsieur Yves Lambelin qui était à la tête du groupe, SIFCA a su démontrer sa capacité à poursuivre sa transformation. SIFCA est aujourd'hui un groupe agro-industriel engagé dans une stratégie d'expansion géographique combinée à une volonté d'optimisation des coûts dans ses activités. La maîtrise de ses filières repose notamment sur le soutien précieux de partenaires d'envergure internationale comme Wilmar, Olam, Michelin et Terra (anciennement Harel Frères de L'Ile Maurice). Au-delà de leur participation au capital de la société mère et de ses filiales, ces partenaires apportent aussi au groupe leur expertise et leur soutien opérationnel.

La stratégie du groupe SIFCA est construite sur le développement de ses métiers « caoutchouc naturel » et « huile de palme », qui représentent respectivement 51% et 41% des résultats du groupe en 2012, et se décline en quatre axes principaux : i) l'optimisation de l'existant avec un abaissement des prix de revient, ii) la recherche permanente de l'amélioration de la qualité des produits, iii) la croissance organique des sociétés existantes, et enfin iv) la recherche d'opportunités de croissance externe en dehors de la Côte d'Ivoire pour acquérir des plantations déjà génératrices de cash-flows. Le Libéria, où la filiale CRC a obtenu du gouvernement de porter ses superficies exploitables en hévéa de 8 000 ha à 35 000 ha, représente un relais de croissance important pour le groupe. Par ailleurs, il est aussi envisagé de consolider l'activité sucrière à son niveau de production actuel et d'étudier des synergies possibles entre les différentes activités, sur les frais généraux, la gestion du personnel ou encore l'utilisation pour d'autres cultures des surfaces inexploitées par Sucrivoire.

WARA estime qu'en termes de gouvernance et de management, le fait que le capital de SIFCA soit partagé entre les actionnaires historiques (les familles Billon et Lambelin) et des groupes industriels d'envergure internationale sont des facteurs positifs pour sa notation. En effet, le capital de SIFCA est dominé par les holdings de contrôle des familles Billon et Lambelin, Parme Investissement et Immoriv, qui détiennent 65,4% de SIFCA. Les entreprises Wilmar et Olam, deux spécialistes des matières premières agricoles, détiennent directement 27% de SIFCA, par le truchement de la holding Nauvu, laquelle figure aussi au capital de PALMCI et de SANIA. Dans le métier du caoutchouc, Michelin détient à la fois directement 9,89% du capital de SAPH et 20% du capital de SIPH. Au-delà de leur participation au capital du groupe, ces partenaires de renom apportent aussi un soutien opérationnel et technique constant : i) Wilmar fait bénéficier SIFCA de sa maîtrise des processus opérationnels dans les plantations de palmier à huile et de son expertise dans le raffinage de l'huile de palme, ii) Michelin apporte une assistance technique au pôle caoutchouc pour la recherche et l'amélioration des performances agronomiques. WARA constate que la qualité de ces partenariats et de ces ressources constitue un facteur positif de notation.

Si l'équipe dirigeante de SIFCA est solide, compétente et expérimentée, WARA note cependant que la mise en place de certains processus décisionnels de groupe, indispensables à l'optimisation du fonctionnement de SIFCA, demeurent néanmoins très récents. SIFCA a progressivement structuré un département centralisé responsable du développement, des investissements et de la politique financière au niveau du groupe. WARA constate que cette démarche permet dès à présent à SIFCA de mieux articuler ses options stratégiques, tout en soutenant plus efficacement ses filiales dans leurs projets d'investissements.

Groupe SIFCA

Positionnement concurrentiel

SIFCA domine clairement les marchés de la production de caoutchouc naturel et de l'huile de palme en Côte d'Ivoire

Avec près de 40% du marché de la production de caoutchouc naturel en Côte d'Ivoire, SIFCA, à travers sa filiale SAPH, est leader sur son marché. Le reste du marché est réparti entre 10 autres acteurs, essentiellement de taille moyenne ou petite. L'Afrique représente 4% de la production mondiale de caoutchouc naturel, 90% de cette production étant concentrée en Asie et fortement fragmentée entre de petits producteurs. La Côte d'Ivoire concentre à elle seule la moitié de la production africaine (2% de la production mondiale). Le groupe SIFCA, dont les filiales caoutchouc opèrent en Côte d'Ivoire, et, dans une bien moindre mesure, au Ghana, au Nigéria et au Libéria, possède donc une part de marché mondiale de l'ordre de 1% ; c'est donc un acteur incontournable, leader même, tant en Côte d'Ivoire qu'à l'échelle sous-régionale. ce qui est un point positif dans sa notation par WARA.

Avec près de 60% du marché de la production d'huile de palme en Côte d'Ivoire, SIFCA, à travers sa filiale PALMCI, domine incontestablement ce segment de marché. Le reste du marché reste fragmenté, et se caractérise par l'existence d'une multitude de « mini-huileries ». De plus, SANIA, usine de raffinage née de l'association de SIFCA avec Wilmar et Olam, permet au groupe de maîtriser la totalité de la chaîne de valeur de l'huile de palme, jusqu'à la commercialisation de produits de consommation courante.

WARA constate que SIFCA a développé deux avantages comparatifs importants : i) la détention de la plus grande surface de plantations en propre (représentant 35% de sa production totale), aussi bien en hévéa qu'en palmiers à huile, qui lui permettent de mieux gérer la qualité de sa production et de renforcer ses marges ; et ii) SIFCA dispose des outils industriels de production de caoutchouc naturel et de raffinage de l'huile de palme les plus denses de Côte d'Ivoire. SAPH possède en effet 5 usines de production de caoutchouc naturel en Côte d'Ivoire, réparties sur tout le territoire, et localisées sur les sites de plantation d'hévéas, ce qui minimise les distances, temps et coûts de transport (notamment de latex liquide, de meilleure qualité). La société produit aujourd'hui 100 000 tonnes de caoutchouc naturel par an et devrait passer à une production de 120 000 tonnes par an dès 2013. De son côté, SANIA, dont 80% des achats de matière sont réalisés avec la totalité de la production de PALMCI, produit 300 000 tonnes d'huile de palme raffinée par an.

Facteurs quantitatifs

Rentabilité

La rentabilité de SIFCA est élevée, mais la majorité des sources de chiffre d'affaires reste très dépendante des cours des matières premières

SIFCA affiche des rendements élevés... tant que le SICOM et le CPO CIF Rotterdam se maintiennent à des niveaux confortablement supérieurs au point mort de chacune des filières. SIFCA affiche une marge de profit de 11% en 2012, inférieure à celle des deux années précédentes, mais qui démontre bien que sa structure de coûts est aujourd'hui mieux maîtrisée. La décomposition des éléments impactant cette marge de profit se fait comme suit : i) le chiffre d'affaires montre une progression de seulement 3,8% entre 2011 et 2012, principalement due à un effet volume qui a contrebalancé les baisses de cours du SICOM et du CPO CIF Rotterdam sur la période (ces indices fixent les prix planchers pour les activités des deux plus gros

Groupe SIFCA

contributeurs de SIFCA : SAPH pour 38% et PALMCI pour 39%); ii) la majeure partie des charges d'exploitation est corrélée à l'augmentation de la quantité de production traitée par le groupe SIFCA et les charges fixes représentent une faible partie des charges d'exploitation (les charges de personnel pouvant être variabilisées en utilisant du personnel saisonnier – à hauteur de 50% dans les plantations de palmiers à huile par exemple) ; iii) l'instauration d'une taxe durable de 5% sur le chiffre d'affaires des usiniers de latex comme SAPH, ainsi que d'une taxe sur les surfaces plantées, impacte négativement la marge de profit à partir de 2012, mais cette dernière reste robuste. SIFCA serait donc en mesure d'absorber une baisse du niveau des cours de matières premières, à condition que cette baisse n'atteigne pas moins que le point mort de chacun de ces métiers : 650\$/tonne pour l'huile de palme et 1250\$/tonne pour le caoutchouc naturel.

WARA note par ailleurs que les cours du caoutchouc naturel et de l'huile de palme sont fortement corrélés, ce qui augmente le risque d'une diminution significative de chiffre d'affaires du groupe dans l'hypothèse où le marché des matières premières serait orienté à la baisse. Les études du management prévoient une légère augmentation des cours du caoutchouc naturel et une relative stabilité de ceux de l'huile de palme pour les années à venir. Seule l'activité sucrière reste totalement indépendante des cours des matières premières puisque Sucrivoire opère uniquement sur le marché ivoirien, et bénéficie d'une protection étatique lui permettant de fixer ses prix en fonction des coûts de production.

SIFCA porte une grande importance à la recherche et à l'optimisation du contrôle de sa structure de coûts, ce qui sera sans doute décisif à l'avenir pour améliorer sa rentabilité et se prémunir de la volatilité des cours des matières premières. L'absence de maîtrise des prix (fixés en majorité de manière exogène sur le marché international) constitue un facteur de risque de nature structurelle, qu'il est très difficile de mitiger. Pour réduire ce risque, SIFCA a rendu prioritaire la diminution de ses coûts de production et la recherche de synergies en engageant une réflexion de rationalisation et de mutualisation des coûts de structure au niveau de chacune de ses trois filières. Le premier chantier à engager sera celui de l'huile de palme, pour lequel l'objectif affiché est de réduire les coûts de production de 650\$/tonne à 450\$/tonne d'huile de palme. De plus, SIFCA possède un autre levier d'amélioration au niveau de ses achats de matières premières : la lutte contre le vol et la fraude.

Liquidité

La liquidité est très bonne. Elle est caractérisée par des stocks de produits finis en majorité très liquides à l'actif, financés par un faible endettement permettant un écoulement confortable des passifs, et une trésorerie relativement abondante

La structure même du groupe SIFCA (un facteur endogène), concomitant au niveau actuel des cours de matières premières (un facteur exogène), permet de générer un excédent de cashflow très confortable. La demande en caoutchouc naturel et en huile de palme étant très soutenue, la production de SIFCA est donc très liquide et les stocks s'écoulent rapidement sur les marchés. Dans le cas d'espèce de Sucrivoire, la production de sucre de canne étant étalonnée sur la demande ivoirienne, ses stocks sont aussi très liquides (même si leur cycle naturel d'écoulement est intrinsèquement plus long que pour les deux autres métiers). WARa note cependant que les principales difficultés d'écoulement des stocks se situent au niveau de SANIA, qui n'a pas encore su imposer des marques fortes sur ses produits finis et les faire accepter par le consommateur final à leur niveau actuel de prix. Le niveau élevé de génération de cashflow a été accentué par les cours des matières premières particulièrement favorables ces trois dernières années.

Groupe SIFCA

Les immobilisations corporelles (constituées essentiellement des plantations) sont les éléments de l'actif ayant la plus faible liquidité, mais représentant potentiellement la plus forte valorisation économique, ce qui n'est pas reflété en comptabilité au coût historique, et partiellement seulement en comptabilité aux normes internationales.

SIFCA engage progressivement un plan d'investissement destiné à accélérer le développement du groupe.

La nécessité capitalistique récurrente des activités du Groupe SIFCA réside dans un besoin constant d'entretenir et moderniser ses outils de production, ce qui a notamment nécessité de mobiliser les capacités d'endettement de Sucrivoire et PALMCI. Cependant, compte tenu d'un niveau d'endettement encore faible et de cashflows conséquents, SIFCA accélère son développement dans un plan d'investissement à moyen terme évalué à 100 milliards de FCFA. Ces investissements porteront sur des acquisitions pour fortifier la position du groupe au Nigéria, au Ghana et au Libéria ; seulement 20% de ce plan d'investissement concernent la Côte d'Ivoire.

Flexibilité financière

La flexibilité financière est excellente. SIFCA, dont les besoins de financement progressent en ligne avec ses ambitions de développement, bénéficie d'un fort soutien actionnarial et de disponibilités bancaires au niveau de chaque filiale

Même lors de la crise politique en 2010 et 2011, SIFCA a montré la solidité de sa structure financière en dégagant des excédents de flux de trésorerie (ou *free cash flows*) toujours positifs. Cette composante essentielle du profil financier de SIFCA est le signal d'une situation très saine, et le garant de ses perspectives de développement à moyen terme traduites dans son ambitieux plan d'investissement.

Le taux d'endettement (gearing) de SIFCA reste faible, il s'établit à moins de 20% des fonds propres du groupe en 2012. WARA note la bonne capacité financière de SIFCA à servir sa dette (le montant global de sa dette représentant 54,9% de l'EBE en 2012). Par ailleurs, SIFCA bénéficie de capacités d'emprunts et de découverts non utilisés auprès de ses partenaires bancaires, ce qui prouve i) la confiance que lui accordent ses partenaires financiers, et ii) la capacité de SIFCA à trouver des moyens de financement si la situation l'y invitait. Ces disponibilités sont utilisées occasionnellement, selon le cycle de production (qui atteint généralement un besoin important entre février et avril). Enfin, certaines filiales du groupe générant un niveau de cashflow particulièrement élevé, il est possible de mutualiser les disponibilités pour les besoins de financement du cycle d'exploitation d'autres filiales, et d'éviter un recours plus coûteux au crédit bancaire. La mutualisation de la trésorerie est formalisée dans une convention entre les principales filiales du groupe.

WARA note que la capacité d'endettement du groupe SIFCA est amenée à être réduite dans les deux années à venir, puisqu'un emprunt obligataire de 35 milliards de FCFA est en phase de finalisation. 25 milliards de FCFA seront levés en 2013 puis 10 milliards de FCFA en 2014, afin de respecter un calendrier de décaissement projeté en fonction des pourparlers actuels sur de possibles acquisitions. WARA estime cependant que cet endettement supplémentaire, essentiel au développement du groupe, reste maîtrisé puisque le groupe n'envisage à aucun moment de dépasser un gearing de 50%. WARA relève par ailleurs que la politique de distribution de dividendes devra être contenue à un niveau bien plus faible que celui de 2012, exceptionnellement élevé, pour que le groupe puisse faire face à ses engagements financiers futurs dans de bonnes conditions.

Carte des Scores

FACTEURS DE NOTATION INTRINSEQUE DES CORPORATES			Pondération	Score	Score pondéré
FACTEURS ENVIRONNEMENTAUX			25%	4.05	0.96
FNI.C1	Environnement macroéconomique	EM	10%	4.82	0.43
	<i>Maturité</i>		3%	5.00	0.15
	<i>Volatilité</i>		2%	5.00	0.10
	<i>Diversité</i>		2%	3.20	0.06
	<i>Soutenabilité</i>		3%	4.00	0.12
FNI.C2	Environnement opérationnel	EO	7%	4.71	0.33
	<i>Gouvernance systémique</i>		3%	5.00	0.15
	<i>Infrastructure</i>		2%	5.00	0.10
	<i>Information</i>		2%	4.00	0.08
FNI.C3	Environnement sectoriel	ES	8%	2.50	0.20
	<i>Pression concurrentielle</i>		4%	3.00	0.12
	<i>Degré de maturité</i>		4%	2.00	0.08
FACTEURS QUALITATIFS			40%	2.51	1.00
FNI.C4	Produits - Distribution - Marque	PM	15%	2.27	0.34
	<i>Diversité des produits - Gamme</i>		5%	3.80	0.19
	<i>Distribution et parts de marché</i>		5%	2.00	0.10
	<i>Reconnaissance de la marque</i>		5%	1.00	0.05
FNI.C5	Gouvernance et management	GM	15%	2.47	0.37
	<i>Gouvernance idiosyncrasique</i>		5%	2.00	0.10
	<i>Qualité de la gestion stratégique</i>		5%	2.40	0.12
	<i>Qualité de l'exécution opérationnelle</i>		5%	3.00	0.15
FNI.C6	Positionnement concurrentiel	PC	10%	2.94	0.29
	<i>Compétitivité prix</i>		3%	3.00	0.09
	<i>Compétitivité hors-prix</i>		3%	2.80	0.08
	<i>Développement - Technologie - Innovation</i>		4%	3.00	0.12
FACTEURS FINANCIERS			35%	2.04	0.71
FNI.C7	Rentabilité	RE	10%	2.08	0.21
	<i>Marge de profit</i>		4%	2.20	0.09
	<i>Rotation des actifs</i>		3%	3.00	0.09
	<i>Lever financier</i>		3%	1.00	0.03
FNI.C8	Liquidité	LQ	10%	2.00	0.20
	<i>Liquidité des actifs</i>		5%	3.00	0.15
	<i>Refinancement et gestion de la liquidité</i>		5%	1.00	0.05
FNI.C9	Flexibilité financière	FF	15%	2.04	0.31
	<i>Couverture des intérêts par les cashflows</i>		8%	1.20	0.10
	<i>Dette en années de cashflows</i>		7%	3.00	0.21
SCORE PONDÉRÉ TOTAL					2.68
AJUSTEMENT					0%
SCORE PONDÉRÉ TOTAL AJUSTÉ					2.68
NOTATION INTRINSÈQUE					A-

Groupe SIFCA

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

Groupe SIFCA

Facteurs de Support Externe

WARA n'inclut aucun facteur de support externe dans la notation de SIFCA.

Groupe SIFCA

Données financières et ratios

Les comptes consolidés du Groupe SIFCA sont établis selon les normes comptables régionales, dites OHADA.

COMPTE DE RESULTAT (en millions de FCFA)	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012
Chiffre d'affaires (CA)	399 138	295 349	372 069	516 650	536 326
Production stockée (ou déstockage)	10 707	-2 452	9 365	-2 825	13 741
Autres produits	15 535	10 652	14 953	13 069	0
PRODUITS D'EXPLOITATION	425 380	303 549	396 387	526 894	550 067
Achats de marchandises	-38 393	-24 329	-2 323	198	21
Achats de matières premières et autres approvisionnements	-156 777	-106 455	-166 372	-230 199	-280 516
Services extérieurs	-84 387	-77 585	-65 415	-75 749	-87 620
Autres charges de gestion courante	-2 998	-1 262	-3 429	-3 039	14 382
Opérations d'exploitation intra-groupe	0	0	0	0	0
VALEUR AJOUTEE	142 825	93 918	158 848	218 105	196 334
% CA	35,8%	31,8%	42,7%	42,2%	36,6%
Impôts et taxes	-5 298	-5 148	-5 207	-5 473	-14 867
Charges de personnel	-42 364	-43 074	-47 421	-53 090	-57 129
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBE)	95 163	45 697	106 220	159 542	124 337
% CA	23,8%	15,5%	28,5%	30,9%	23,2%
Dotations aux amortissements et aux provisions	-26 972	-27 148	-34 523	-31 991	-38 597
Reprises de provisions	4 610	6 111	6 187	1 383	6 785
Transferts de charges	760	7 251	3 741	10 435	4 994
RESULTAT D'EXPLOITATION	73 560	31 911	81 624	139 369	97 519
% CA	18,4%	10,8%	21,9%	27,0%	18,2%
Résultat financier	-9 710	-8 388	-9 495	-4 739	-9 862
Résultat hors activités ordinaires (H.A.O)	-672	-1 349	4 093	-25	-445
Impôt sur le résultat	-19 281	-3 357	-19 939	-32 000	-26 496
Q-P de résultat des mises en équivalence	291	192	235	288	217
Dotations/reprises sur amortissements sur écarts d'acquisitions	-1 034	-1 641	-1 789	-1 914	-2 046
RESULTAT NET CONSOLIDE	43 154	17 368	54 728	100 979	58 887
% CA	10,8%	5,9%	14,7%	19,5%	11,0%
Part des minoritaires	19 634	10 357	35 566	60 912	35 682
PART DU GROUPE DANS LE RESULTAT	23 520	7 011	19 162	40 067	23 205

Groupe SIFCA

BILAN (en millions de FCFA)	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012
Immobilisations incorporelles	57 586	47 145	50 328	50 372	51 175
Immobilisations corporelles	167 135	181 799	188 478	210 988	243 472
Immobilisations financières	17 456	13 477	14 034	11 272	11 028
Stocks	73 541	64 119	85 502	106 726	114 991
Créances et emplois assimilés	67 664	63 644	75 628	59 321	68 282
Trésorerie - Actif	46 889	45 227	24 747	65 606	40 773
Charges constatées d'avance	159	289	828	1 212	870
Ecart de conversion et autres	-19	350	1 910	31	734
TOTAL ACTIF	430 411	416 050	441 455	505 528	531 325
Part du groupe dans les capitaux propres et le résultat	127 934	128 457	145 670	170 840	192 922
Part des minoritaires dans les capitaux propres et le résultat	80 126	89 470	116 288	151 742	154 517
Crédits à moyen et long terme	60 324	56 036	66 198	71 497	68 258
Autres dettes financières et ressources assimilées	13 427	13 457	9 869	10 224	9 312
Avances et acomptes reçus sur commandes	4 207	9 560	5 396	3 210	4 197
Dettes fournisseurs et comptes rattachés	48 696	39 007	25 253	32 831	29 117
Dettes fiscales	15 346	8 106	19 777	29 622	27 053
Autres dettes d'exploitation	16 436	14 295	12 013	20 029	15 407
Trésorerie - Passif	63 700	57 475	40 989	14 510	29 648
Produits constatés d'avance, éliminations et écart de conversion	216	187	2	1 024	895
TOTAL PASSIF	430 411	416 050	441 455	505 528	531 325

INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES (en millions de FCFA)	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012
Capacité d'autofinancement (CAF)	na	33 859	84 470	133 320	89 367
Variation de BFR	na	19 288	37 105	-5 689	26 351
Investissements (I)	na	23 006	35 970	48 307	55 917
Free Cash Flow (FCF) (1)	na	-8 435	11 395	90 702	7 099
Dettes financières nettes (2)	na	68 284	82 440	20 401	57 133

Groupe SIFCA

TAUX DE CROISSANCE - COMPTE DE RESULTAT (en %)	2008	2009	2010	2011	2012
Chiffre d'affaires (CA)		-26,0	26,0	38,9	3,8
Production stockée (ou déstockage)		-122,9	-481,9	-130,2	-586,4
Autres produits		-31,4	40,4	-12,6	
PRODUITS D'EXPLOITATION		-28,6	30,6	32,9	4,4
Achats de marchandises		-36,6	-90,5	-108,5	-89,4
Achats de matières premières et autres approvisionnements		-32,1	56,3	38,4	21,9
Services extérieurs		-8,1	-15,7	15,8	15,7
Autres charges de gestion courante		-57,9	171,7	-11,4	-573,2
Opérations d'exploitation intra-groupe					
VALEUR AJOUTEE		-34,2	69,1	37,3	-10,0
Impôts et taxes		-2,8	1,2	5,1	171,6
Charges de personnel		1,7	10,1	12,0	7,6
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBE)		-52,0	132,4	50,2	-22,1
Dotations aux amortissements et aux provisions		0,7	27,2	-7,3	20,6
Reprises de provisions		32,6	1,2	-77,6	390,6
Transferts de charges		854,7	-48,4	179,0	-52,1
RESULTAT D'EXPLOITATION		-56,6	155,8	70,7	-30,0
Résultat financier		-13,6	13,2	-50,1	108,1
Résultat hors activités ordinaires (H.A.O)		100,7	-403,4	-100,6	1 680,4
Impôt sur le résultat		-82,6	494,0	60,5	-17,2
Q-P de résultat des mises en équivalence		-34,0	22,1	22,8	-24,7
Dotations/reprises sur amortissements sur écarts d'acquisitions		58,7	9,0	7,0	6,9
RESULTAT NET CONSOLIDE		-59,8	215,1	84,5	-41,7
Part des minoritaires		-47,2	243,4	71,3	-41,4
PART DU GROUPE DANS LE RESULTAT		-70,2	173,3	109,1	-42,1

TAUX DE CROISSANCE - BILAN (en %)	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012
Immobilisations incorporelles		-18,1	6,8	0,1	1,6
Immobilisations corporelles		8,8	3,7	11,9	15,4
Immobilisations financières		-22,8	4,1	-19,7	-2,2
Stocks		-12,8	33,3	24,8	7,7
Créances et emplois assimilés		-5,9	18,8	-21,6	15,1
Trésorerie - Actif		-3,5	-45,3	165,1	-37,9
Charges constatées d'avance		81,8	186,5	46,4	-28,3
Ecart de conversion et autres		-1 942,1	445,7	-98,4	2 266,1
TOTAL ACTIF		-3,3	6,1	14,5	5,1
Part du groupe dans les capitaux propres et le résultat		0,4	13,4	17,3	12,9
Part des minoritaires dans les capitaux propres et le résultat		11,7	30,0	30,5	1,8
Crédits à moyen et long terme		-7,1	18,1	8,0	-4,5
Autres dettes financières et ressources assimilées		0,2	-26,7	3,6	-8,9
Avances et acomptes reçus sur commandes		127,3	-43,6	-40,5	30,7
Dettes fournisseurs et comptes rattachés		-19,9	-35,3	30,0	-11,3
Dettes fiscales		-47,2	144,0	49,8	-8,7
Autres dettes d'exploitation		-13,0	-16,0	66,7	-23,1
Trésorerie - Passif		-9,8	-28,7	-64,6	104,3
Produits constatés d'avance, éliminations et écart de conversion		-13,4	-98,9	51 100,0	-12,6
TOTAL PASSIF		-3,3	6,1	14,5	5,1

Groupe SIFCA

RATIOS	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012
Rentabilité					
Marge de profit (RN/CA) en %	10,8	5,9	14,7	19,5	11,0
Rotation des actifs (CA/TA) en %	92,7	71,0	84,3	102,2	100,9
Levier financier (TA/FP) en %	206,9	190,9	168,5	156,7	152,9
Retour sur fonds propres (RN/FP) en %	20,7	8,0	20,9	31,3	16,9
ROA (RN/TA) en %	10,0	4,2	12,4	20,0	11,1
Charges d'exploitation/Produits d'exploitation en %	82,7	89,5	79,4	73,5	82,3
Liquidité					
Ratio de liquidité générale (AC/PC) en %	166,7	180,0	258,1	193,8	241,9
Ratio de liquidité de l'actif (AC/TA) en %	32,8	30,7	36,5	32,8	34,5
Couverture des stocks (en jours d'achats)	135,6	176,5	182,5	167,0	147,6
Rotation des stocks (en nombre de fois / an)	2,7	2,0	2,0	2,2	2,4
Délais clients (en jours de CA) (3)	51,7	65,7	62,0	35,0	38,8
Délais fournisseurs (en jours de CA) (3)	37,2	40,3	20,7	19,4	16,6
Flexibilité financière					
Gearing (Dette financière/FP) en %	29,0	25,7	25,3	22,2	19,6
Couverture des charges d'intérêt (EBE/intérêts financiers)	10,4	5,3	18,9	26,6	23,1
Dette financière/EBE en %	63,4	122,6	62,3	44,8	54,9

Notes

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

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

(3) Taux de TVA utilisé 18%

CAF = Capacité d'autofinancement

RN = Résultat Net

CA = Chiffre d'affaires

TA = Total Actif

FP = Fonds Propres

AC = Actif Circulant

PC = Passif Circulant

CONTRIBUTION (en millions de FCFA)	SIFCA SA		FILIERE CAOUTCHOUC		FILIERE OLEAGINEUX		SUCRIVOIRE		AUTRES		CONSOLIDE	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012
RESULTAT D'EXPLOITATION	-4 112	-4 578	98 432	52 772	36 875	41 184	8 172	8 142			139 369	97 519
% du total	-3,0%	-4,7%	70,6%	54,1%	26,5%	42,2%	5,9%	8,3%	0,0%	0,0%	100,0%	100,0%
RESULTAT NET (RN)	-2 417	-6 630	74 224	33 168	23 531	26 837	5 353	5 294	288	217	100 979	58 887
% du total	-2,4%	-11,3%	73,5%	56,3%	23,3%	45,6%	5,3%	9,0%	0,3%	0,4%	100,0%	100,0%
Immobilisations corporelles	4 205	3 689	78 365	95 899	104 410	111 494	24 008	32 389			210 989	243 471
Stocks de matières premières	11	11	28 723	33 052	21 646	22 850	8 364	9 809			58 744	65 722
Stocks produits intermédiaires et finis	0	0	13 838	10 483	8 025	12 158	18 708	19 058			40 571	41 699
Clients et comptes rattachés	1 063	572	20 797	18 007	12 979	24 919	859	902			35 698	44 401
Trésorerie - Actif (disponibilités)	680	2 268	52 191	30 719	11 603	6 398	1 132	1 388			65 606	40 773
Emprunts et dettes financières	7	2 304	23 164	19 691	42 202	32 920	6 124	13 343	0	0	71 497	68 258
Trésorerie - Passif	4 201	5 025	359	9 361	8 450	13 161	1 500	2 100			14 510	29 648
DETTE NETTE	3 528	5 061	-28 668	-1 667	39 049	39 683	6 492	14 055	0	0	20 401	57 133

Groupe SIFCA

Les autres publications de WARA

- *Carte d'identité : SIFCA* – Mai 2013
- *Analyse : SAPH* – Mars 2013
- *Carte d'identité : SAPH* – Mars 2013

Ces documents sont accessibles sur le site Internet de West Africa Rating Agency: www.rating-africa.org

Groupe SIFCA

© 2013 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.

Auteurs :**Fabien PAQUET, Analyste Senior****Anaïs SIMON, Analyste**