



Juillet 2015

### 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	10
Positionnement concurrentiel	10
Facteurs quantitatifs	12
Rentabilité	12
Liquidité	13
Flexibilité financière	13
Carte des Scores	15
Facteurs de Support Externe	17
Données financières et ratios	18
Les autres publications de WARA	22

# Société Africaine de Plantations d'Hévéas (SAPH)

Côte d'Ivoire

**BBB/Stable/w-3**

## Notations

Echelle	Régionale	Internationale
Méthodologie	Corporate	Corporate
Notation de long terme	BBB	iB
Perspective	Stable	Stable
Notation de court terme	w-3	iw-6
Surveillance	Non	Non

## Evolution de la notation de long terme

WARA note SAPH depuis mars 2013. En juillet 2015, WARA a abaissé la note d'un cran, de BBB+ à **BBB**, sur son échelle régionale. La perspective demeure stable.

## Résumé

**La notation de long terme de SAPH est 'BBB' en devise locale, soit trois crans en dessous du plafond souverain ivoirien**

WARA a abaissé la notation de long terme en devise locale de SAPH à '**BBB**'. SAPH est un des membres du groupe ivoirien SIFCA. Cette notation se situe trois crans en dessous du plafond souverain ivoirien, lequel s'établit –selon WARA– à 'A'. La notation de court terme de SAPH est '**w-3**'. La perspective attachée à cette notation reste **stable**.

A titre de référence, les notations en devises internationales de SAPH deviennent : **iB/Stable/iw-6**.

### Analyste principale

Christelle N'DOUA

### Analystes supports

Ndeye THIAW

Landry TIENDREBEOGO

### Contacts WARA

Tél: +225 22 50 18 44

+221 33 825 72 22

Email : [infos@rating-africa.org](mailto:infos@rating-africa.org)

## Société Africaine de Plantations d'Hévéas (SAPH)

La notation intrinsèque de SAPH, indépendamment de tout facteur de support externe, est de '**BBB**' selon WARA, ce qui équivaut à un score pondéré total de **3.22/6.00** (en détérioration de 0.43 point par rapport à mai 2014), incluant un ajustement conservateur supplémentaire à la carte des scores de +11%, pour refléter l'importance de la composante mono-produit de l'activité de SAPH.

La notation de long terme en devise locale de SAPH (**BBB**) ne bénéficie d'aucun cran de support externe. Cependant, cette notation intègre les relations fortes de SAPH avec son actionnaire stratégique Michelin et avec les sociétés holding SIPH et SIFCA. La notation intrinsèque de SAPH (BBB) s'appuie essentiellement sur les facteurs suivants :

### Points forts

- **La position de leader de SAPH**: sur le marché ivoirien du caoutchouc naturel, la société contrôle une part de marché d'environ 35% selon l'Apromac
- **Une bonne gouvernance de la filiale caoutchouc du groupe SIFCA**, renforcée par un soutien permanent de ses actionnaires, lui permettant de se prévaloir d'une vision stratégique claire et d'une très bonne qualité d'exécution, renforcées par l'expertise de son équipe dirigeante
- Sur le long terme, **une demande mondiale de caoutchouc naturelle soutenue** (dont 70% de la production sont utilisés pour la fabrication de pneus), étant donnée l'absence d'un produit de substitution apportant des propriétés équivalentes
- **Le développement de vastes plantations d'hévéas détenues en propre**, les plus importantes comparées à celles de ses concurrents directs. Cela permet à SAPH de mieux maîtriser la qualité de sa production.

### Points faibles

- **Un environnement opérationnel instable**, animé par des dissensions politiques récurrentes pesant sur la politique économique du pays
- **SAPH présente un profil mono-produit, qui porte en lui un risque de concentration de ses activités agro-industrielles** : c'est la raison pour laquelle WARA intègre au score pondéré total un facteur d'ajustement conservateur de +11%
- **Une forte dépendance du chiffre d'affaires aux cours du SICOM** (Singapore Commodity Exchange), qui détermine en définitive le prix de marché du caoutchouc naturel
- **Quelques faiblesses opérationnelles** notamment i) au niveau de la qualité du latex acheté aux planteurs privés, et ii) au niveau de la qualité des processus industriels, deux priorités essentielles pour le management
- **Une pression fiscale importante** malgré le nivellement de la taxe de 5% sur le chiffre d'affaires de caoutchouc granulé en 2014. Cela tient compte de l'abrogation par la Loi de Finances 2013 des achats en franchise de TVA dont bénéficiaient les sociétés exportatrices, entraînant des crédits de TVA.

## Société Africaine de Plantations d'Hévéas (SAPH)

### Perspective

La perspective attachée à la notation de SAPH demeure **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 la filiale caoutchouc de SIFCA sur son marché domestique. Par conséquent, la position dominante de SAPH sur son marché, sa maîtrise de la chaîne de valeur dans le secteur du caoutchouc naturel sont des facteurs déterminants pour la notation de SAPH. Ce sont ces mêmes facteurs qui conditionneront la capacité de SAPH à s'adapter à l'éventuelle volatilité des cours du SICOM, dont elle reste en définitive tributaire pour ses achats et ses ventes.

**Une amélioration de la notation de SAPH** est tributaire: i) d'une amélioration des processus industriels et de gestion, en particulier pour un meilleur monitoring de la qualité de ses achats et une réduction de la quantité de sa production régulièrement volée sur ses plantations détenues en propre ; ii) d'un renforcement des équipes managériales de niveau intermédiaire ; iii) de l'augmentation de la surface de plantation détenue en propre pour une meilleure rentabilité et une meilleure qualité du produit fini (cette surface va manifestement rester stable à court terme étant donné les difficultés à s'approprier l'usufruit de nouveaux terrains en Côte d'Ivoire) ; iv) d'innovations techniques dérivées de la recherche agronomique (notamment l'évolution des clones d'arbres) permettant d'augmenter durablement la productivité marginale des hévéas et leur résistance (notamment aux maladies et champignons) ; v) de l'aboutissement du projet de plantation de palmiers à huile, ce qui permettrait à la société d'amorcer une étape cruciale de sa diversification; et vi) d'une remontée durable des cours du SICOM.

**Une détérioration de la notation de la SAPH** serait la conséquence : i) d'une nouvelle crise politique ou sanitaire impactant la Côte d'Ivoire ; ii) de la perte de parts de marché de SAPH sur son marché domestique ; iii) de la baisse significative et durable des cours du SICOM ; ou iv) de l'apparition de nouvelles maladies ou champignons impactant la productivité des hévéas en Côte d'Ivoire, ou bien d'une catastrophe naturelle de grande envergure entraînant la destruction des plantations en Côte d'Ivoire (ces risques ne sont en effet pas assurés faute de contrepartie spécialisée).

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 SAPH contient davantage de possibilités de rehaussement que de risques d'abaissement.

## Société Africaine de Plantations d'Hévéas (SAPH)

### Analyse des Facteurs de Notation Intrinsèque

#### Facteurs environnementaux

---

##### Environnement macroéconomique

*L'environnement macroéconomique est marqué par des prévisions de croissance forte, 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 et représente 70% des exportations. 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 est l'autre matière première pour laquelle 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 continue de vivre en-dessous du seuil de pauvreté, et l'espérance de vie moyenne est de 57,7 ans. Le PIB par habitant n'a franchi la barre symbolique des 1000 USD qu'en 2008 et se situe autour de 1600 USD en 2014. 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. Les inégalités de revenus restent toutefois élevées, ce qui exacerbe les tensions sociales.

**La Côte d'Ivoire dispose d'un énorme potentiel économique. C'est la deuxième économie d'Afrique de l'Ouest et parmi les plus grands exportateurs de cacao et de café.** 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. Sa performance économique en 2014 est robuste, avec un taux de croissance de 7,7%. L'inflation reste modérée à 0,9% en 2014. Les perspectives macroéconomiques pour 2015-2017 demeurent positives, compte tenu de l'anticipation d'un taux de croissance vigoureux (7,5% en moyenne réelle annuelle) et d'un faible taux d'inflation (2 à 2,5% en moyenne annuelle sur la période). Cette croissance est toutefois conditionnée à une hausse des investissements privés, sachant que l'Etat pour sa part a réussi son émission obligataire en devise de 750 millions de dollars en juillet 2014, au taux de 5,625%. La poursuite du rattrapage économique, l'accélération des réformes structurelles et le maintien de la stabilité politique actuelle sont nécessaires à l'amélioration tant attendue des conditions de vie des populations vulnérables et à la transition de l'économie ivoirienne vers une économie émergente.

## Société Africaine de Plantations d'Hévéas (SAPH)

### Environnement opérationnel

*L'environnement opérationnel ivoirien est perturbé par un équipement en infrastructures encore insuffisant malgré le rebond de l'investissement public, et la prévalence de risques de chocs à faible probabilité mais fort impact*

**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 56%, 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 du pays notamment, l'activité économique est considérablement ralentie par un manque d'accès à l'électricité, à l'eau et aux services de communication. Le processus de ré-inclusion économique des provinces périphériques sera long et fastidieux, a priori, quoique le contexte sécuritaire soit apparemment stabilisé. Il est évident que les secteurs de la construction, de la promotion immobilière et des infrastructures (notamment routières) devraient aussi puissamment contribuer au redressement de l'économie ivoirienne étant donné que l'Etat ivoirien a fait de l'amélioration des équipements publics et des réseaux de transport 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. L'agro-industrie devrait devenir rapidement le fer de lance des exportations de produits transformés à plus forte valeur ajoutée à partir des productions de cacao, de café, des fruits tropicaux, de coton, d'hévéa et de l'huile de palme. Ces derniers secteurs sont bien plus rentables et le pays devrait en priorité se tourner vers le marché sous régional. Cela dit, l'économie ivoirienne a bien résisté à la crise de 2008, année pendant laquelle la croissance fut de 2%, puis de 4% pendant les deux années qui ont suivi. Seul le choc de la guerre civile post-électorale de 2011 a eu raison de la tendance de croissance soutenue de l'économie ivoirienne. La Côte d'Ivoire se relève d'une longue période de stagnation économique et de conflit politique. Le rebond spectaculaire de la croissance depuis 2012 a été alimenté par un redressement de la confiance des entreprises et des consommateurs, les effets des réformes structurelles et la plus grande prévisibilité du jeu politique.

**Cela dit, les risques de chocs à fort impact continuent d'exister.** Le Président Ouattara devrait être réélu en octobre 2015, et la coalition entre le RDR et le PDCI devrait continuer de dominer l'Assemblée Nationale et le jeu institutionnel après les élections législatives de décembre 2016. Cela dit, le Président de la République aura bientôt 73 ans et sa santé a été la source de quelques spéculations au cours de la dernière année. Quant à sa succession, elle reste l'objet d'interrogations récurrentes et parfois de franches inquiétudes dans les milieux d'affaires. La réconciliation nationale semble en marche et le climat social paraît plus apaisé, malgré l'imminence du procès de l'ancien Président Gbagbo, prévu en novembre 2015. En dépit des mesures de prévention et l'absence de cas répertorié de fièvre Ebola en Côte d'Ivoire, le pays reste exposé au risque de pandémie, tant les frontières avec les pays limitrophes sont poreuses : Le FMI a souligné en décembre 2014 qu'une « *flambée épidémique de grande envergure pourrait toucher gravement l'économie ivoirienne* » (rapport no.14/358, page 15).

## Société Africaine de Plantations d'Hévéas (SAPH)

### Environnement sectoriel

*Le marché du caoutchouc naturel : un marché mature et une demande mondiale soutenue sur le long terme*

**La Côte d'Ivoire occupe toujours 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 pas offrir les mêmes propriétés indispensables à la fabrication de pneus de qualité, notamment pour les poids lourds et les véhicules spécialisés. Le caoutchouc naturel permet de réduire l'échauffement interne du pneumatique lors de son utilisation, tout en lui procurant une résistance mécanique élevée.

**Le secteur est marqué par des investissements industriels récents ainsi que par des programmes d'incitation développés pour les planteurs privés indépendants.** 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. SAPH a également procédé à la création de centres de collecte, afin de mieux les rapprocher des planteurs privés. Les planteurs partenaires de SAPH bénéficient, en outre, de prêt scolaires de la part de l'entreprise et d'une assistance médicale à travers le Plan de Prévoyance du Planteur d'Hévéa (PPPH). Tout comme le PPPH, le Plan Epargne Planteur (PEP) sont les produits majeurs gérés par le service marketing de SAPH.

**Les cours du caoutchouc, qui avaient atteint des sommets historiques en 2011, s'étaient maintenus à un niveau assez élevé en 2012 avant de se rétracter en 2013 et plus sévèrement encore un an plus tard.** Les cours du caoutchouc sur le marché international ont chuté de 33% par rapport à 2013 en passant de 2,554 dollars le kilogramme à fin décembre 2013 à 1,7098 dollar le kilogramme fin décembre 2014. Les cours semblent plus ou moins stabilisés à un niveau bas et risquent d'y stagner pendant au moins les 3 premiers trimestres de 2015, ce qui oblige les différents acteurs et principalement SAPH à rester vigilants et à ajuster leur programme d'investissement au besoin, tout en optimisant les coûts. Cependant, l'évolution de la parité euro / dollar en 2015 pourrait améliorer le cours exprimé en euros. Dans ce contexte, la croissance de l'offre devrait être inférieure à celle de la demande, mais en l'absence d'une plus franche reprise économique, les stocks devraient continuer à peser sur le marché cette année.

**Le marché de la production de caoutchouc naturel en Côte d'Ivoire se répartit entre 14 acteurs, SAPH et SOGB étant les leaders incontestés.** Les prix à la vente du caoutchouc naturel étant fixés par les cours du SICOM, les acteurs du marché peuvent cependant rechercher une compétition sur les prix d'achats de matières premières aux planteurs privés, qui fournissent une grande partie du latex d'hévéa usiné en caoutchouc naturel.

**Le secteur du caoutchouc a été fortement marqué par une pression fiscale ces dernières années.** En effet, la taxe exceptionnelle de 5% sur le chiffre d'affaires HT réalisé sur le caoutchouc usiné, établie en 2012 a été maintenue en 2014, mais s'applique dorénavant de manière dégressive. Des seuils variant de 2,5% à 5% ont été instaurés en fonction du niveau des cours.

## Société Africaine de Plantations d'Hévéas (SAPH)

Ainsi, la taxe ne sera pas prélevée pour un cours en dessous de 1 000 FCFA/kg, elle sera de 2,5% entre 1000 et 1300 FCFA/kg et s'établira à 3,5% entre 1300 et 1600 FCFA/kg. Pour un prix supérieur à 1600 F CFA, les 5% seront appliqués.

L'abrogation par la Loi de Finances 2013 de l'exemption de TVA sur les acquisitions de biens et services a induit d'importants crédits de TVA à la fin du dernier exercice, dont les remboursements tardent.

### Facteurs qualitatifs

#### Produits – Distribution - Marque

*SAPH contrôle une part de marché importante sur le marché ivoirien du caoutchouc naturel. L'entreprise est cependant exposée au risque de concentration de son activité étant donné qu'elle ne distribue qu'un seul produit*

**SAPH maîtrise la chaîne de valeur du caoutchouc naturel.** En effet, SAPH est une société qui i) récolte le latex d'hévéa sur ses plantations détenues en propre et ii) achète le latex d'hévéa produit par les planteurs privés, pour ensuite iii) l'usiner et produire du caoutchouc naturel. SAPH produisait environ 120 000 tonnes de caoutchouc naturel par an. Avec l'extension effective des capacités d'usinage de Rapides Grah, la capacité totale annuelle de la SAPH se situe à fin 2014 à 145 000 tonnes. Cependant, les difficultés liées à la mise en route de cette usine, qui représente 31% de la production de SAPH, n'a pas permis à la société de maintenir son niveau de production usinée par rapport à celui de 2013. La production usinée régresse donc de 6%, conduisant à une baisse du volume de vente.

**Environ 30% de sa production proviennent de ses plantations détenues en propre et 70% de l'achat aux planteurs privés.** La production agricole est en repli de 5% en 2014 par rapport à 2013, à cause de la baisse des surfaces en saignée due à la politique de replanting et de la perte de production consécutive à des parts non saignée. La production issue des achats aux planteurs villageois a également reculé de 7% en 2014 par rapport à 2013. La situation de SAPH à fin 2014 a conduit la société à adopter une politique prudente de constitution de ses stocks de matières premières, tout en les rapportant à sa capacité de production. SAPH mise désormais sur la qualité des achats de matières premières auprès des planteurs villageois, en n'acceptant plus le latex issu des saignées cumulées. SAPH a mis en place un programme d'amélioration de la qualité de production basé sur deux axes : i) le pré-lavage des matières premières afin d'évacuer un sérum nocif qui impacte la qualité du caoutchouc ; ii) l'annulation des achats provenant des saignées cumulées, car elles affectent significativement la qualité du caoutchouc.

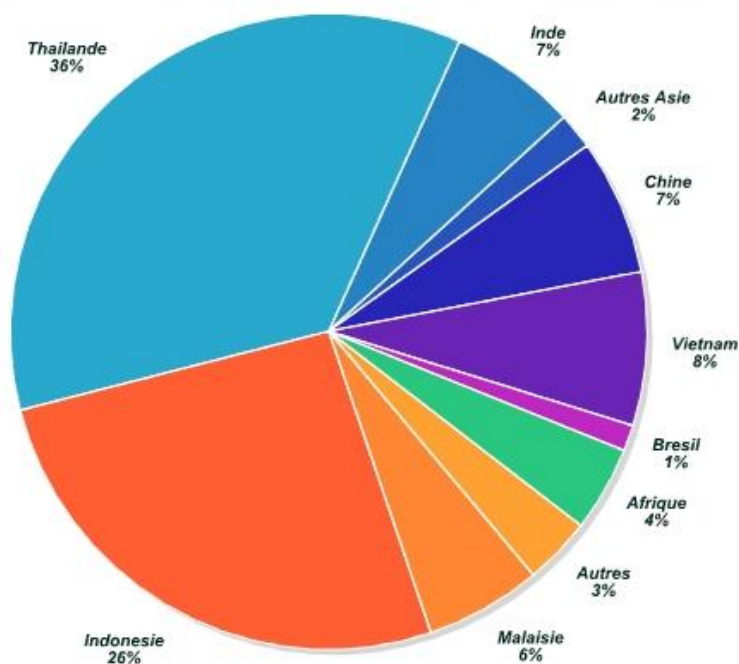
**SAPH est un acteur important du marché du caoutchouc naturel en Afrique.** L'Afrique représente 4% de la production mondiale de caoutchouc naturel, plus de 91% de cette production étant concentrée en Asie et fortement fragmentée entre de petits producteurs. La Côte d'Ivoire concentre à elle seule un peu plus de la moitié de la production africaine (environ 2% de la production mondiale). Selon l'Apromac (l'association professionnelle ivoirienne du secteur), SAPH contrôle près de 35% de part de marché en Côte d'Ivoire, ce qui lui confère une part de marché mondiale de près de 1%. SAPH est donc un acteur incontournable, dominant même, tant en Côte d'Ivoire qu'à l'échelle sous régionale.

## Société Africaine de Plantations d'Hévéas (SAPH)

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

En tant que leader de son marché, SAPH dispose d'un certain nombre d'avantages comparatifs de nature technique : outre le fait de posséder ses propres plantations, SAPH 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.

Production Mondiale de Caoutchouc Naturel en 2014

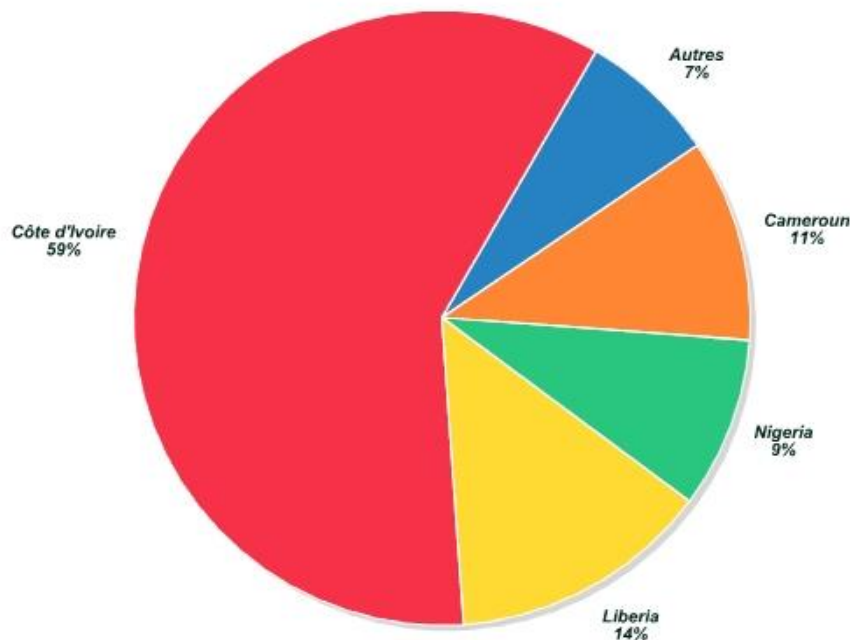


Source: LMC Rubber T4 2014



## Société Africaine de Plantations d'Hévéas (SAPH)

Production Africaine de Caoutchouc Naturel en 2014



Source: LMC Rubber T4 2014

**Le risque de distribution est transféré au groupe.** La distribution du caoutchouc naturel de SAPH est réalisée par l'intermédiaire de sa société holding SIPH, qui lui achète la quasi-totalité de sa production. La clientèle finale est diversifiée et internationale. Michelin, actionnaire de SAPH et de SIPH, est le premier client et achète en valeur 19,39% de la production de SAPH, par le biais de SIPH. C'est un élément important de la notation de SAPH : le fait que Michelin apporte son soutien actionnarial, technique et commercial renforce le profil intrinsèque de SAPH, quand bien même la notation de SAPH ne bénéficie pas explicitement d'un rehaussement parental.

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

**Des tentatives de diversification sont entreprises, notamment sur la culture du palmier à huile, permettant à SAPH de valoriser des bas-fonds qui ne sont pas propices à la filière hévéa.** La société a ainsi procédé à une vaste opération de récupération des surfaces non plantées sur ses concessions de Rapides Grah, Bettié et Bongo, qui avaient été occupées par certaines cultures villageoises. Ce sont 783 ha de terrains qui vont accueillir la culture du palmier à huile. Cependant, WARA ne tient pas encore compte des retombées de cette culture dans la notation de la SAPH, dans la mesure où les plantations ne sont qu'en cours de création.

## Société Africaine de Plantations d'Hévéas (SAPH)

### Gouvernance et Management

*La forte intégration de SAPH au sein du Groupe SIFCA d'une part, et les liens puissants qui la lient à Michelin d'autre part sont des facteurs positifs pour sa notation*

**WARA estime qu'en termes de gouvernance et de management, le fait que SAPH soit fortement intégrée au sein du Groupe SIFCA et que ses liens avec Michelin soient étroits sont des facteurs positifs pour sa notation.** En effet, le capital de SAPH est dominé par SIFCA qui détient 55,59% de SIPH, laquelle détient 68,06% de SAPH. Michelin détient à la fois directement 9,89% du capital de SAPH et 20,97% du capital de SIPH. Le reste du capital de SAPH se répartit entre des investisseurs privés détenant 10% et un flottant de 12,05%. SAPH est cotée à la BRVM.

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

**Si l'équipe dirigeante de SAPH est solide, compétente et expérimentée, WARA note cependant que les équipes de management intermédiaire mériteraient d'être renforcées**, notamment par un vivier de compétences locales. SAPH travaille justement à l'identification, la sélection et la montée en puissance et en responsabilité de ces middle managers ; cela, couplé à l'amélioration des processus industriels et des exigences de qualité, devrait permettre à la société de creuser l'écart avec la concurrence à moyen terme, et de se rapprocher des normes internationales d'excellence pratiquées dans le secteur agro-industriel.

**Le contrôle de gestion mis en place dans la société devrait aboutir à l'optimisation des coûts.** En effet, la mise en place d'outils de pilotage permettra à la société d'améliorer son fonctionnement, de sorte que l'écart entre le budget et les réalisations soit minimisé à la clôture de chaque exercice. Le renforcement des systèmes de gestion est donc un aspect positif pour la société. En outre, SAPH assure la planification de sa production et des flux à travers sa Direction Qualité et Programmation industrielle récemment mise en place.

### Positionnement concurrentiel

*SAPH domine clairement le marché de la production de caoutchouc naturel en Côte d'Ivoire*

**Avec près de 35% du marché de la production de caoutchouc naturel en Côte d'Ivoire, SAPH est leader sur son marché.** Le reste du marché est réparti entre 13 autres acteurs, essentiellement de taille moyenne ou petite. Le concurrent le plus proche est SOGB, lequel détient 16% de part de marché. Par conséquent, en matière de tarification, notamment des achats de « fonds de tasse » (i.e. de latex solidifié à l'air libre), SAPH peut se permettre de n'être ni le mieux-disant (ce qui éroderait les marges), ni le moins-disant (ce qui pénaliserait la qualité des intrants de latex acquis auprès des planteurs villageois). Dans un contexte de plus en plus concurrentiel, SAPH a su conserver sa place de premier acheteur de caoutchouc de Côte d'Ivoire, malgré une légère baisse de part de marché des caoutchoucs vendus aux usiniers ivoiriens.

## Société Africaine de Plantations d'Hévéas (SAPH)

**SAPH dispose de l'outil industriel de production de caoutchouc le plus dense de Côte d'Ivoire.** SAPH possède en effet 5 usines de production de caoutchouc naturel en Côte d'Ivoire, réparties sur tout le territoire, et localisées sur les sites de plantation d'hévéas, ce qui minimise les distances, temps et coûts de transport (notamment de latex liquide, de meilleure qualité). Avec l'extension effective des capacités d'usinage de Rapides Grah, la capacité totale annuelle de la SAPH est passée de 120 000 tonnes à 145 000 tonnes à fin 2014. En effet, les travaux réalisés à l'usine de Rapides Grah ont porté la capacité de cette usine à environ 55 000 T/an en 2014 contre 27 000 T/an précédemment. L'usine de Bongo devrait avoir des capacités identiques après les travaux prévus pour 2015. Au terme de ces extensions, la capacité d'usinage annuelle de la SAPH passera de 120 000 tonnes à 180 000 tonnes. Cette augmentation des capacités d'usinage de Rapides Grah et Bongo permettra ainsi à la SAPH d'affirmer son avance face à ses concurrents. L'objectif est d'améliorer les taux de rendement synthétique de ces deux sites afin de diminuer les coûts de production à la tonne. La plupart de ses concurrents ne dispose que d'une seule usine chacun, et ces derniers ne peuvent pas s'appuyer sur des plantations propres dans les mêmes quantités que SAPH, mais plutôt sur leurs achats de fonds de tasse. Faute de nouvelles terres plantables, le levier de croissance de la production pour SAPH réside dans l'achat croissant de matières aux planteurs privés. La nécessité capitaliste de ce secteur d'activité réside principalement dans le développement et l'amélioration des capacités d'usinage, tant en quantité (par de nouvelles usines ou des usines plus grandes, la limitation du vol de latex et le recyclage des déchets de latex) qu'en qualité (en sélectionnant les intrants de latex solide de manière plus efficace et en supprimant la saignée cumulée).

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

**WARA constate que SAPH a développé deux avantages comparatifs importants :** i) la détention de la plus grande surface de plantations en propre, qui lui permettent d'avoir une meilleure gestion de la qualité de sa production (tous les arbres sont produits, clonés, fertilisés et exploités in situ) et une meilleure productivité, ce qui concerne 30% de la production totale de SAPH ; et ii) une expérience de précurseur sur le marché de l'hévéa en Côte d'Ivoire, avec le développement des premières plantations du pays en 1956, ce qui représente un facteur positif concernant sa notoriété, sa taille et son pouvoir de marché.

**SAPH porte une grande importance à la recherche et à l'amélioration de la qualité de ses produits, ce qui sera sans doute décisif à l'avenir.** La part de la production (liquide) provenant des plantations en propre permet en définitive de faciliter l'élaboration d'un produit fini de très bonne qualité. Cependant, sur le long terme, étant donné que le levier de croissance provient principalement de l'augmentation de la part d'achats de la production (solide) des planteurs privés, il est important d'améliorer le traitement de cette production pour rehausser sa qualité, intrinsèquement inférieure à celle du latex liquide. En effet, certains concurrents de SAPH produisent un caoutchouc de bonne qualité, sans pour autant posséder leurs propres

## Société Africaine de Plantations d'Hévéas (SAPH)

plantations. C'est dans cette dynamique que SAPH a lancé son programme d'amélioration de la qualité des achats aux planteurs en rejetant systématiquement la saignée cumulée. SAPH vise des clients haut de gamme et tend donc vers des produits de qualité. Cela passe par des contrôles réalisés dans les laboratoires de chaque usine, afin d'assurer le suivi du flux de matières premières. Dans cette démarche qualité, SAPH a procédé à la certification des sites de Bongo, Toupah, Yacoli et de son siège à Abidjan à la norme ISO 9001 version 2008.

### Facteurs quantitatifs

---

#### Rentabilité

*La rentabilité de SAPH s'est dégradée.*

**Dans un contexte mondial de plus en plus difficile et avec le repli des cours du caoutchouc (SICOM 20) de 33% en 2014, SAPH a vu ses marges impactées négativement.** Le chiffre d'affaires 2014 s'établit à 99,611 milliards de FCFA, soit une baisse de 36% par rapport à 2013. Cette baisse s'explique principalement par la baisse du prix moyen de vente. SAPH affiche une marge de profit négative essentiellement due à la baisse de 32% du prix moyen de vente du caoutchouc, suite à la baisse du cours du caoutchouc sur le marché international. La décomposition des éléments impactant cette marge de profit se fait comme suit : i) la marge brute sur matières premières est stable autour de 54,8 %, les prix d'achat de matières premières aux planteurs privés (représentant 70% de la production de SAPH) ainsi que les prix de vente étant tous les deux indexés sur les cours du SICOM ; ii) la baisse significative des achats de matière première aux planteurs privés (-7% par rapport à 2013) consécutivement à la baisse de la production agricole (- 5% par rapport à 2013) ; iii) la majeure partie des charges d'exploitation hors achats de matières premières (-9% par rapport à 2013) est liée à la baisse de la quantité de production traitée par SAPH, à la progression de masse salariale de 2% en 2014 principalement due au paiement des droits de rupture des occasionnels du fait de la réorganisation de l'activité et aux mesures d'accompagnement relatives au licenciement collectif effectué en juillet 2014; iv) le nivellement d'une taxe durable sur le chiffre d'affaires des usiniers de latex selon les cours du caoutchouc entraînant une diminution des charges fiscales en 2014, et l'abrogation par la Loi de Finances 2013 des achats en franchise de TVA dont bénéficiaient certaines sociétés exportatrices, dont SAPH.

**Toutefois, au niveau des achats de la production de latex aux planteurs privés, WARA note un potentiel d'amélioration.** Afin d'optimiser la qualité des matières premières, SAPH a décidé d'accompagner les planteurs villageois afin d'améliorer la qualité du latex acheté en les sensibilisant davantage sur les différents modes de récoltes. En effet, le latex issu de la saignée cumulée n'est plus accepté par SAPH car il entraîne un déclassement dans les spécifications techniques du caoutchouc. Cette technique de saignée affecte fortement la qualité du caoutchouc avec un indice de plasticité qui diminue, un noircissement du caoutchouc et une odeur putride. Un choix plus sélectif du latex acheté a été mis en place. La qualité du caoutchouc acheté rend nécessaire des adaptations du processus d'usinage afin de garantir les exigences qualités recherchées par les pneumatiquiers.

## Société Africaine de Plantations d'Hévéas (SAPH)

### Liquidité

*La liquidité est satisfaisante. Elle est caractérisée par des stocks de produits finis très liquides à l'actif*

**L'écoulement de la production n'est pas du tout une contrainte.** La production de caoutchouc naturel est vendue sur le marché par l'intermédiaire de SIPH (accord régi par un contrat entre les deux entités) ; son prix est complètement dépendant des cours du SICOM. La demande en caoutchouc naturel étant très soutenue, la production de SAPH est donc très liquide et les stocks de caoutchouc naturel s'écoulent rapidement sur les marchés. WARA note toutefois une diminution des stocks (-27 % en 2014 par rapport à 2013). Cette régression est due principalement à la baisse de la valeur des stocks de matières premières et de produits finis en rapport avec les quantités de stock de matières et la baisse de 33 % du prix moyen entre 2014 et 2013. SAPH a mis en place un programme d'amélioration de la qualité des achats aux planteurs ce qui lui permet d'acheter le maximum de la production privée disponible sans être lésée par la qualité.

**Parmi les actifs du bilan, nous notons toutefois la liquidité plus faible des facilités octroyées aux autres sociétés du groupe SIFCA (régies selon une convention de trésorerie, mutualisée au niveau du groupe).** Ces créances ont cependant des échéances courtes : entre 3 et 6 mois. Toutefois, compte tenu du résultat enregistré par la société cette année, SAPH risque de passer de sa situation de prêteuse nette à une situation d'emprunteuse nette aux autres sociétés du groupe SIFCA. Enfin, les immobilisations corporelles (constituées essentiellement des plantations) sont les éléments de l'actif ayant la plus faible liquidité, mais potentiellement la plus forte valorisation économique, ce qui n'est pas reflété en comptabilité au coût historique.

**WARA relève en 2014 une réduction du FDR d'environ 12% et BFR de 7%.** On est dans une situation de déséquilibre financier où le BFR est supérieur au FR ce qui impacte négativement la trésorerie. Néanmoins, le ratio de liquidité générale proche de 2,8, nous conforte sur la capacité de SAPH à faire face à ses dettes à court terme.

### Flexibilité financière

*La flexibilité financière s'est détériorée du fait de l'emprunt de 20 milliards contracté au cours de l'année 2014. Néanmoins, SAPH bénéficie d'un fort soutien actionnarial et de disponibilités bancaires en cas de nécessité*

**En 2014, SAPH a dégagé un Free Cash-Flow négatif de -16,620 milliards de FCFA, en recul par rapport à 2013.** La baisse importante des cours du SICOM à fin 2014 (-33%) a fortement impacté la structure financière de SAPH qui a dégagé un déficit de flux de trésorerie (ou *free cash flows*) à fin 2014. Cette composante essentielle du profil financier de SAPH est le reflet de la situation difficile que traverse la société. Si des opportunités de croissance se présentent, soit par le biais de nouvelles terres, soit par celui d'une plus grande disponibilité d'achat de matière, SAPH sera contrainte par sa structure financière.

**Le taux d'endettement de SAPH est élevé, il s'établit à 30,8% des fonds propres de la société en 2014.** La sécurité de la SAPH au niveau de sa capacité à servir sa dette est donc remise en cause par WARA (le montant de sa dette représentant 856,4% de l'EBE en 2014). Toutefois, malgré la détérioration de son taux d'endettement, SAPH dispose toujours de capacités d'emprunts et de découverts non utilisés auprès de ses

## Société Africaine de Plantations d'Hévéas (SAPH)

partenaires bancaires, ce qui prouve la confiance que lui accordent ses partenaires financiers. Ces disponibilités sont peu utilisées, mais peuvent servir de moyen d'ajustement temporaire en période de sous-production (typiquement de janvier à mars), où lorsque l'environnement politique, sécuritaire ou social nécessite d'actionner les leviers financiers externes. Enfin, WARA note que le soutien des actionnaires en période difficile (comme ce fut démontré par Michelin en 2009) est un facteur positif dans la notation de SAPH.

## Société Africaine de Plantations d'Hévéas (SAPH)

## Carte des Scores

FACTEURS DE NOTATION INTRINSEQUE DES CORPORATES			Pondération	Score	Score pondéré
<b>FACTEURS ENVIRONNEMENTAUX</b>			<b>25%</b>	<b>3,81</b>	<b>0,95</b>
FNI.C1	Environnement macroéconomique	EM	10%	4,15	0,42
	<i>Maturité</i>		3%	5,00	0,15
	<i>Volatilité</i>		2%	5,00	0,10
	<i>Diversité</i>		2%	3,00	0,06
	<i>Soutenabilité</i>		3%	3,50	0,11
FNI.C2	Environnement opérationnel	EO	7%	4,53	0,32
	<i>Gouvernance systémique</i>		3%	4,85	0,15
	<i>Infrastructure</i>		2%	4,58	0,09
	<i>Information</i>		2%	4,00	0,08
FNI.C3	Environnement sectoriel	ES	8%	2,75	0,22
	<i>Pression concurrentielle</i>		4%	3,50	0,14
	<i>Degré de maturité</i>		4%	2,00	0,08
<b>FACTEURS QUALITATIFS</b>			<b>40%</b>	<b>2,61</b>	<b>1,04</b>
FNI.C4	Produits - Distribution - Marque	PM	15%	3,08	0,46
	<i>Diversité des produits - Gamme</i>		5%	5,75	0,29
	<i>Distribution et parts de marché</i>		5%	2,50	0,13
	<i>Reconnaissance de la marque</i>		5%	1,00	0,05
FNI.C5	Gouvernance et management	GM	15%	2,33	0,35
	<i>Gouvernance idiosyncrasique</i>		5%	2,00	0,10
	<i>Qualité de la gestion stratégique</i>		5%	2,00	0,10
	<i>Qualité de l'exécution opérationnelle</i>		5%	3,00	0,15
FNI.C6	Positionnement concurrentiel	PC	10%	2,30	0,23
	<i>Compétitivité prix</i>		3%	3,00	0,09
	<i>Compétitivité hors-prix</i>		3%	2,00	0,06
	<i>Développement - Technologie - Innovation</i>		4%	2,00	0,08
<b>FACTEURS FINANCIERS</b>			<b>35%</b>	<b>2,60</b>	<b>0,91</b>
FNI.C7	Rentabilité	RE	10%	3,10	0,31
	<i>Marge de profit</i>		4%	4,00	0,16
	<i>Rotation des actifs</i>		3%	3,00	0,09
	<i>Levier financier</i>		3%	2,00	0,06
FNI.C8	Liquidité	LQ	10%	2,43	0,24
	<i>Liquidité des actifs</i>		5%	2,85	0,14
	<i>Refinancement et gestion de la liquidité</i>		5%	2,00	0,10
FNI.C9	Flexibilité financière	FF	15%	2,38	0,36
	<i>Couverture des intérêts par les cashflows</i>		8%	2,10	0,17
	<i>Dette en années de cashflows</i>		7%	2,70	0,19
<b>SCORE PONDÉRÉ TOTAL</b>				<b>2,90</b>	
<b>AJUSTEMENT</b>				<b>11%</b>	
<b>SCORE PONDÉRÉ TOTAL AJUSTÉ</b>				<b>3,22</b>	
<b>NOTATION INTRINSÈQUE</b>				<b>BBB</b>	

## Société Africaine de Plantations d'Hévéas (SAPH)

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



## Société Africaine de Plantations d'Hévéas (SAPH)

### Facteurs de Support Externe

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

## Société Africaine de Plantations d'Hévéas (SAPH)

## Données financières et ratios

Les comptes consolidés de SAPH sont établis selon les normes comptables régionales, dites OHADA.

COMPTE DE RESULTAT (en millions de FCFA)	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
Chiffre d'affaires (CA)	75 609	140 238	194 549	172 962	155 621	99 611
Production stockée (ou déstockage)	-2 388	6 712	290	-1 739	710	-2 105
Production immobilisée	1 134	1 629	2 139	6 098	8 454	11 098
Autres produits	383	50	495	276	367	614
<b>PRODUITS D'EXPLOITATION</b>	<b>74 739</b>	<b>148 629</b>	<b>197 474</b>	<b>177 597</b>	<b>165 151</b>	<b>109 219</b>
Achats de marchandises	-56	-74	-75	-43	0	0
Achats de matières premières et fournitures liées	-32 563	-65 831	-93 169	-83 991	-78 433	-48 221
Autres achats	-8 973	-10 432	-11 182	-17 117	-21 358	-21 335
Transports	-3 136	-2 712	-3 274	-3 830	-3 396	-3 504
Services extérieurs	-4 726	-9 362	-10 829	-13 402	-14 125	-12 247
Autres charges	-503	-663	-458	-2 062	-1 207	-4 174
<b>VALEUR AJOUTEE</b>	<b>24 782</b>	<b>59 556</b>	<b>78 488</b>	<b>57 151</b>	<b>46 631</b>	<b>19 738</b>
<b>% CA</b>	<b>32,8%</b>	<b>42,5%</b>	<b>40,3%</b>	<b>33,0%</b>	<b>30,0%</b>	<b>19,8%</b>
Impôts et taxes	-976	-966	-896	-9 693	-9 060	-1 998
Charges de personnel	-10 533	-11 402	-11 993	-13 187	-15 410	-15 340
<b>EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBE)</b>	<b>13 273</b>	<b>47 188</b>	<b>65 599</b>	<b>34 271</b>	<b>22 161</b>	<b>2 400</b>
<b>% CA</b>	<b>17,6%</b>	<b>33,6%</b>	<b>33,7%</b>	<b>19,8%</b>	<b>14,2%</b>	<b>2,4%</b>
Dotations aux amortissements et aux provisions	-4 101	-4 026	-3 948	-4 244	-4 522	-5 561
Reprises de provisions	636	1 464	1	102	205	106
Transferts de charges	133	132	131	154	315	307
<b>RESULTAT D'EXPLOITATION</b>	<b>9 941</b>	<b>44 758</b>	<b>61 782</b>	<b>30 283</b>	<b>18 160</b>	<b>-2 748</b>
<b>% CA</b>	<b>13,1%</b>	<b>31,9%</b>	<b>31,8%</b>	<b>17,5%</b>	<b>11,7%</b>	<b>-2,8%</b>
Résultat financier	-26	87	585	405	-183	-784
Résultat hors activités ordinaires (H.A.O)	-1 804	-1 750	-1 935	-2 029	16	-105
Impôt sur le résultat	-1 819	-10 576	-14 805	-7 588	-4 286	-162
<b>RESULTAT NET</b>	<b>6 291</b>	<b>32 519</b>	<b>45 628</b>	<b>21 071</b>	<b>13 707</b>	<b>-3 799</b>
<b>% CA</b>	<b>8,3%</b>	<b>23,2%</b>	<b>23,5%</b>	<b>12,2%</b>	<b>8,8%</b>	<b>-3,8%</b>

## Société Africaine de Plantations d'Hévéas (SAPH)

<b>BILAN (en millions de FCFA)</b>	<b>31/12/2009</b>	<b>31/12/2010</b>	<b>31/12/2011</b>	<b>31/12/2012</b>	<b>31/12/2013</b>	<b>31/12/2014</b>
Immobilisations incorporelles	8 716	8 723	8 675	8 760	8 720	10 120
Immobilisations corporelles	29 263	29 007	29 554	37 299	48 121	61 833
Avances et acomptes versés sur immobilisations	229	644	1 032	165	337	456
Immobilisations financières	505	607	545	620	517	360
Actif circulant H.A.O	2	2	0	0	0	0
Stocks	16 120	26 320	36 526	36 393	28 815	21 130
Créances et emplois assimilés	13 187	35 735	28 659	14 927	17 172	21 369
Trésorerie - Actif	2 735	847	2 703	826	4 455	1 396
<b>TOTAL ACTIF</b>	<b>70 758</b>	<b>101 886</b>	<b>107 695</b>	<b>98 989</b>	<b>108 137</b>	<b>116 663</b>
Capital	14 594	14 594	14 594	14 594	14 594	14 594
Primes et réserves	28 526	24 594	17 754	24 023	36 915	47 325
Résultat net de l'exercice	6 291	32 519	45 628	21 071	13 707	-3 799
Provisions réglementées et fonds assimilés	3 460	5 190	6 919	8 649	8 649	8 649
Dettes financières	3 032	1 102	537	442	368	20 557
Dettes circulantes et ressources assimilées H.A.O	10	10	0	0	0	0
Clients, avances reçues	132	500	320	1 036	72	871
Fournisseurs d'exploitation	4 642	5 090	6 254	7 915	7 887	10 967
Dettes fiscales	1 998	11 018	12 694	8 973	5 812	582
Dettes sociales	873	1 991	2 015	1 545	1 497	1 066
Autres dettes	1 165	778	748	1 402	1 306	1 752
Trésorerie - Passif	6 036	4 502	231	9 341	17 330	14 098
<b>TOTAL PASSIF</b>	<b>70 758</b>	<b>101 886</b>	<b>107 695</b>	<b>98 989</b>	<b>108 137</b>	<b>116 663</b>

<b>INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES (en millions de FCFA)</b>	<b>31/12/2009</b>	<b>31/12/2010</b>	<b>31/12/2011</b>	<b>31/12/2012</b>	<b>31/12/2013</b>	<b>31/12/2014</b>
Capacité d'autofinancement (CAF)	11 560	36 831	51 510	27 242	18 008	1 805
Variation de BFR	7 774	22 182	474	-12 704	-1 037	-2 153
Investissements (I)	3 428	4 184	4 827	11 385	15 226	20 578
<b>Free Cash Flow (FCF) (1)</b>	<b>358</b>	<b>10 465</b>	<b>46 208</b>	<b>28 561</b>	<b>3 819</b>	<b>-16 620</b>
<b>Dettes financières nettes (2)</b>	<b>6 333</b>	<b>4 756</b>	<b>-1 935</b>	<b>8 956</b>	<b>13 243</b>	<b>33 259</b>

## Société Africaine de Plantations d'Hévéas (SAPH)

TAUX DE CROISSANCE - COMPTE DE RESULTAT (en %)	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Chiffre d'affaires (CA)	-28,0	85,5	38,7	-11,1	-10,0	-36,0
Production stockée (ou déstockage)	-246,6	-381,1	-95,7	-699,5	-140,8	-396,5
Production immobilisée	-22,9	43,6	31,3	185,0	38,6	31,3
Autres produits	1 455,9	-87,0	897,1	-44,3	32,9	67,4
PRODUITS D'EXPLOITATION	-30,8	98,9	32,9	-10,1	-7,0	-33,9
Achats de marchandises		31,7	1,2	-41,8	-100,0	0,0
Achats de matières premières et fournitures liées	-28,1	102,2	41,5	-9,9	-6,6	-38,5
Autres achats	-6,0	16,3	7,2	53,1	24,8	-0,1
Transports	9,0	-13,5	20,7	17,0	-11,3	3,2
Services extérieurs	-22,2	98,1	15,7	23,8	5,4	-13,3
Autres charges	79,1	31,7	-31,0	350,7	-41,5	245,7
VALEUR AJOUTEE	-43,7	140,3	31,8	-27,2	-18,4	-57,7
Impôts et taxes	24,5	-1,0	-7,2	981,3	-6,5	-78,0
Charges de personnel	6,1	8,2	5,2	10,0	16,9	-0,5
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBE)	-60,2	255,5	39,0	-47,8	-35,3	-89,2
Dotations aux amortissements et aux provisions	-5,5	-1,8	-1,9	7,5	6,5	23,0
Reprises de provisions		130,2	-99,9	7 446,6	101,4	-48,1
Transferts de charges	92,9	-0,5	-1,3	18,0	104,6	-2,6
RESULTAT D'EXPLOITATION	-65,8	350,2	38,0	-51,0	-40,0	-115,1
Résultat financier	-66,0	-429,6	575,1	-30,8	-145,2	328,7
Résultat hors activités ordinaires (H.A.O)	-22,5	-3,0	10,6	4,9	-100,8	-752,0
Impôt sur le résultat	-72,7	481,3	40,0	-48,7	-43,5	-96,2
RESULTAT NET	-68,5	416,9	40,3	-53,8	-34,9	-127,7

TAUX DE CROISSANCE - BILAN (en %)	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
Immobilisations incorporelles	-0,5	0,1	-0,5	1,0	-0,5	16,1
Immobilisations corporelles	-0,7	-0,9	1,9	26,2	29,0	28,5
Avances et acomptes versés sur immobilisations	-53,9	181,3	60,1	-84,0	104,5	35,2
Immobilisations financières	9,7	20,1	-10,2	13,7	-16,6	-30,4
Actif circulant H.A.O	0,0	0,0	-100,0	0,0	0,0	1,0
Stocks	-7,6	63,3	38,8	-0,4	-20,8	-26,7
Créances et emplois assimilés	36,7	171,0	-19,8	-47,9	15,0	24,4
Trésorerie - Actif	-9,4	-69,0	219,0	-69,4	439,2	-68,7
TOTAL ACTIF	2,1	44,0	5,7	-8,1	9,2	7,9
Capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Primes et réserves	96,0	-13,8	-27,8	35,3	53,7	28,2
Résultat net de l'exercice	-68,5	416,9	40,3	-53,8	-34,9	-127,7
Provisions réglementées et fonds assimilés	100,0	50,0	33,3	25,0	0,0	0,0
Dettes financières	-25,5	-63,7	-51,3	-17,7	-16,8	5 491,6
Dettes circulantes et ressources assimilées H.A.O	0,0	0,0	-100,0	0,0	0,0	1,0
Clients, avances reçues	263,6	279,3	-36,1	223,7	-93,0	1 103,4
Fournisseurs d'exploitation	-20,1	9,6	22,9	26,5	-0,3	39,1
Dettes fiscales	-70,5	451,4	15,2	-29,3	-35,2	-90,0
Dettes sociales	-5,9	128,1	1,3	-23,4	-3,1	-28,8
Autres dettes	41,1	-33,2	-3,9	87,5	-6,8	34,2
Trésorerie - Passif	101 887,2	-25,4	-94,9	3 937,2	85,5	-18,6
TOTAL PASSIF	2,1	44,0	5,7	-8,1	9,2	7,9

## Société Africaine de Plantations d'Hévéas (SAPH)

<b>RATIOS</b>	<b>31/12/2009</b>	<b>31/12/2010</b>	<b>31/12/2011</b>	<b>31/12/2012</b>	<b>31/12/2013</b>	<b>31/12/2014</b>
<b>Rentabilité</b>						
Marge de profit (RN/CA) en %	8,3	23,2	23,5	12,2	8,8	-3,8
Rotation des actifs (CA/TA) en %	106,9	137,6	180,6	174,7	143,9	85,4
Levier financier (TA/FP) en %	133,8	132,5	126,9	144,9	146,4	174,7
Retour sur fonds propres (RN/FP) en %	11,9	42,3	53,7	30,8	18,6	-5,7
ROA (RN/TA) en %	8,9	31,9	42,4	21,3	12,7	-3,3
Marge brute sur matières en %	55,7	55,1	52,2	52,0	51,7	54,8
Charges d'exploitation/Produits d'exploitation en %	86,8	70,2	68,7	83,0	89,0	102,5
<b>Liquidité</b>						
Ratio de liquidité générale (AC/PC) en %	332,3	320,1	295,9	245,9	277,5	278,9
Ratio de liquidité de l'actif (AC/TA) en %	41,4	60,9	60,5	51,8	42,5	36,4
Couverture des stocks (en jours d'achats)	178,2	143,9	141,1	156,0	132,3	157,7
Rotation des stocks (en nombre de fois / an)	2,0	2,5	2,6	2,3	2,7	2,3
Délais clients (en jours de CA) (3)	52,3	76,4	44,2	25,9	33,1	64,4
Délais fournisseurs (en jours de CA) (3)	18,4	10,9	9,6	13,7	15,2	33,0
<b>Flexibilité financière</b>						
Gearing (Dette financière/FP) en %	5,7	1,4	0,6	0,6	0,5	30,8
Couverture des charges d'intérêt (EBE/intérêts financiers)	48,0	227,0	801,0	108,4	42,8	2,3
Dette financière/EBE en %	22,8	2,3	0,8	1,3	1,7	856,4

## Notes

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

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

(3) Taux de TVA utilisé 20%

CAF = Capacité d'autofinancement

RN = Résultat Net

CA = Chiffre d'affaires

TA = Total Actif

FP = Fonds Propres

AC = Actif Circulant

PC = Passif Circulant

## Société Africaine de Plantations d'Hévéas (SAPH)

### Les autres publications de WARA

- Analyse: Servair Abidjan – Juin 2015
- Carte d'identité: Servair Abidjan – Juin 2015
- Analyse : PAD – Décembre 2014
- Carte d'identité : PAD – Décembre 2014
- Analyse : Filtisac SA – Septembre 2014
- Carte d'identité : Filtisac SA – Septembre 2014
- Analyse : CFAO Motors CI – Septembre 2014
- Carte d'identité : CFAO Motors CI – Septembre 2014
- Analyse : Groupe SIFCA – Juin 2014
- Carte d'identité : Groupe SIFCA – Juin 2014
- Analyse : SAPH – Mai 2014
- Carte d'identité : SAPH – Mai 2014
- Analyse: Onatel - Avril 2014
- Carte d'identité : Onatel - Avril 2014
- Analyse : Coris Bank - Février 2014
- Carte d'identité : Coris Bank - Février 2014
- Analyse : Filtisac SA – Novembre 2013
- Carte d'identité : Filtisac SA – Novembre 2013
- Analyse : CFAO Motors CI – Septembre 2013
- Carte d'identité : CFAO Motors CI – Septembre 2013
- Analyse : PAD – Juillet 2013
- Carte d'identité : PAD – Juillet 2013
- Analyse : Groupe SIFCA – Mai 2013
- Carte d'identité : Groupe SIFCA – Mai 2013
- Analyse : SAPH – Mars 2013
- Carte d'identité : SAPH – Mars 2013

Ces documents sont accessibles sur le site Internet de West African Rating Agency: [www.rating-africa.org](http://www.rating-africa.org)

## Société Africaine de Plantations d'Hévéas (SAPH)

© 2015 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 :**

**Christelle N'DOUA, Analyste Principale**

**Ndeye THIAW, Analyste Support**

**Landry TIENDREBEGO, Analyste Support**

