



Mai 2016

Table des matières

Notations	1
Evolution de la notation de long terme	1
Résumé	1
Analyse des Facteurs de Notation Intrinsèque	4
Carte des Scores	18
Facteurs de Support Externe	20
Données financières et ratios	21
Les autres publications de WARA	24

SERVAIR ABIDJAN

Côte d'Ivoire

BBB+/Positive/w-3

Notations

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

Evolution de la notation de long terme

WARA note Servair Abidjan depuis juin 2015. Cette notation a été **affirmée** en mai 2016 à **BBB+/Positive/w-3** sur l'échelle régionale de WARA.

Résumé

La notation de long terme de Servair Abidjan est 'BBB+' en devise régionale, soit deux crans en-dessous du plafond souverain ivoirien

WARA a assigné à Servair Abidjan la notation de long terme de **'BBB+'** en devise régionale. Cette notation se situe deux crans en-dessous du plafond souverain ivoirien, lequel s'établit –selon WARA– à 'A'. WARA a aussi assigné à Servair Abidjan la notation de court terme de **'w-3'**. La perspective attachée à cette notation est **positive**.

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

Analyste principale

Christelle N'DOUA

Tel: +225 22 50 18 44

Email : christelle.ndoua@rating-africa.org

Analyste support

Guy MBOCK

Tél : +225 22 50 18 44

SERVAIR ABIDJAN

La notation intrinsèque de Servair Abidjan, qui ne bénéficie d'aucun facteur de support externe, est de '**BBB+**' selon WARA, ce qui équivaut à un score pondéré total de **2,89/6,00** avec une légère différence défavorable de 0,07 point par rapport au score de l'année dernière, lequel s'établissait à 2,82. Ce score n'inclut aucun ajustement, ni à la hausse, ni à la baisse. Les scores assignés par WARA à Servair Abidjan incorporent le support opérationnel qu'apporte son actionnaire majoritaire, à savoir le Groupe Servair, troisième acteur mondial du *catering* aérien, ainsi que l'avantage important de sa marque.

Le Groupe Servair domine l'actionnariat de Servair Abidjan, avec 80% du capital. En 2015, FCP Ecobank est entré dans l'actionnariat de la société avec 5,66% et les 14,34% restants sont détenus par des petits porteurs par le biais de la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM), à la cote de laquelle Servair Abidjan est inscrite. Deux conventions lient Servair Abidjan au Groupe Servair. En l'espèce, la filiale ivoirienne du Groupe s'appuie sur une convention de marque et une convention de prestation de services, toutes deux rémunérées par la filiale ivoirienne.

WARA considère que l'importance stratégique de Servair Abidjan dans son Groupe est faible. En 2015, le Groupe a enregistré un chiffre d'affaires de 792 millions d'euros, soit 519,5 milliards de F CFA, tandis que la filiale ivoirienne a généré un chiffre d'affaires de 10,8 milliards de F CFA la même année. La contribution de Servair Abidjan aux revenus du Groupe se situe donc à 2,1%, ce que WARA considère comme faible. Par conséquent, la notation de long terme en devise régionale de Servair Abidjan (**BBB+**) ne bénéficie d'aucun cran de support externe.

La notation intrinsèque et de contrepartie de Servair Abidjan (**BBB+**) s'appuie essentiellement sur les facteurs suivants:

Points forts

- **Les perspectives de croissance sont très encourageantes**, en raison de l'amélioration du contexte économique et politique ivoirien, lequel favorise le décollage du trafic aérien;
- **La situation financière de Servair Abidjan est saine** : elle se caractérise par une rentabilité qui s'améliore, une rotation des actifs satisfaisante et un bas niveau de dette financière ;
- **Le support opérationnel du Groupe est un avantage indéniable**, par le truchement des conventions de marque et de prestation de services;
- **La stratégie de développement dans le segment hors-aérien est claire, judicieuse, exécutable et soutenable** : cette approche devrait apporter une forme de diversification opérationnelle nécessaire; et
- **Servair Abidjan se différencie de manière explicite par l'hygiène et la qualité**, ce qui est à même d'ériger (dans une certaine mesure) des barrières à l'entrée et de fidéliser sa très exigeante clientèle.

Points faibles

- **La meilleure attractivité du territoire ivoirien attise l'appétit des concurrents** : Servair Abidjan a dû concéder son activité de « *cleaning* », tout en essayant de conquérir de nouveaux marchés, ce qui suppose de nouvelles charges d'investissement;
- **La concentration du portefeuille de clients B2B sur un nombre limité de compagnies aériennes est très élevée** : deux compagnies contribuent aujourd'hui à près de la moitié de son chiffre d'affaires;

SERVAIR ABIDJAN

- **La performance financière passée de Servair Abidjan s'est avérée très volatile, ce qui suggère une très forte corrélation du modèle d'affaire de Servair Abidjan à la macroéconomie ivoirienne, pas encore totalement normalisée et toujours prône aux chocs; et**
- **La croissance si longtemps attendue génère une pression croissante sur les ressources humaines et l'outil de production.**

Perspective

La perspective attachée à la notation de Servair Abidjan est **positive**. WARA justifie cette perspective positive par le fait que la filiale ivoirienne du Groupe Servair devrait sans doute rester le leader ivoirien du catering aérien, quand bien même la concurrence devrait s'accroître à l'avenir. Sachant sa longue expérience dans le secteur, sa différenciation par la qualité et les bonnes perspectives de l'économie ivoirienne à moyen terme, WARA intègre dès à présent dans sa notation ses anticipations d'une meilleure performance financière de Servair Abidjan à l'avenir. En effet, le trafic aérien devrait continuer de progresser à un rythme soutenu sur la plateforme aéroportuaire de la capitale ivoirienne, générant davantage de volume pour Servair Abidjan, tandis que sa stratégie de développement hors-aérien devrait continuer à lui ouvrir de nouveaux marchés et améliorer sa diversification opérationnelle.

Une amélioration de la notation de Servair Abidjan est tributaire: i) d'une amélioration de l'environnement macroéconomique dans la sous-région en général, et en Côte d'Ivoire en particulier, ainsi que de la hausse du trafic aérien enregistré à Abidjan; ii) du succès de sa stratégie de diversification dans le segment hors-aérien, à même de réduire la concentration de son portefeuille de clients; et iii) de l'amélioration tendancielle des marges du restaurateur, tout en sachant que les prix facturés aux clients sont peu susceptibles d'ajustement à la hausse.

Une détérioration de la notation de Servair Abidjan serait la conséquence: i) d'une nouvelle crise politique, économique ou sanitaire impactant la Côte d'Ivoire; ii) d'une politique d'endettement trop agressive, considérée par WARA comme inadaptée à des métiers aussi fortement corrélés à la macroéconomie nationale; iii) de la hausse significative de ses charges, notamment relatives au personnel, à même de consumer les bénéfices susceptibles de provenir de ses investissements dans le développement hors-aérien; ou iv) d'une intensification prononcée de la pression concurrentielle, qu'elle soit spontanée ou bien organisée par la tutelle publique.

A titre de référence, WARA estime que la probabilité d'occurrence des scénarios favorables est *significativement* supérieure à celle des scénarios défavorables à moyen terme, ce qui signifie en d'autres termes que la notation actuelle de Servair Abidjan contient bien davantage de possibilités de rehaussement que de risques d'abaissement, modulo les contraintes inhérentes au plafond national en Côte d'Ivoire, que WARA maintient actuellement au niveau de 'A'.

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 reste en moyenne anormalement pauvre. Bien que l'incidence de la pauvreté ait reculé d'environ 51% en 2011 à 46% en 2015, près de la moitié de la population ivoirienne continue de vivre en-dessous du seuil de pauvreté. L'espérance de vie, quant à elle, est de 52 ans en moyenne. La pauvreté demeure un phénomène majoritairement rural, qui se manifeste dans les inégalités d'accès aux services essentiels et les disparités hommes-femmes ; ce phénomène nourrit les clivages entre groupes de revenu mais aussi entre les populations urbaine et rurale. 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 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 2015 est robuste, avec un taux de croissance réelle de 8,6%. L'inflation reste modérée à 1,2% en 2015. Les perspectives macroéconomiques pour 2016 et à moyen-terme demeurent positives, compte tenu de l'anticipation d'un taux de croissance vigoureux (8,5 % en 2016) accompagnée d'une faible inflation. 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.

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 infrastructures 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 des 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 désormais 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.

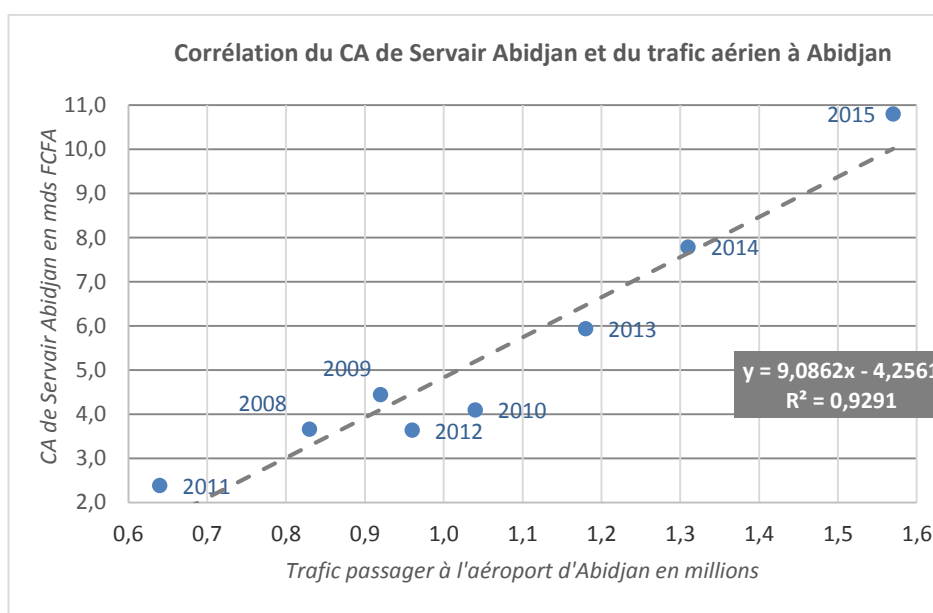
Cela dit, les risques de chocs à fort impact continuent d'exister. Le Président Ouattara a été réélu en octobre 2015, et la coalition entre le RDR et le PDCI devrait continuer de dominer l'Assemblée Nationale et le jeu institutionnel après les élections législatives de décembre 2016. Cela dit, le Président de la République a 74 ans et sa santé a été la source de quelques spéculations au cours des dernières années. 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'ouverture du procès de l'ancien Président Gbagbo, en janvier 2016. En dépit des mesures de prévention et l'absence de cas répertoriés 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).

SERVAIR ABIDJAN

Environnement sectoriel

Le marché des services aéroportuaires est fortement corrélé au trafic aérien, lequel est lui-même directement tributaire du degré de vitalité économique et de stabilité politique

A l'instar de toute autre plateforme aéroportuaire ouverte aux vols internationaux, celle d'Abidjan est intimement liée à son contexte politico-économique national. Comme le montre le graphique ci-dessous, le chiffre d'affaires de Servair Abidjan (exprimé en milliards de F CFA) est très fortement corrélé au nombre de passagers qui transitent par l'aéroport international d'Abidjan. Le taux de corrélation entre ces deux variables est de 96% à fin 2015. Ce trafic de passagers est lui-même tributaire de la vitalité économique du pays, qui dépend à son tour de sa stabilité politique. Par voie de conséquence, les troubles qui ont secoué la Côte d'Ivoire dans la décennie qui s'est achevée en 2012 ont puissamment contraint la performance financière de Servair Abidjan et retardé sa croissance.



L'avenir est sans doute beaucoup plus encourageant pour Servair Abidjan que son passé récent. En effet, l'aéroport d'Abidjan n'a retrouvé qu'en 2014 son niveau de trafic de passagers de 1999, soit 1,3 millions de voyageurs et a atteint environ 1,6 millions de passagers en 2015. Les projections les plus crédibles semblent indiquer que 2 à 2,3 millions de passagers devraient y transiter en 2020, ce qui devrait représenter une croissance considérable du chiffre d'affaires de Servair Abidjan (15 milliards de F CFA en 2020 en comparaison de 7,8 milliards en 2014 et 10,8 milliards en 2015). Le tableau ci-dessous retrace l'évolution du trafic et des revenus de Servair Abidjan entre 2008 et 2015, et présente les projections de WARA jusqu'en 2020.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
	Réel	Réel	Réel	Réel	Réel	Réel	Réel	Réel	Projeté	Projeté	Projeté	Projeté	Projeté
Trafic passager Abidjan en millions	0,83	0,92	1,04	0,64	0,96	1,18	1,31	1,57	1,63	1,76	1,89	2,07	2,22
Taux de croissance du trafic passager	--	11%	13%	-38%	50%	23%	11%	20%	4%	8%	7%	10%	7%
CA de Servair Abidjan en milliards de F CFA	3,66	4,44	4,09	2,38	3,64	5,94	7,78	10,80	12,60	12,98	13,36	14,60	15,04
Taux de croissance du CA de Servair Abidjan	--	21%	-8%	-42%	53%	63%	31%	39%	17%	3%	3%	9%	3%

SERVAIR ABIDJAN

Le régime de concessions appliqué à Abidjan rend les prestataires de services aéroportuaires dépendants de leur tutelle publique. En 1996, l'Etat ivoirien a concédé par appel d'offres l'exploitation de l'aéroport international Félix Houphouët-Boigny pour une durée de 15 ans à la société Aeria. Cette concession a été renouvelée par anticipation en 2010 pour une durée de 20 ans et prévoit des programmes d'investissement quinquennaux, ajustables en fonction de l'évolution du trafic et des perspectives de développement. A son tour, Servair Abidjan a renouvelé sa convention de concession avec Aeria le 1^{er} janvier 2012 pour 9 ans (soit jusqu'au 31 décembre 2020). A compter du 1^{er} janvier 2018, Servair Abidjan pourra soumettre à Aeria une demande d'autorisation pour une durée allant jusqu'au 31 décembre 2029. Cela dit, la tutelle publique accueille de nouveaux entrants au sein de la plateforme aéroportuaire, comme la société koweïtienne National Aviation Services (NAS), qui est en charge depuis Septembre 2015 de la concession de *cleaning* (nettoyage des cabines) jusque-là attribuée à Servair Abidjan. Ce transfert représente une perte de 8% du chiffre d'affaires pour Servair Abidjan.

Le marché reste concentré sur un nombre limité d'acteurs. L'aéroport international d'Abidjan est densément relié à l'Europe (notamment par le biais d'Air France) et au reste de l'Afrique de l'Ouest. L'aéroport est desservi par 26 compagnies aériennes, couvrant une quarantaine de destinations. L'aéroport international d'Abidjan est le hub de la compagnie nationale, Air Côte d'Ivoire, dans laquelle Air France (actionnaire du Groupe Servair) détient une participation minoritaire. Le nombre de compagnies et de destinations demeurant encore limité, les prestataires locaux comme Servair Abidjan font donc nécessairement face à des risques de concentration de leur portefeuille de clients. Dans le cas d'espèce de Servair Abidjan, en 2015, Air Côte d'Ivoire contribue à 35% de son chiffre d'affaires, tandis qu'Air France en représente 13%.

Le tableau ci-dessous présente les compagnies aériennes, clients réguliers de Servair Abidjan, à fin 2015. Cependant, nous notons un arrêt des activités avec SN Brussels en avril 2016, qui sera toutefois compensé par le développement du hors aérien, avec l'acquisition de nouveaux marchés dès le deuxième trimestre de la même année.

SERVAIR ABIDJAN

Compagnie aérienne	Destinations desservies	Client régulier de Servair
Air Algérie	Alger	x
Brussels Airlines	Bruxelles, Bamako, Cotonou, Monrovia	x
Air Burkina	Bobo Dioulasso, Ouagadougou	x
Camair-Co	Douala, Lagos	
Air Côte d'Ivoire	Accra, Bamako, Brazzaville, Conakry, Cotonou, Dakar, Douala, Freetown, Kinshasa, Libreville, Lomé, Niamey, Monrovia, N'Djamena, Ouagadougou, Pointe-Noire, Yaoundé, et lignes intérieures.	x
EgyptAir	Accra, Le Caire	x
CEIBA Intercontinental	Malabo	
Ethiopian Airlines	Addis-Abeba	x
Air France	Paris	x
Corsair	Paris	x
DHL	--	
Atlantic Airlines	Accra, Monrovia	
Kenya Airways	Nairobi	x
Middle East Airlines	Beyrouth	x
Cargolux	Accra	
Air Mali	Bamako	
Mauritania Airways	Nouakchott	
Royal Air Maroc	Brazzaville, Casablanca, Pointe-Noire (Congo)	x
Arik Air	Lagos	
RwandAir	Kigali	
Sénégal Airlines	Bamako, Brazzaville, Cotonou, Dakar, Douala, Libreville	
South African Airways	Accra, Johannesburg	
Emirates	Accra, Dubaï	x
Asky	Accra, Bamako, Brazzaville, Conakry, Lagos, Lomé, Pointe-Noire (Congo)	
Tunisair	Tunis	x
Turkish Airlines	Accra, Istanbul	x

Cela dit, le marché pertinent de Servair Abidjan ne se limite pas à la plateforme aéroportuaire de la capitale ivoirienne. Servair Abidjan est certes un concessionnaire majeur de la plateforme, un fournisseur important de la compagnie « basée » Air Côte d'Ivoire et un partenaire historique d'Air France. Cela dit, Servair Abidjan se pense avant tout comme un restaurateur, dont les compétences, le savoir-faire et l'agilité logistique ne sauraient se cantonner au contexte concentré, volatil et contraignant (quoique prometteur) de l'aéroport, mais mériteraient d'être exploités davantage au-delà des cabines d'aéronefs. WARA partage le point de vue de Servair Abidjan selon lequel, quand bien même les revenus extraits du *catering* aérien proprement dit devraient augmenter à un rythme soutenu, le segment hors aérien devrait lui aussi apporter une contribution significative à la croissance de l'entreprise.

SERVAIR ABIDJAN

Facteurs qualitatifs

Produits – Distribution – Marque

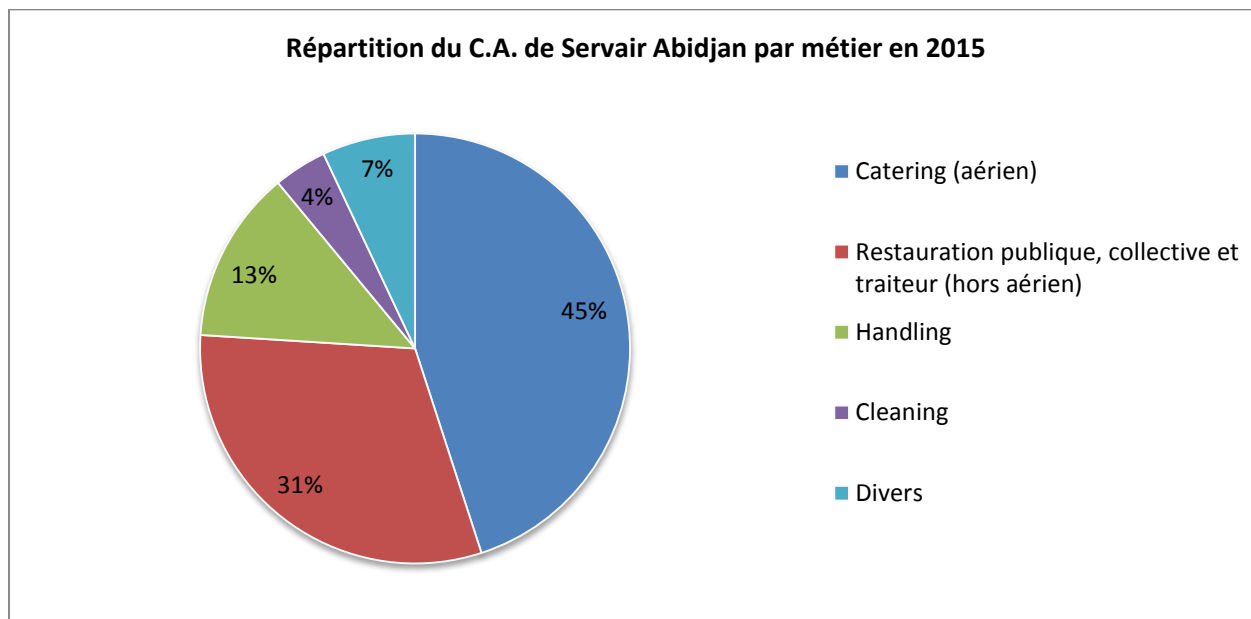
Un équipement vieillissant mais en rénovation, une expertise reconnue, et un niveau de qualité irréprochable constituent les principaux atouts de Servair Abidjan ; des risques de concentration sont sa faiblesse

Les deux lignes de métier et les deux champs d'intervention de Servair Abidjan demeurent déséquilibrés en termes de contribution au chiffre d'affaires : des efforts de diversification s'imposent. Le tableau suivant résume la matrice des métiers de Servair Abidjan :

			CHAMPS D'ACTION		
		Appellation	Définition	Aérien	Hors aérien
METIERS	Catering	<i>Restauration et prestations repas</i>	✓	✓	
	Handling	<i>Logistique et mise à bord</i>	✓		

Comme l'indique la répartition ci-dessous du chiffre d'affaires par métier en 2015, la restauration au sens large (tant le *catering* cabine que la restauration publique et collective dans le segment hors-aérien) représente 76% des revenus aujourd'hui. Avant sa concession, l'activité de *cleaning* a, quant à elle, réalisé un chiffre d'affaires modeste, qui ne représentait en définitive que 4% des revenus de 2015. La diversification opérationnelle de Servair Abidjan est encore limitée, d'autant plus que : i) dans ce métier, le segment aérien (fortement tributaire du trafic passager) continue de se tailler la part du lion, et ii) en termes de catering cabine, deux compagnies concentrent 48% du chiffre d'affaires de la société. Consciente de cette faiblesse qu'une décennie de troubles a contribué à aggraver, Servair Abidjan nourrit l'ambition de faire croître la contribution du segment hors-aérien à 50% du chiffre d'affaires à horizon 5 ans, et cette contribution est déjà passée de 20% en 2014 à 31% du chiffre d'affaires à fin 2015.

SERVAIR ABIDJAN



Sur ses deux segments, aérien et hors-aérien, Servair Abidjan poursuit, avec le support de son actionnaire majoritaire, une double logique de marque et de qualité :

- Dans le segment « aérien » : Servair Abidjan assure l'ensemble des prestations liées aux services à bord, en particulier l'élaboration des repas, leur confection, leur agencement. Servair Abidjan produit 12 000 plateaux-repas par semaine. C'est l'activité de « *catering* » proprement dite. Ensuite, Servair Abidjan se charge de l'acheminement des plateaux-repas, autrement leur logistique, avant leur mise à bord. C'est l'activité de « *handling* ». Servair Abidjan gère aussi certains des restaurants, bars, snacks et salons de la plateforme aéroportuaire d'Abidjan. Dans ces métiers et ce segment, Servair Abidjan applique les processus, les normes et les référentiels du siège, et affiche clairement et explicitement son alignement avec la marque Servair, ce qui constitue sans doute une barrière à l'entrée d'éventuels concurrents, pour l'instant inexistant sur la plateforme aéroportuaire d'Abidjan, à l'exception de National Aviation Services, qui a repris l'activité *cleaning*, attribuée à Servair Abidjan jusqu'à septembre 2015.
- Dans le segment « hors-aérien » : Servair Abidjan a développé un pôle de restauration collective, à destination des écoles, administrations et entreprises. Servair Abidjan peut prendre en charge la gestion de leur cantine et/ou cafétéria, en leur proposant un accompagnement sur mesure dans la conception de leur espace de restauration. Sous la marque Grain de Sel, Servair Abidjan propose aussi un service de traiteur, destiné à la restauration événementielle. Enfin, Servair Abidjan se développe dans le sous-segment de la restauration dite « maritime », qui consiste à fournir des prestations repas aux plateformes offshore et aux restaurants flottants. Dans ce segment, Servair Abidjan souhaite exporter sa longue et riche expertise de restaurateur en cabine vers le grand public, au sein de l'aéroport, mais aussi au-delà. En étant moins dépendant du trafic aérien et davantage de la consommation domestique, Servair Abidjan fait le pari du rebond de la croissance du pays, de l'enrichissement incrémental de sa classe moyenne, de l'évolution des habitudes de restauration vers plus de solutions collectives, et de la reconnaissance de sa marque par les consommateurs finaux. WARA estime que cette stratégie devrait en effet produire des effets positifs à moyen terme.

SERVAIR ABIDJAN

Gouvernance et Management

La direction de Servair Abidjan est assurée par une équipe très expérimentée, stable et rigoureuse. Sa vision stratégique, qui repose essentiellement sur le développement hors-aérien, est logique, et reçoit le soutien du Groupe Servair

Le management de Servair Abidjan, fort de sa longue expérience du secteur, articule une stratégie claire dont l'exécution dépendra des besoins de restauration collective dans la capitale ivoirienne. Compte tenu de la perte de l'activité de *cleaning* (que la tutelle d'Etat a transféré à un nouvel entrant sur la plateforme aéroportuaire d'Abidjan), l'équipe de direction ainsi que le Groupe Servair ont identifié la restauration publique et collective comme le principal relai de croissance, et n'a pas hésité à y allouer l'essentiel de sa capacité d'autofinancement, presque immédiatement après la fin du conflit ivoirien. Au demeurant, et outre le Directeur Général de Servair Abidjan, les trois expatriés français que le Groupe met à la disposition de sa filiale ivoirienne sont directement ou indirectement engagés dans cette stratégie : le responsable de production (autrement dit le chef cuisinier en charge de la préparation de tous les produits de restauration), le responsable du développement hors-aérien et la responsable de l'activité traiteur, sous la marque Grain de Sel. Tactiquement, la rénovation des points de vente au sein de l'aéroport de la capitale, appelés à recevoir davantage de passagers, devrait contribuer à attirer une clientèle nouvelle. En dehors de l'aéroport, Grain de Sel semble accroître sa notoriété, tandis que les entreprises et autres collectivités abidjanaises paraissent de plus en plus séduites par le concept des cantines, à l'instar de certains lycées étrangers et de la Banque Africaine de Développement. Servair Abidjan a poursuivi son développement dans le hors aérien avec la reprise des activités de restauration du Centre des Métiers de l'Electricité de Bingerville et la fourniture de marchandises et services à d'autres sociétés. Servair Abidjan souhaite prendre des parts de marché rapidement sur ce segment, avant que trop de concurrents, rassurés par la stabilisation durable du pays, ne viennent prendre pied dans la première économie de la sous-région.

WARA estime, qu'en termes de gouvernance et de management, le fait que le capital de Servair Abidjan soit majoritairement dominé par un groupe globalisé est un facteur positif pour sa notation. Le Groupe Servair domine en effet l'actionnariat de Servair Abidjan, avec 80% du capital. Deux conventions lient Servair Abidjan au Groupe Servair. En l'espèce, la filiale ivoirienne du Groupe s'appuie sur :

- Une convention de marque : par le biais de cette convention, Servair Abidjan est autorisée à exploiter la marque Servair, troisième acteur mondial du catering aérien. Cette convention prévoit une rémunération annuelle du Groupe à hauteur de 183 millions de F CFA
- Une convention de prestation de services : par cette convention, le Groupe fournit à sa filiale ivoirienne un certain nombre de services centralisés, notamment un appui aux achats de matières premières, des contrats de licence mondiaux avec les compagnies de l'alliance Skyteam, un degré d'assistance en termes de gestion des systèmes d'information et des ressources humaines (ce qui prévoit des cycles de formation et la mise à disposition à Abidjan de personnels expatriés du Groupe), ainsi qu'un certain soutien en matière de reporting comptable et financier. Cette convention prévoit une rémunération du Groupe à hauteur de 2% du chiffre d'affaires annuel hors taxe de sa filiale ivoirienne.

SERVAIR ABIDJAN

Positionnement concurrentiel

La qualité est le maître mot de Servair Abidjan : dans le catering aérien, c'est une exigence que la société s'impose sans parcimonie

Servair Abidjan adopte clairement une stratégie de différenciation par la qualité, assise sur une politique très stricte de zéro-défaut en matière de sécurité alimentaire. Le cœur du métier de Servair Abidjan reste le segment aérien. Dans les métiers de la restauration en général et dans le segment de la restauration aérienne en particulier, les exigences de qualité et d'hygiène à même de garantir une sécurité alimentaire irréprochable sont très élevées. Les compagnies aériennes et les référentiels internationaux applicables aux prestataires restaurateurs en cabine imposent des processus d'achat, de production, d'entreposage, d'acheminement et de mise à bord particulièrement rigoureux. Servair Abidjan se prévaut de ce niveau de qualité, qui suppose des coûts et une certaine pression sur les ressources, mais qui constitue aussi une barrière à l'entrée. Servair Abidjan assume ces coûts, qu'elle considère comme nécessaires au maintien des meilleures relations avec des compagnies aussi exigeantes et aussi cruciales pour sa croissance qu'Air France ou Air Côte d'Ivoire.

Sachant une pression concurrentielle encore limitée, Servair Abidjan compte s'appuyer sur l'accroissement soutenu des volumes pour asseoir son leadership domestique. Au demeurant, en matière de *catering* et de *handling*, Servair Abidjan n'a pas (encore) de concurrent local. C'est le seul acteur domestique, fort de sa légitimité historique, de son savoir-faire incontestable et de sa marque reconnue. Mécaniquement, davantage de trafic aérien à Abidjan signifie davantage de chiffre d'affaires pour Servair Abidjan. Bien que la société n'ait pas de concurrent basé à Abidjan, cela ne signifie pas que Servair Abidjan soit en situation de monopole : en effet, certaines compagnies aériennes pratiquent le « double emport », ce qui consiste à embarquer à partir de l'aéroport d'origine à la fois les prestations repas du vol aller vers Abidjan, mais aussi celles du vol retour d'Abidjan, tantôt en soute, tantôt en cabine et y gagnent un avantage avec la chute des cours du pétrole. La croissance rapide de l'économie ivoirienne signifie davantage d'incitations pour les éventuels concurrents à s'installer sur la plateforme aéroportuaire d'Abidjan. Cette évolution a déjà commencé : la société koweïtienne National Aviation Services (NAS) a créé une filiale à Abidjan, et a obtenu par le biais de l'Etat ivoirien le transfert de la concession de *cleaning*, qui jusqu'à septembre 2015, était attribuée à Servair Abidjan. Ce transfert représente une perte de 8% du chiffre d'affaires pour Servair Abidjan.

Des ressources importantes sont allouées au développement du « hors-aérien ». Le segment hors-aérien représente aujourd'hui environ 31% du chiffre d'affaires de Servair Abidjan contre 20% en 2014. Servair Abidjan amorce ainsi une phase importante de sa diversification et entend stabiliser cette proportion à 50% à plus long terme (au-delà de 5 ans). Une direction du développement hors aérien a d'ailleurs été créée à cet effet. La logique sous-jacente à cette décision stratégique validée par le Groupe repose sur un déploiement B2C (« *business-to-customer* ») de l'expertise B2B (« *business-to-business* ») de Servair Abidjan. Le restaurateur souhaite en d'autres termes toucher directement son public, et si possible en-dehors des cabines d'avion. Cela commence par la restauration dite « publique », i.e. les restaurants et salon de l'aéroport, qui sont rénovés, notamment le « Air Lounge Café » ouvert en avril 2015. Cela se poursuit par la restauration dite « collective », i.e. la gestion des cantines d'écoles et d'entreprise. Servair fournit d'ailleurs les deux lycées français d'Abidjan où les ventes de la société affichent une croissance remarquable, ainsi que le lycée américain. Servair Abidjan a également décroché le contrat de restauration du Centre des Métiers de l'Electricité de Bingerville (CME) et celui de la Banque Africaine de Développement, de retour à Abidjan après une longue parenthèse tunisienne. Servair Abidjan est aussi un traiteur avec sa marque Grain de Sel, de plus en plus visible dans la capitale ivoirienne. Son savoir-faire aérien, Servair Abidjan le déploie dans le secteur de l'avitaillement maritime, en acheminant des prestations repas sur les plateformes offshore telles que celles de Foxtrot dont Servair a la gestion depuis avril 2016.

SERVAIR ABIDJAN

Enfin, Servair Abidjan a procédé à l'ouverture de son premier Burger King en décembre 2015, le second ayant été ouvert à la fin du premier trimestre 2016, et se lance ainsi dans la conquête du marché africain du fast-food, appelé à se développer rapidement à mesure que la classe moyenne renforce son pouvoir d'achat et que les habitudes de consommation évoluent avec leur temps.

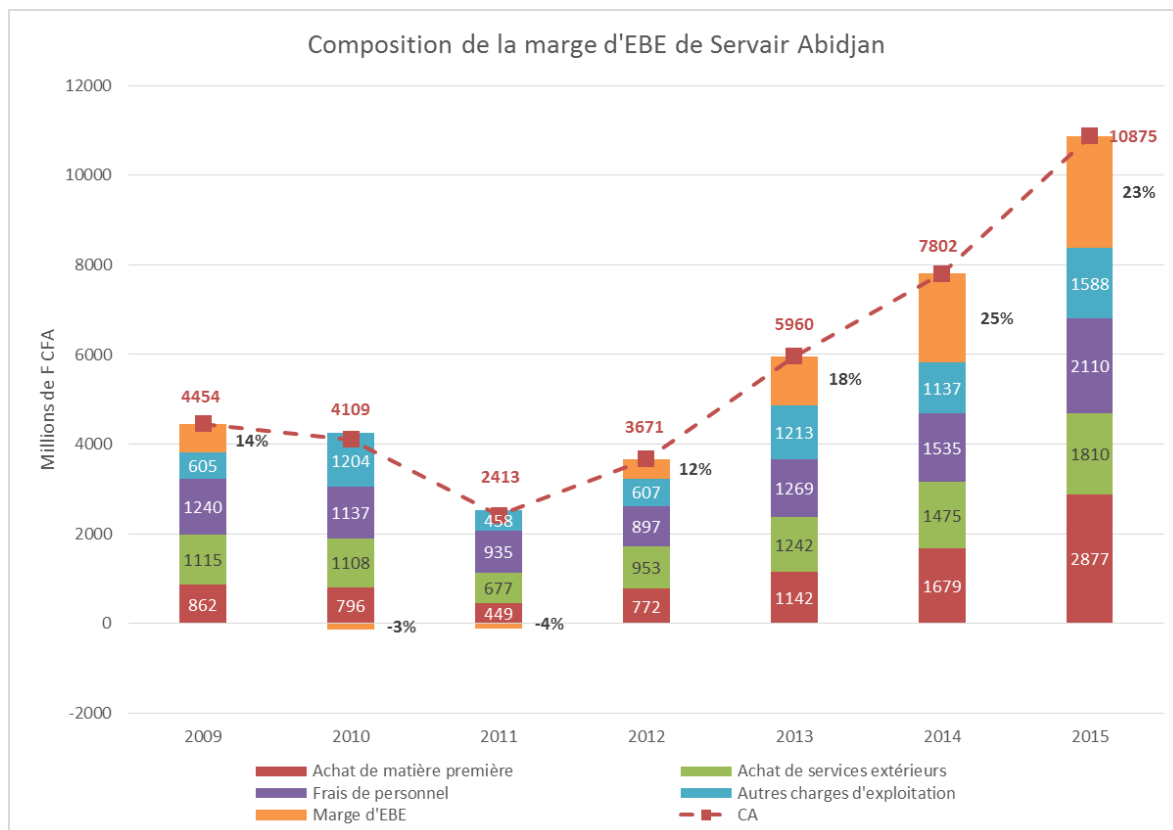
Facteurs quantitatifs

Rentabilité

La rentabilité de Servair Abidjan s'est considérablement améliorée depuis 2012 ; les marges devraient se stabiliser à un niveau élevé à moyen terme

Depuis 2012, la marge d'EBE de Servair Abidjan est positive et ne cesse de s'améliorer. La composition de l'EBE du caterer, reportée sur le graphe ci-dessous, fait apparaître quatre catégories de charges venant grever le chiffre d'affaires : i) les achats de matières premières, ii) les achats de services extérieurs (qui incluent le personnel intérimaire et stagiaire), iii) les frais de personnel et iv) les autres charges d'exploitation. Les deux premiers postes de dépense constituent des charges variables, tandis que les deux autres sont davantage assimilables à des charges quasi-fixes à haut degré de viscosité. Par conséquent, l'ajustement des charges à l'évolution du volume d'activité (sachant que les prix sont exogènes) ne peut pas être absolu, quand bien même les métiers de la restauration soient en général caractérisés par un haut degré de flexibilité des charges. Dans ce contexte, un autre attribut saillant (et positif) de la marge d'exploitation de Servair Abidjan réside dans le profil asymétrique de son EBE : en phase basse du cycle d'activité, l'amortisseur des charges variables limite la plongée de l'EBE dans des territoires excessivement négatifs (-4% étant le point le plus bas de la dernière décennie, enregistré en 2011), tandis qu'en phase haute du cycle, la marge positive peut atteindre jusqu'à 25% (en 2014). En 2015, la marge d'EBE reste positive et se stabilise à 23%. Cet effet cliquet des rendements à la hausse des volumes explique dans une large mesure la perspective positive attachée à la notation de Servair Abidjan.

SERVAIR ABIDJAN

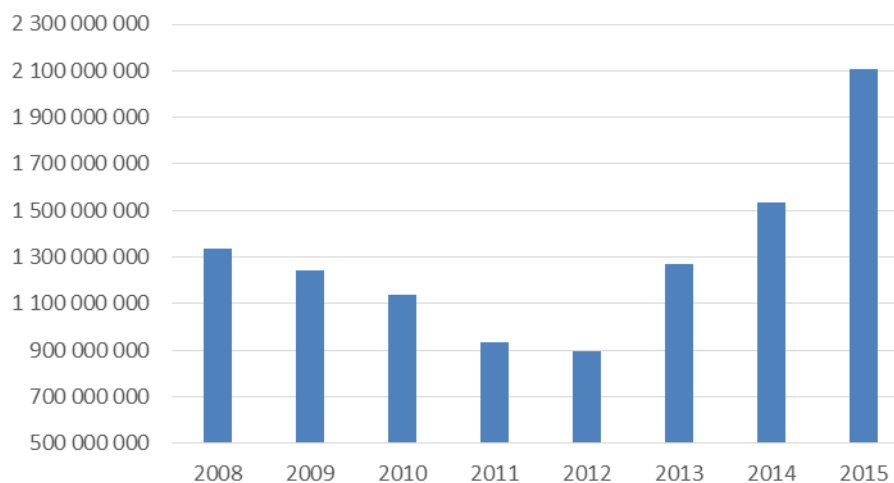


Par conséquent, Servair Abidjan devra prendre un soin particulier à maîtriser ses charges de personnel directes et indirectes. Comme souvent dans les métiers de la restauration, les personnels permanents et saisonniers absorbent une part significative de la marge d'exploitation. De surcroît, compte tenu du fait que :

i) Servair Abidjan a fait le choix d'une différenciation par la qualité qui suppose des quantités importantes de formation et des processus rigoureux, ii) les demandes sociales post-crise vont croissant à mesure que l'économie domestique rebondit, et iii) le jeu mécanique de l'ancienneté dans une entreprise où la loyauté est une composante essentielle de la culture, WARA prévoit que la marge d'exploitation devrait se stabiliser à l'avenir, sous l'effet de la nécessaire redistribution au facteur travail des fruits de la croissance attendue. WARA estime que le risque social devrait rester limité à moyen terme, compte tenu de la cohésion des équipes et de la culture collaborative de l'entreprise.

SERVAIR ABIDJAN

Evolution des charges de personnel (F CFA)



Au total, la rémunération des fonds propres se redresse de manière spectaculaire. Le retour sur fonds propres a atteint 44,5% en 2014, soit 10 points de plus qu'en 2009, pourtant considérée comme la dernière bonne année avant la crise. En 2015, le retour sur fonds propres s'affiche à 41,2%. La rotation des actifs est passée de 173,2% en 2014 à 128,3% en 2015, et le levier financier connaît une légère hausse en raison de la dette relative au financement des investissements, la marge de profit quant à elle, s'affiche à 14,7% contre 16,1% en 2014. En moyenne au cours des 3 prochaines années, WARA prévoit une croissance du résultat net de l'ordre de 15% par an : un ordre de grandeur de 10 points devrait provenir de la croissance des volumes sur la plateforme aéroportuaire d'Abidjan, et 5 points supplémentaires devraient être induits par la stratégie de diversification dans le segment hors-aérien. Concomitamment, WARA devrait aussi constater une baisse tendancielle du taux de corrélation de la performance financière de Servair Abidjan par rapport au trafic aérien : ce processus sera lent, mais il sera régulier.

Liquidité

La liquidité est satisfaisante : dans les métiers de la restauration, les stocks de produits finis connaissent une rotation élevée, financée par un endettement faible, mais en hausse au cours de 2015. Quoique largement amortis, les actifs fixes continuent d'immobiliser une part considérable du bilan

Le modèle économique de Servair Abidjan permet de générer un niveau cash-flow adéquat, à la cyclicité moyenne. La période estivale est davantage propice aux voyages aériens, tandis que l'activité hivernale est en général moins exubérante ; endéans l'année, la trésorerie est donc moyennement cyclique ; au-delà de l'horizon annuel, la croissance des volumes renforce la trésorerie de Servair Abidjan, aujourd'hui confortable (3,9 milliards de F CFA en valeur d'actif brute, soit 46% du bilan à fin 2015). Aussi la production de Servair Abidjan est-elle liquide, les stocks s'écoulant rapidement et sans tension sur les prix, lesquels sont en définitive l'apanage des compagnies aériennes elles-mêmes. Malgré les investissements attendus, notamment dans le secteur hors-aérien, WARA anticipe que la trésorerie de Servair Abidjan devrait continuer de se renforcer : le chiffre d'affaires a passé la barre symbolique des 10 milliards de F CFA en 2015 et devrait continuer de croître les prochaines années. La trésorerie d'actif brute devrait donc suivre cette même tendance.

SERVAIR ABIDJAN

Une décennie de difficultés chroniques en Côte d'Ivoire dégénérant en crise ouverte en 2011 a sapé la rentabilité de Servair Abidjan, et érodé sa trésorerie. Pendant la crise, la société a même dû renoncer à payer les salaires d'un semestre. Depuis lors, le délai de paiement client s'est raccourci, pour passer de 107 jours en 2011 à 50 jours en 2015, ce qui est d'autant plus confortable. C'est la raison pour laquelle Servair Abidjan a répercuté cette compression des délais clients sur ses fournisseurs, dont le paiement moyen est passé de 71 jours en 2011 à 27 en 2015, quand bien même la politique annoncée par la société prévoit un paiement des commandes livrées à 30-40 jours en principe.

Compte tenu de ces contraintes, Servair Abidjan a retardé ses investissements. Fort de ses fonds propres robustes et sans la pression de la dette, Servair Abidjan a fait des choix défensifs pendant la crise. Les équipes dirigeantes et des représentants du Groupe ont opté pour une présence physique permanente, tout en essayant de minimiser l'impact social du choc politique malgré la perte de 20% d'activité. Le Groupe a accepté de ne pas mettre les comptes sous pression, tout en entretenant l'outil de production et en maintenant des relations de proximité avec ses clients. Ce pari sur l'avenir et sur le fait que la crise serait en définitive courte quoiqu'intense s'est avéré le bon choix : Servair Abidjan est aujourd'hui prête à bénéficier du rebond spectaculaire de l'économie ivoirienne et de son aéroport, avec un outil de production en bon état, des équipes motivées, une position de leader domestique et l'effet d'entraînement des deux compagnies phares de la plateforme, à savoir Air Côte d'Ivoire et Air France.

Flexibilité financière

La flexibilité financière de Servair Abidjan a été impactée par l'emprunt relatif aux investissements, mais reste le facteur de notation quantitatif le plus décisif

Tout d'abord, la capacité d'autofinancement (CAF) de Servair Abidjan constitue sa principale force. Le rebond des volumes de vente depuis 2012 a généré un résultat net positif cumulé de plus de 3,6 milliards de F CFA, lequel se traduit en CAF cumulée sur quatre ans de 4,6 milliards et des « free cash flows » cumulés sur la même période de 1,9 milliard. Les besoins d'investissement de la société ont été couverts en partie par l'activité existante et récurrente de l'entreprise. Cette composante essentielle du profil financier de Servair Abidjan est le signal d'une situation saine (malgré les résultats volatils enregistrés au cours de la décennie achevée en 2012), et un facteur déterminant pour la notation de la société. La normalisation de la situation politique en Côte d'Ivoire signifie immédiatement et mécaniquement pour Servair Abidjan davantage de cash flows, et donc des perspectives renforcées d'autofinancement de ses investissements de développement, de diversification et de conquête hors-aérien.

Le taux d'endettement (*gearing*) de Servair a augmenté. Il s'établit à 69% à fin 2015 contre 15% l'année précédente, suite à l'emprunt contracté pour le financement des investissements. La dette reportée au passif est passée de 21% à 107% de l'EBE en 2015. Cependant, l'opinion positive de WARA en termes de flexibilité financière est adossée sur : i) la nature de court terme de l'endettement ; ii) sa destination (les achats de matières essentiellement) ; iii) l'effet de compensation mécanique, à l'actif, des stocks liquides et des créances recouvrables en 30-40 jours ; et iv) le niveau de l'EBE, qui s'est redressé de manière beaucoup plus rapide que l'appétit de Servair Abidjan pour la dette. Servair Abidjan bénéficie de puissantes capacités d'emprunts à moyen terme et de découverts non utilisés auprès de ses partenaires bancaires, ce qui tend à souligner i) la confiance que lui accordent ses bailleurs de fonds, et ii) la capacité de la société à mobiliser rapidement les sources de financement nécessaires, si la situation l'y invitait. WARA prévoit qu'à l'avenir, la proportion de la dette financière dans le passif devrait croître, à mesure que les perspectives d'investissement se précisent et que la stratégie de financement s'équilibre progressivement entre CAF et dette.

SERVAIR ABIDJAN

Davantage de rentabilité signifie davantage de dividendes... mais Servair Abidjan peut se le permettre, surtout après plus d'une décennie sans rémunération des fonds propres. WARA relève que les actionnaires n'ont pas exigé de rémunération pendant la période de crise, ce qui explique que la politique de dividendes soit agressive depuis 2013. Sur les résultats de 2014 (1 249 millions de FCFA), Servair Abidjan a versé 272,8 millions en dividendes, soit 22% ; sur les résultats de 2015 (1 582 millions de FCFA), le projet d'affectation prévoit un dividende de 545,6 millions de F CFA, soit 34%. Bien qu'élevés, ces versements n'affaiblissent pas, à notre avis, la capacité de Servair Abidjan à déployer ses projets d'expansion.

Carte des Scores

FACTEURS DE NOTATION INTRINSEQUE DES CORPORATES			Pondération	Score	Score pondéré
FACTEURS ENVIRONNEMENTAUX			25%	3,99	1,00
FNI.C1	Environnement macroéconomique	EM	10%	4,01	0,40
	<i>Maturité</i>		3%	5,00	0,15
	<i>Volatilité</i>		2%	4,60	0,09
	<i>Diversité</i>		2%	3,00	0,06
	<i>Soutenabilité</i>		3%	3,30	0,10
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%	3,50	0,28
	<i>Pression concurrentielle</i>		4%	3,00	0,12
	<i>Degré de maturité</i>		4%	4,00	0,16
FACTEURS QUALITATIFS			40%	2,80	1,12
FNI.C4	Produits - Distribution - Marque	PM	15%	2,73	0,41
	<i>Diversité des produits - Gamme</i>		5%	5,00	0,25
	<i>Distribution et parts de marché</i>		5%	2,00	0,10
	<i>Reconnaissance de la marque</i>		5%	1,20	0,06
FNI.C5	Gouvernance et management	GM	15%	2,73	0,41
	<i>Gouvernance idiosyncrasique</i>		5%	3,00	0,15
	<i>Qualité de la gestion stratégique</i>		5%	3,20	0,16
	<i>Qualité de l'exécution opérationnelle</i>		5%	2,00	0,10
FNI.C6	Positionnement concurrentiel	PC	10%	2,98	0,30
	<i>Compétitivité prix</i>		3%	4,00	0,12
	<i>Compétitivité hors-prix</i>		3%	3,00	0,09
	<i>Développement - Technologie - Innovation</i>		4%	2,20	0,09
FACTEURS FINANCIERS			35%	2,22	0,78
FNI.C7	Rentabilité	RE	10%	2,40	0,24
	<i>Marge de profit</i>		4%	3,00	0,12
	<i>Rotation des actifs</i>		3%	2,50	0,08
	<i>Levier financier</i>		3%	1,50	0,05
FNI.C8	Liquidité	LQ	10%	2,75	0,28
	<i>Liquidité des actifs</i>		5%	3,50	0,18
	<i>Refinancement et gestion de la liquidité</i>		5%	2,00	0,10
FNI.C9	Flexibilité financière	FF	15%	1,75	0,26
	<i>Couverture des intérêts par les cashflows</i>		8%	1,70	0,14
	<i>Dette en années de cashflows</i>		7%	1,80	0,13
SCORE PONDÉRÉ TOTAL				2,89	
AJUSTEMENT				0%	
SCORE PONDÉRÉ TOTAL AJUSTÉ				2,89	
NOTATION INTRINSÈQUE				BBB+	

SERVAIR ABIDJAN

SPTA		NI.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

SERVAIR ABIDJAN

Facteurs de Support Externe

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

SERVAIR ABIDJAN

Données financières et ratios

Servair Abidjan – Comptes sociaux aux normes comptables 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	31/12/2015
Chiffre d'affaires (CA)	4 441	4 091	2 384	3 638	5 937	7 783	10 798
Production stockée (ou déstockage)	0	0	0	0	0	0	0
Production immobilisée	0	0	0	0	0	0	0
Autres produits	13	18	30	33	23	19	76
PRODUITS D'EXPLOITATION	4 454	4 109	2 413	3 671	5 960	7 802	10 875
Achats de marchandises	0	0	0	0	0	0	0
Achats de matières premières et fournitures liées	-862	-796	-449	-772	-1 142	-1 679	-2 877
Autres achats	-364	-342	-254	-317	-502	-647	-992
Transports	-37	-40	-36	-58	-55	-52	-69
Services extérieurs	-1 115	-1 108	-677	-953	-1 242	-1 475	-1 810
Autres charges	-55	-641	-84	-105	-136	-168	-212
VALEUR AJOUTEE	2 021	1 182	913	1 466	2 882	3 782	4 914
% CA	45,5%	28,9%	38,3%	40,3%	48,5%	48,6%	45,5%
Impôts et taxes	-150	-181	-84	-128	-519	-271	-315
Charges de personnel	-1 240	-1 137	-935	-897	-1 269	-1 535	-2 110
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBE)	631	-136	-105	442	1 094	1 976	2 490
% CA	14,2%	-3,3%	-4,4%	12,2%	18,4%	25,4%	23,1%
Dotations aux amortissements et aux provisions	-240	-140	-118	-198	-163	-285	-339
Reprises de provisions	60	21	130	24	11	6	29
Transferts de charges	35	8	0	0	0	0	0
RESULTAT D'EXPLOITATION	486	-247	-94	268	942	1 697	2 180
% CA	10,9%	-6,0%	-3,9%	7,4%	15,9%	21,8%	20,2%
Résultat financier	-30	7	-2	1	2	13	-41
Résultat hors activités ordinaires (H.A.O)	0	2	59	6	1	3	1
Impôt sur le résultat	-15	-15	-12	-90	-294	-463	-558
RESULTAT NET	441	-253	-48	185	651	1 249	1 582
% CA	9,9%	-6,2%	-2,0%	5,1%	11,0%	16,1%	14,7%

BILAN (en millions de FCFA)	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015
Charges immobilisées	28	27	19	10	2	0	0
Immobilisations incorporelles	0	0	0	2	1	17	29
Immobilisations corporelles	816	862	784	851	984	1 308	2 152
Avances et acomptes versés sur immobilisations	9	0	0	0	0	0	0
Immobilisations financières	36	86	74	58	47	46	68
Actif circulant H.A.O	0	0	0	0	0	0	0
Stocks	75	125	105	198	340	295	467
Créances et emplois assimilés	1 167	834	850	779	1 080	1 579	1 811
Trésorerie - Actif	394	145	196	348	727	1 248	3 889
TOTAL ACTIF	2 524	2 079	2 028	2 247	3 181	4 493	8 415
Capital	1 364	1 364	1 364	1 364	1 364	1 364	1 364
Primes et réserves	-511	-70	-323	-372	-186	192	895
Résultat net de l'exercice	441	-253	-48	185	651	1 249	1 582
Provisions réglementées et fonds assimilés	0	0	0	0	0	0	0
Dettes financières	367	373	244	290	297	416	2 668
Dettes circulantes et ressources assimilées H.A.O	0	0	0	0	0	0	0
Clients, avances reçues	0	0	0	0	0	0	0
Fournisseurs d'exploitation	599	422	563	529	513	490	970
Dettes fiscales	92	85	49	129	380	572	719
Dettes sociales	74	65	65	54	85	129	184
Autres dettes	77	70	71	53	61	64	6
Trésorerie - Passif	22	22	43	14	16	16	27
TOTAL PASSIF	2 524	2 079	2 028	2 247	3 181	4 493	8 415

SERVAIR ABIDJAN

INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES (en millions de FCFA)	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015
Capacité d'autofinancement (CAF)(+)	621	-137	-120	353	802	1 526	1 891
Variation de BFR(-)	-894	83	108	4	168	238	220
Investissements (I)(-)	-204	197	41	168	257	494	1 121
Free Cash Flow (FCF) (1)	1 719	-417	-269	181	377	794	550
Dettes financières nettes (2)	-6	250	92	-45	-414	-816	-1 194

TAUX DE CROISSANCE - COMPTE DE RESULTAT (en %)	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015
Chiffre d'affaires (CA)	21,5	-7,9	-41,7	52,6	63,2	31,1	38,7
Production stockée (ou déstockage)	--	--	--	--	--	--	--
Production immobilisée	--	--	--	--	--	--	--
Autres produits	-51,5	39,3	64,4	11,3	-30,3	-17,7	304,2
PRODUITS D'EXPLOITATION	20,9	-7,7	-41,3	52,1	62,4	30,9	39,4
Achats de marchandises	--	--	--	--	--	--	--
Achats de matières premières et fournitures liées	12,7	-7,7	-43,6	72,0	47,9	47,0	71,4
Autres achats	22,1	-5,9	-25,8	25,0	58,5	28,8	53,4
Transports	2,4	9,3	-10,6	59,9	-4,3	-6,8	32,8
Services extérieurs	32,2	-0,6	-38,9	40,7	30,4	18,7	22,8
Autres charges	27,0	1 063,0	-86,9	24,8	30,5	23,2	26,0
VALEUR AJOUTEE	19,1	-41,5	-22,7	60,5	96,5	31,2	29,9
Impôts et taxes	-5,5	20,8	-53,5	51,5	306,7	-47,8	16,3
Charges de personnel	-7,0	-8,3	-17,8	-4,1	41,5	21,0	37,4
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBE)	207,9	-121,5	-22,4	-519,0	147,5	80,6	26,0
Dotations aux amortissements et aux provisions	40,6	-41,7	-15,5	67,6	-17,5	74,6	18,7
Reprises de provisions	--	-64,6	513,9	-81,2	-55,2	-41,5	356,7
Transferts de charges	--	-77,6	-100,0	--	--	--	--
RESULTAT D'EXPLOITATION	521,6	-150,8	-62,0	-386,4	250,8	80,2	28,5
Résultat financier	-2 014,2	-121,6	-129,7	-157,4	110,6	431,3	-428,1
Résultat hors activités ordinaires (H.A.O)	-821,0	358,4	2 769,0	-89,5	-79,7	108,3	-48,2
Impôt sur le résultat	0,0	0,0	-18,6	640,6	225,5	57,2	20,6
RESULTAT NET	581,5	-157,4	-80,9	-482,7	251,2	91,9	26,7

TAUX DE CROISSANCE - BILAN (en %)	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015
Charges immobilisées	206	-3	-31	-46	-85	-100	0,0
Immobilisations incorporelles	-90,2	-100,0	--	--	-52,2	1 788,6	74,3
Immobilisations corporelles	8,1	5,7	-9,1	8,5	15,7	32,9	64,5
Avances et acomptes versés sur immobilisations	--	-100,0	--	--	--	--	--
Immobilisations financières	-0,1	140,3	-14,1	-21,5	-18,6	-2,1	47,1
Actif circulant H.A.O	--	--	--	0,0	0,0	1,0	2,0
Stocks	-11,4	67,9	-15,8	88,5	71,2	-13,1	58,0
Créances et emplois assimilés	135,2	-28,5	2,0	-8,4	38,6	46,1	14,7
Trésorerie - Actif	7,6	-63,4	35,5	77,9	108,7	71,6	211,6
TOTAL ACTIF	44,2	-17,7	-2,4	10,8	41,6	41,2	87,3
Capital	-21,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Primes et réserves	-64,5	-86,3	361,3	15,0	-49,9	-203,0	366,7
Résultat net de l'exercice	580,3	-157,4	-80,9	-482,7	251,2	91,9	26,7
Provisions réglementées et fonds assimilés	--	--	--	--	--	--	--
Dettes financières	19,8	1,7	-34,5	18,8	2,4	40,0	541,0
Dettes circulantes et ressources assimilées H.A.O	--	--	--	0,0	0,0	1,0	2,0
Clients, avances reçues	--	--	--	--	--	--	--
Fournisseurs d'exploitation	48,1	-29,5	33,3	-6,0	-2,9	-4,5	98,0
Dettes fiscales	-0,5	-7,8	-42,1	163,3	193,8	50,5	25,6
Dettes sociales	-0,3	-11,8	-0,9	-16,9	58,2	51,5	42,4
Autres dettes	-84,7	-8,5	0,6	-24,8	14,3	5,7	-91,2
Trésorerie - Passif	23,9	0,0	98,6	-68,5	15,7	-0,7	72,1
TOTAL PASSIF	44,2	-17,7	-2,4	10,8	41,6	41,2	87,3

SERVAIR ABIDJAN

RATIOS	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015
Rentabilité							
Marge de profit (RN/CA) en %	9,9	-6,2	-2,0	5,1	11,0	16,1	14,7
Rotation des actifs (CA/TA) en %	175,9	196,8	117,5	161,9	186,6	173,2	128,3
Levier financier (TA/FP) en %	195,1	199,7	204,3	190,8	174,0	160,2	219,0
Retour sur fonds propres (RN/FP) en %	34,1	-24,3	-4,9	15,7	35,6	44,5	41,2
ROA (RN/TA) en %	17,5	-12,2	-2,4	8,2	20,5	27,8	18,8
Marge brute sur matières en %	80,6	80,5	81,1	78,7	80,7	78,3	73,3
Charges d'exploitation/Produits d'exploitation en %	89,3	106,0	103,7	92,7	84,2	78,3	80,0
Liquidité							
Ratio de liquidité générale (AC/PC) en %	147,4	149,1	127,8	127,7	136,6	149,2	121,2
Ratio de liquidité de l'actif (AC/TA) en %	49,2	46,1	47,1	43,5	44,6	41,7	27,1
Couverture des stocks (en jours d'achats)	31,1	56,6	84,4	92,5	107,1	63,3	58,4
Rotation des stocks (en nombre de fois / an)	11,6	6,4	4,3	3,9	3,4	5,7	6,2
Délais clients (en jours de CA) (3)	78,8	61,1	107,0	64,3	54,6	60,8	50,3
Délais fournisseurs (en jours de CA) (3)	40,4	31,0	70,8	43,6	25,9	18,9	27,0
Flexibilité financière							
Gearing (Dettes financières/FP) en %	28,3	35,8	24,6	24,6	16,3	14,8	69,4
Couverture des charges d'intérêt (EBE/intérêts financiers)	15,4	-27,6	-28,8	180,0	436,3	2 943,8	32,3
Dettes financières/EBE en %	58,1	-274,1	-231,5	65,6	27,2	21,1	107,1

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

Les autres publications de WARA

- *Carte d'identité Servair Abidjan – Mai 2016*
- *Analyse Microcred Sénégal – Mars 2016*
- *Carte d'identité Microcred Sénégal – Mars 2016*
- *Analyse Port Autonome de Dakar – Février 2016*
- *Carte d'identité Port Autonome de Dakar – Février 2016*
- *Analyse Total Sénégal – Novembre 2015*
- *Carte d'identité Total Sénégal- Novembre 2015*
- *Analyse Filtisac SA – Octobre 2015*
- *Carte d'identité Filtisac SA – Octobre 2015*
- *Analyse ONATEL – Août 2015*
- *Carte d'identité ONATEL- Août 2015*
- *Analyse SIFCA – Juillet 2015*
- *Carte d'identité SIFCA – Juillet 2015*
- *Analyse CFAO Motors CI – Juillet 2015*
- *Carte d'identité CFAO Motors CI – Juillet 2015*
- *Analyse-SAPH- Juillet 2015*
- *Carte d'identité - SAPH- Juillet 2015*
- *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*

SERVAIR ABIDJAN

- *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 Africa Rating Agency: www.rating-africa.org

© 2016 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.

SERVAIR ABIDJAN

Auteurs :

Anouar HASSOUNE, Président du Groupe Normes & Méthodes

Christelle N'DOUA, Analyste principale

Guy MBOCK, Analyste support

