



Août 2016

### Table des matières

Notations	1
Evolution de la notation de long terme	1
Résumé	1
Analyse des Facteurs de Notation Intrinsèque	5
Carte des Scores	15
Facteurs de Support Externe	17
Données financières et ratios	18
Les autres publications de WARA	21

## Filtisac SA

Côte d'Ivoire

**A/Stable/w-3**

### Notations

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

### Evolution de la notation de long terme

**WARA note Filtisac depuis Novembre 2013.** Cette notation a été **améliorée** en août 2016 à **A/Stable/w-3** sur l'échelle régionale de WARA.

### Résumé

*La notation de long terme de Filtisac passe de « A- » à « A » en devise régionale, soit le même niveau que le plafond souverain ivoirien*

WARA a amélioré la notation de long terme en devise régionale de Filtisac SA (Filtisac) à 'A'. Cette notation se situe au même niveau que le plafond souverain ivoirien. WARA a aussi affirmé la notation de court terme de Filtisac à '**w-3**'. La perspective attachée à cette notation est **stable**.

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

**Analyste principal**  
Issa YOMENOU

**Analyste support**  
Landry DAMOU

**Contacts WARA**  
Tél : +225 22 50 18 44 / +225 33 825 72 22  
Email : [infos@rating-africa.org](mailto:infos@rating-africa.org)

## Filtisac SA

La notation intrinsèque de Filtisac, qui ne bénéficie d'aucun facteur de support externe, est de '**A**' selon WARA, ce qui équivaut à un score pondéré total de **2,43/6,00** par rapport au score pondéré total avant ajustement de 2,55. Le score pondéré total avant ajustement s'est amélioré de 0,09 point par rapport à la revue précédente, en date d'octobre 2015. Le score pondéré final de Filtisac contient un ajustement favorable de **-5%**, reflétant l'assistance permanente que reçoit Filtisac de son actionnaire de référence, Industrial Promotion Services West Africa (IPS WA), une holding opérationnelle affiliée à l'AKFED.

**Le Groupe Aga Khan domine l'actionnariat de Filtisac**, avec au moins 46% du capital, répartis entre 2 entités : Aga Khan Fund for Economic Development (AKFED) et IPS WA. IPS WA, contrôlée par l'AKFED, n'est actionnaire de Filtisac qu'à hauteur de 10%, mais se positionne comme son actionnaire de référence. IPS WA, holding opérationnelle, fournit en effet à Filtisac et à ses filiales une assistance importante en matière i) de gestion financière, ii) de contrôle opérationnel et de gestion, iii) d'outils informatiques, iv) d'audit interne, v) d'affaires juridiques, et vi) de gestion des ressources humaines. Cela permet de mutualiser certains coûts et d'harmoniser l'organisation opérationnelle et la conduite stratégique de Filtisac. Cette assistance fait l'objet d'une série de conventions rémunérées avec certaines entités contrôlées par l'AKFED, notamment IPS WA. AKA Investment Trust, IAD Stiftung et Manoa Ltd. (qui détiennent ensemble 13% du capital de Filtisac) sont des structures ayant des relations privilégiées avec l'AKFED.

La notation de long terme en devise régionale de Filtisac (**A**) ne bénéficie d'aucun cran de support externe. La notation intrinsèque et de contrepartie de Filtisac (**A**) s'appuie essentiellement sur les facteurs suivants :

#### Points forts

- **La position de leader de Filtisac sur le marché de l'emballage en Afrique francophone.** Un des fleurons de l'industrie manufacturière ivoirienne, Filtisac continue d'être l'acteur majeur dans la région en matière de sacs et d'emballages rigides. A fin 2015, Filtisac détient 30% des parts de marché des sacs en fibres synthétiques en Côte d'Ivoire. En particulier, le secteur cotonnier reste dynamique en Afrique de l'Ouest. En matière d'emballages rigides, malgré une concurrence accrue marquée par des importations frauduleuses des pays voisins (Ghana, Benin, Togo) et d'Afrique du Nord (Tunisie, Maroc), les investissements, tels que la mise en œuvre d'une ligne de production pour les bouchons, alimentent de bonnes perspectives de croissance.
- **Une saine gouvernance de la société, forte d'une vision claire et d'une stratégie de différenciation par la qualité, soutenue par un programme d'investissement et d'optimisation des coûts ambitieux.** L'assistance permanente de son actionnaire de référence, IPS WA, et l'expertise de son équipe dirigeante constituent des atouts majeurs en matière d'exécution de sa stratégie de reconquête.
- **La demande pour les produits d'emballage devrait continuer de croître dans la région.** L'Afrique de l'Ouest est une région essentiellement agricole, qui aura encore longtemps besoin de sacs en jute et en fibres synthétiques, difficilement substituables. En outre, l'émergence d'une classe moyenne qui modifie ses habitudes de consommation, et l'industrialisation croissante de la région devraient sous-tendre la généralisation spectaculaire des emballages rigides.
- **Filtisac se prévaut d'un bon degré de diversification, tant en matière de mix produit qu'en terme de couverture géographique.** Les produits de Filtisac, i.e. les sacs en jute, les sacs en fibres synthétiques et les emballages rigides (les préformes, les bouteilles proprement dites, les flacons, les jerrycans, les bidons, certains tubes et les bouchons), couvrent de larges besoins d'emballage,

## Filtisac SA

dans une grande partie de l'Afrique francophone. La fabrication du « bigbag » représente aussi une opportunité intéressante pour Filtisac, puisqu'elle sera la seule usine en Afrique à le produire, répondant ainsi à une demande de plus en plus explicite.

- **Sur le plan financier, Filtisac se caractérise par un niveau robuste de liquidité et un endettement modéré.** Ses fonds propres sont élevés et lui permettront de financer sans difficulté ses éventuels investissements futurs. La société a récemment mis l'accent sur l'amélioration de son BFR, lequel a connu une compression spectaculaire, ce qui en retour renforce la position nette de trésorerie, positive à partir de 2015. Sa rentabilité s'est améliorée, grâce à la rationalisation des coûts, de nombreux gains de productivité et un meilleur taux d'utilisation de la capacité de production.

### Points faibles

- **Un environnement régional souvent instable tant économiquement que politiquement, malgré son potentiel de croissance important.** La Côte d'Ivoire est en plein rattrapage, mais le Mali, le Burkina Faso et la Guinée Bissau restent fragiles, quoique pour des raisons différentes.
- **La concurrence est intense.** De petits producteurs locaux et de nombreux importateurs déployant une concurrence par les prix pour des produits de moins bonne qualité ont comprimé les parts de marché de Filtisac, forçant l'entreprise à se différencier davantage par la qualité et à accélérer son avantage technologique. La priorité est donnée aux emballages rigides et aux emballages synthétiques, où les opportunités sont les plus prometteuses et la compétitivité de l'entreprise protégée par la barrière de l'investissement technologique.
- **La sacherie est un métier mature, où les marges sont modestes, et où la dépendance aux cours des matières premières reste importante.** Notamment, le prix du jute est soumis à des fluctuations saisonnières et à une certaine volatilité, une contrainte d'autant plus inconfortable que Filtisac s'approvisionne majoritairement au Bangladesh. Les fibres synthétiques, elles, sont fabriquées en polymères dérivés de la pétrochimie et dépendent donc des cours du pétrole.

### Perspective

La perspective attachée à la notation de Filtisac est révisé de **positive à stable**. WARA justifie cette perspective stable par le fait que Filtisac restera sans aucun doute l'acteur dominant sur le marché ouest-africain de la sacherie et de l'emballage, quand bien même la concurrence devrait s'accroître à l'avenir.

**Une amélioration de la notation de Filtisac 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 du développement des filières agricoles en Afrique francophone ; ii) d'une amélioration de la trésorerie nette de l'entreprise, corollaire de la maîtrise durable de son BFR; et iii) du maintien de sa compétitivité prix et hors-prix, malgré l'intensification de la concurrence.

**Une détérioration de la notation de Filtisac serait la conséquence:** i) d'une nouvelle crise politique ou sanitaire impactant la Côte d'Ivoire ou la sous-région; ii) d'une perte significative de parts de marché sur son marché domestique et/ou sous régional; iii) de la hausse significative de ses charges, notamment relatives aux achats de matières premières, à même de consumer les bénéfices susceptibles de provenir de ses

## Filtisac SA

investissements technologiques; ou iv) d'une demande pour les emballages rigides inférieure aux prévisions de moyen terme.

A titre de référence, WARA estime que la probabilité d'occurrence des scénarios favorables est *significativement égale* à celle des scénarios défavorables à moyen terme, ce qui signifie en d'autres termes que la notation actuelle de Filtisac contient autant 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 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 52 ans. Le PIB par habitant a franchi la barre symbolique des 1000 USD en 2008 et se situerait autour de 1400 USD en 2015. 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 2015 est robuste, avec un taux de croissance de 8,5%.

L'inflation reste toujours modérée à 1,3% en 2015 malgré une légère hausse par rapport à 2014 (0,9%). 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.

## Filtisac SA

**Environnement opérationnel**

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

**Les indices de développement humain sont bas en Côte d'Ivoire**, ce qui reflète de fortes inégalités, notamment en matière d'accès à l'éducation et à la formation professionnelle. Le taux d'alphabétisation est faible, guère plus de 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.

**La relance du secteur agricole ivoirien est portée en majorité par la croissance des investissements dans les infrastructures en milieu rural, les efforts de diversification des spéculations pour réduire la dépendance au cacao.** Le secteur agricole peu intensif, d'un point de vue technologique demeure vulnérable à des chocs exogènes, notamment aux variations climatiques inattendues. Par exemple, le phénomène El Niño a engendré un climat plus sec en Afrique de l'Ouest ainsi qu'une baisse de la production agricole en général. Ainsi, 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 est 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.** Suite à l'élection du Président Ouattara en octobre 2015, la coalition entre le RDR et le PDCI, malgré quelques sursauts de tensions, 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 74 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 bien que des mouvements de protestations sporadiques ont été enregistrés pour critiquer le fait que des sympathisants de l'ex-président Laurent Gbagbo aient reçu des sentences très lourdes. Le climat social paraît plus apaisé, malgré l'ouverture du procès de l'ancien Président Gbagbo, en novembre 2015 et la décision de boycott du vote présidentiel des partisans du Front Populaire Ivoirien (FPI) qui a eu comme conséquence un faible taux de participation de vote de 54,6% (comparé à 80% en 2010). En outre, en dépit

## Filtisac SA

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).

**Environnement sectoriel**

*Le marché des sacs en jute et des sacs synthétiques subit la concurrence accrue des importations provenant de la sous-région et de l'Afrique du Nord, mais Filtisac maintient une place prédominante ; le segment des emballages rigides est en pleine croissance.*

La Côte d'Ivoire occupe une place centrale dans la fabrication de produits d'emballage souples et rigides dans la sous-région.

**Le marché de l'emballage en jute est un marché mature caractérisé par des volumes importants et une rentabilité en amélioration ; ce segment offre encore des perspectives de croissance stable, fortement corrélée aux filières agricoles du café, du cacao, et de l'anacarde (ou noix de cajou).** La soutenabilité de la demande locale et régionale pour les sacs en jute est due à l'absence d'un véritable produit de substitution pour l'emballage des produits agricoles : les sacs tissés en polypropylène ou polyéthylène ne procurent pas la perméabilité suffisante pour ces graines très sensibles aux taux d'humidité. Aussi le standard international reste-t-il le sac de jute de 50 kilogrammes, qui fournit un équilibre optimal entre la résistance, la perméabilité et le prix. Filtisac achète sa matière première, la fibre naturelle de jute, au Bangladesh, deuxième producteur et premier exportateur mondial de fibres de jute. Pour améliorer la rentabilité de ce segment, Filtisac intègre de plus en plus de fils tissés (achetés en Inde et au Bangladesh) dans la fabrication de ses sacs, et par conséquent enregistre des économies de coûts de tissage, par réduction de la masse salariale. L'incorporation de fils tissés dans la production va se faire en deux phases : 34% au cours de la première phase en 2015 et 70% au cours de la seconde phase en 2016. L'Etat ivoirien représente le principal client pour les sacs en jute de Filtisac, ce qui est un facteur de stabilité important pour la notation de l'entreprise. Le marché de la production de sacs en jute en Côte d'Ivoire est presque entièrement contrôlé par Filtisac, seul producteur ivoirien de produits d'emballage à base de fibres naturelles. Sa position est principalement concurrencée par les importateurs de sacs en provenance du Ghana, de moindre qualité.

**Les emballages synthétiques sont destinés à des secteurs plus nombreux et plus divers, dont la filière cotonnière ; les perspectives y sont positives, notamment pour les sacs de qualité supérieure, en polyéthylène.** Comparé aux autres produits d'emballage, la commercialisation des emballages synthétiques a connu davantage de difficultés malgré une marge de profit sensiblement meilleure que pour le jute. La relance du marché cotonnier depuis 2013 (notamment au Burkina Faso et en Côte d'Ivoire) a fait gagner des parts de marché à Filtisac, qui demeure l'acteur le plus important en volume malgré l'afflux de sacs importés dits « tout-venant » en raison de la porosité des frontières. Le marché des sacs synthétiques est essentiellement régional avec des concurrents locaux dont Filivoire en Côte d'Ivoire et CSTM au Sénégal. Filtisac ne souhaite plus se positionner sur le segment du « tout-venant », où les prix des produits importés sont si faibles qu'ils ne sont plus attractifs ; au contraire, Filtisac se concentre sur les sacs de plus grande taille et de meilleure qualité, destinés en priorité aux cotonniers.

**Enfin, pour les produits d'emballage rigides, Filtisac est concurrencée, quoiqu'avec une intensité faible, par la présence de plusieurs acteurs locaux de plus petite taille.** WARA estime que le choix de Filtisac de se positionner sur ce segment est parfaitement légitime, compte tenu du caractère exponentiel de la demande, nourrie par le changement des habitudes de consommation de produits packagés par la classe

## Filtisac SA

moyenne, ainsi que par les besoins de l'industrie. L'absorption de SISEP en 2009 a entraîné la création d'une unité de packaging au sein de Filtisac ; cette unité est spécialisée dans la fabrication de corps creux obtenus par extrusion soufflage et injection de polymères. Cette unité offre une gamme élargie de produits d'emballage creux en plastique : bidons, jerrycans, fûts, certains tubes, et surtout bouteilles, préformes et bouchons, pour lesquels la demande régionale est en progression spectaculaire.

### Facteurs qualitatifs

---

#### Produits – Distribution – Marque

*Un équipement entretenu et modernisé, une expertise reconnue, une gamme élargie de produits et un niveau de qualité supérieur constituent les principaux atouts de Filtisac pour répondre aux exigences de plus en plus spécifiques de sa clientèle en Afrique francophone.*

**Filtisac est le leader du marché des sacs en jute en Afrique francophone.** Ce segment est ancien, puisqu'il a été créé en 1965. Filtisac bénéficie par conséquent du double avantage de l'expérience et de la taille. Quoiqu'amorti depuis longtemps, son équipement n'est pas pour autant vétuste, tant il a été entretenu avec minutie, à tel enseigne qu'il est considéré comme l'un des plus performants au monde. Filtisac est incontestablement l'acteur de référence sur ce segment, qui emploie 1 307 salariés permanents et saisonniers. Ce segment bénéficie d'un certain nombre d'avantages comparatifs, au premier rang desquels le caractère peu substituable du sac en jute pour le transport du café, du cacao et de l'anacarde. De surcroît, le décret Présidentiel de 2001 en Côte d'Ivoire stipule que le sac en jute réglementaire est le seul matériau d'emballage autorisé pour l'exportation des fèves de cacao. Durant la campagne de 2013, le Conseil Café Cacao (CCC) a libéré une partie des commandes de Filtisac au bénéfice des importateurs, mais en 2015, la filière de l'anacarde a passé une commande exceptionnelle à Filtisac, générant plus de 2 milliards de F CFA de chiffre d'affaires supplémentaire pour l'entreprise. Cela dit, l'approvisionnement en fibres de jute à partir d'un seul pays, le Bangladesh, constitue un risque de concentration pour Filtisac. Consciente de cette dépendance, Filtisac a recherché des sources alternatives à la fibre de jute d'importation, en augmentant considérablement ses approvisionnements en fils de jute en provenance d'Inde. Le risque de rupture d'approvisionnement est faible ; toutefois, en cas de choc au Bangladesh empêchant les exports de fibres de jute, c'est la rentabilité du segment des sacs de jute qui serait la variable d'ajustement pour Filtisac, puisque les volumes de sacs commercialisés diminueraient à mesure que l'inflation des coûts serait répercutée sur les prix de vente.

**Filtisac est aussi un acteur majeur du marché de l'emballage à base de fibres synthétiques.** WARA note une bonne progression sur ce segment synthétique, lancé en 1988, dont la rentabilité marginale est sensiblement meilleure que pour le jute, et qui fournit une diversification sectorielle naturelle, compte tenu du champ plus large des types de clientèles servies. Les produits issus du segment synthétique sont distribués pour le tiers en Côte d'Ivoire, et les deux tiers dans la sous-région. Cette unité fournit huit familles de produits, essentiellement destinés aux secteurs agricoles et informels, avec une capacité de production annuelle de 8 000 tonnes d'emballages en polypropylène et de 5 000 tonnes d'emballages en polyéthylène. En 2014 et en 2015, une forte demande a été notée pour l'emballage du coton et de l'engrais. De surcroît, Filtisac a réussi depuis longtemps sa stratégie de diversification géographique, forte de ses filiales opérant au Mali, au Sénégal et au Burkina Faso. La performance financière de ces filiales (dédiées aux emballages synthétiques) est inégale ; cela dit, la plupart sont rentables, à l'exception d'Embalmali et d'Embalfaso.



## Filtisac SA

**Filtisac est l'un des rares producteurs d'emballages rigides en Côte d'Ivoire.** En 2012, Filtisac a achevé sa fusion-absorption avec SISEP, entamée en 2009. SISEP était un fabricant local de corps creux par extrusion soufflage de polyéthylène et de polypropylène. Au moment de l'absorption, SISEP produisait des bouteilles destinées au secteur agroalimentaire, à partir de préformes, des jerrycans, ainsi que des casiers à bouteilles. Depuis lors, Filtisac a considérablement renforcé ses capacités de production, les nouvelles machines étant essentiellement consacrées à la production de préformes (qui donneront plus tard des bouteilles) et de bouchons. Les produits finis sont exportés à 70% dans la sous-région. Tout comme le jute, tous les polymères sont importés et subissent les fluctuations en prix des produits dérivés du pétrole. Malgré ce risque, peu susceptible de se matérialiser à court ou moyen termes, de belles opportunités existent pour le packaging des boissons, des aliments, et des produits phytosanitaires autant que pharmaceutiques. La stratégie de Filtisac pour assurer une rentabilité durable à cette unité est assise sur i) un équipement moderne, ii) des conventions de distribution de long terme avec des clients de référence pour l'emballage de leurs produits finis, iii) le respect très strict des exigences de qualité et des spécifications imposées par les clients industriels (dont Unilever, Nestlé, Castel et Total notamment), et iv) un investissement massif et préemptif pour capter très tôt une part de marché dominante sur un segment en pleine expansion. Outre les préformes et les bouchons, le marché des casiers et des palettes en plastique pourraient à terme devenir des relais de croissance intéressants pour l'entreprise, à condition que des conventions d'approvisionnement soient passées avec les industriels concernés, sans quoi Filtisac n'entreprendra pas les investissements nécessaires, estimés à 800 millions de F CFA.

**WARA estime que la bonne diversification tant opérationnelle que géographique de Filtisac est un facteur important de notation.** L'équilibrage incrémental des trois segments d'activité de Filtisac constitue une tendance positive, indéniablement ; cela stabilise le modèle d'affaire de l'entreprise et renforce tant sa pérennité que sa rentabilité future. WARA donne peu de poids, dans sa notation, aux filiales de la filière cotonnière, à savoir Ivoire Coton et Faso Coton. Cette filière contribue essentiellement à renforcer le résultat financier de Filtisac, à travers les dividendes distribués. Cela dit, WARA ne considère pas les filiales cotonnières de Filtisac comme stratégiques, quoiqu'elles le soient pour son actionnaire IPS WA.

### Gouvernance et Management

*La direction de Filtisac est assurée par une équipe très expérimentée, stable et rigoureuse. Sa vision stratégique, qui repose essentiellement sur la promotion des emballages rigides, est audacieuse mais logique, et reçoit le soutien de ses actionnaires.*

**Le management de Filtisac, très expérimenté et solidaire, articule une stratégie claire dont l'exécution semble adéquatement ordonnancée.** De manière apparemment audacieuse, mais au demeurant solidement argumentée, l'équipe de direction (forte de ses succès réguliers) a identifié les emballages rigides comme le principal moteur 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. Simultanément, l'effort commercial a été focalisé sur l'organisation et la négociation de conventions d'approvisionnement en emballages rigides avec de grands noms de l'industrie sous régionale (Castel, Total), afin de pérenniser et de cristalliser l'écoulement des volumes importants que les nouvelles machines rendent possibles. Le gonflement des marges ainsi généré sur le segment rigide s'accompagne par ailleurs d'une tactique en cinq axes: i) la compression des coûts et l'amélioration de la productivité des hommes et des machines, ii) une gestion plus efficiente des achats importés, iii) l'abandon progressif des produits bas de gamme pour se concentrer sur les produits de qualité, iv) la compression du besoin en fonds de roulement (BFR) pour

## Filtisac SA

renforcer la trésorerie, et enfin v) la recherche d'opportunités de croissance externe, le cas échéant. L'équipe dirigeante de Filtisac, rajeunie mais disposant cependant d'une longue expérience au sein du Groupe, devrait continuer d'améliorer l'exécution opérationnelle de sa stratégie cohérente et crédible. Le soutien permanent de son actionnaire IPS WA l'y aide et l'y encourage au demeurant.

**WARA estime, qu'en termes de gouvernance et de management, le fait que le capital de Filtisac soit historiquement et majoritairement dominé par un groupe industriel très diversifié, l'AKFED, est un facteur positif pour sa notation.** Le Groupe Aga Khan domine en effet l'actionnariat de Filtisac, avec au moins 46% du capital, répartis entre 2 entités : AKFED et IPS WA. IPS WA, contrôlée par l'AKFED, n'est actionnaire de Filtisac qu'à hauteur de 10%, mais se positionne comme son actionnaire de référence. IPS WA, holding opérationnelle, fournit en effet tant à Filtisac qu'à ses filiales une assistance importante en matière i) de gestion financière, ii) de contrôle opérationnel et de gestion, iii) d'outils informatiques, iv) d'audit interne, v) d'affaires juridiques, et vi) de gestion des ressources humaines. Cela permet de mutualiser certains coûts et d'harmoniser l'organisation opérationnelle et la conduite stratégique du Groupe. Cette assistance fait l'objet d'une série de conventions rémunérées avec certaines entités contrôlées par l'AKFED, notamment IPS WA. AKA Investment Trust, IAD Stiftung et Manoa Ltd. détiennent ensemble 18% du capital de Filtisac, et sont des structures ayant des relations privilégiées avec le réseau Aga Khan.

#### Positionnement concurrentiel

*Filtisac domine par sa taille, se différencie par sa qualité, et investit en permanence pour l'entretien et la modernisation de son appareil productif.*

**Filtisac contrôle 90% du marché des sacs en jute en Côte d'Ivoire.** Le reste du marché est détenu par de petits importateurs qui se fournissent essentiellement en Asie. Avant la crise ivoirienne, Filtisac était en situation de monopole pour les sacs en jute. L'Afrique représente 5% des exportations mondiales de jute. La Côte d'Ivoire représente à elle seule les deux tiers de ces volumes, et se positionne comme l'unique producteur d'emballages en jute en Afrique de l'ouest, rendant Filtisac incontournable. Dans ce métier, c'est la qualité du sac et son respect très strict des normes réglementaires qui constituent les facteurs clés de succès. L'expérience historique de Filtisac sur ce terrain est un avantage comparatif déterminant pour sa notation. Cependant, la concurrence continue de croître.

**Filtisac contrôle 30% du marché ouest-africain des sacs synthétiques.** Le principal concurrent de Filtisac est Filivoire qui propose 70% de la gamme des produits de Filtisac, et dont le principal client est Sofitex, au Burkina Faso, que Filtisac fournit aussi. Il existe beaucoup de petits concurrents sur le marché informel, qui tantôt fabriquent des emballages synthétiques de moins bonne qualité, tantôt les importent à bas prix, parfois de manière frauduleuse. Filtisac se prévaut d'une situation de monopole en termes d'approvisionnement des cotonniers en Côte d'Ivoire, qui utilisent principalement des « chaussettes » en polymère. Dans le reste de l'Afrique francophone, Filtisac domine aussi très largement ce segment, sauf au Burkina Faso où l'entreprise ne détient que 30% du marché. Le « bigbag » reste la grande spécialité de Filtisac, qui prévoit un benchmarking permanent de son produit par rapport aux meilleures pratiques internationales.

**En termes d'emballages rigides, Filtisac est le seul producteur de grande taille dans la sous-région.** Ses concurrents sont appelés à devenir de plus en plus nombreux, mais resteront sans doute de taille modeste.

## Filtisac SA

En revanche, les produits d'importation continueront de constituer une alternative crédible aux produits de Filtisac, mais pourraient à terme s'avérer moins compétitifs que l'offre de proximité de Filtisac, à condition que l'entreprise continue de respecter scrupuleusement les spécifications exigeantes de ses clients industriels. En effet, la sécurité alimentaire constitue une barrière à l'entrée dans ce métier, sanctionnée par des certifications que l'entreprise n'hésite pas à solliciter et à obtenir pour se différencier.

**Outre sa taille, héritée d'une longue histoire, et le soutien indirect que l'entreprise reçoit en Côte d'Ivoire sur le marché des sacs en jute, Filtisac a développé deux autres avantages comparatifs décisifs:** i) la maîtrise de l'un des outils industriels de sacherie et de packaging les plus performants d'Afrique, capable de fournir 18 millions de sacs en jute, 15 000 tonnes de sacs synthétiques, et 240 millions de préformes, 300 millions de bouchons ; et ii) le soin permanent que Filtisac apporte à l'amélioration de la qualité de ses produits, laissant les produits bas de gamme à faible valeur ajoutée aux mains des importateurs, frauduleux ou pas.

### Facteurs quantitatifs

#### Rentabilité

*La rentabilité de Filtisac continue de s'améliorer; depuis 2012, la croissance des emballages rigides, dont la production est largement automatisée, favorise de meilleures marges.*

**En 2015, la rentabilité de Filtisac a continué de s'améliorer ; depuis 2012, l'entreprise renoue avec des rendements positifs, appelés à se stabiliser voire à se renforcer davantage à l'avenir.** WARA utilise les états financiers sociaux, et non consolidés, pour l'analyse de la performance financière de Filtisac : WARA estime en effet que les comptes sociaux sont davantage représentatifs de l'activité industrielle de la société, et distingue plus clairement les rendements opérationnels (liés à l'exploitation de ses trois métiers), des rendements financiers (i.e. le solde des dividendes extraits des filiales et des charges financières). En comptabilité sociale, Filtisac affiche une marge de profit de 8,5% en 2015, ce qui est robuste compte tenu du fait que son appareil de production a été considérablement endommagé pendant la crise ivoirienne en 2011. La décomposition des principaux facteurs déterminant cette marge est la suivante : i) le chiffre d'affaires progresse de 13,3 % entre 2014 et 2015, les activités retournant à la normale après la reprise spectaculaire de 2012 et la consolidation de 2013 et 2014; ii) la majeure partie des charges d'exploitation est corrélée à l'augmentation de la production, puisque les charges variables représentent près de 80% des charges d'exploitation, tous métiers confondus, les charges de personnel ayant été stabilisées par les gains de productivité et la réduction de la main d'œuvre, compensant la hausse du coût unitaire du travail. Tous métiers confondus, Filtisac a identifié son seuil de rentabilité à 30 milliards de FCFA, suite à un réajustement des charges fixes et des charges de personnel à la baisse, ainsi qu'à l'augmentation de la productivité des usines de jute et de synthétique.

**Les trois métiers de Filtisac ne présentent pas le même profil de rentabilité.** La sacherie en jute et en fibres synthétiques est la « vache à lait » du groupe, contribuant à près de 70% des produits. Ces deux activités sont stables et prévisibles, tant en termes de volumes, de prix de vente que de coûts ; les machines y sont amorties depuis longtemps ; mais la structure des coûts y est rigide. Par conséquent, la marge nette devrait s'y maintenir à un niveau stable, mais faible (de l'ordre de 1,5 à 2,0 milliards de FCFA par an, y compris la contribution des filiales nette des charges financières). Les emballages rigides, en revanche, présentent une structure de rentabilité symétrique. Les charges fixes inhérentes aux investissements récents en machines modernes (pour les préformes et les bouchons notamment) sont importantes, mais les charges variables de

## Filtisac SA

personnel sont et resteront minimales. Le niveau d'automatisation est tel que le seuil de rentabilité a été atteint en 2015 : ce seuil est proche de 10 milliards de FCFA, contre plus de 12 milliards de FCFA de produit effectif en 2015. Si le coût (exogène) des achats de matières ne renchérit pas, WARA estime que la rentabilité de Filtisac devrait continuer de s'améliorer à l'avenir : sur la base d'un doublement de la production de préformes entre 2012 et 2015, le supplément de produit serait de l'ordre de 8 milliards de FCFA entre ces deux dates, soit 2 milliards de FCFA supplémentaires par an ; en appliquant un taux de charge conservateur de 60%, la contribution incrémentale nette des emballages rigides et des bouchons serait donc d'environ 3 milliards de FCFA, portant le résultat net à un 3,9 milliards de FCFA en 2015, contre 3,8 milliards en 2014. Filtisac est en train de mener les actions suivantes : i) améliorer davantage le rendement de son usine de sacs de jute de 74 à 77 sacs par homme et par jour ; ii) réduire davantage le poids unitaire des sacs synthétiques et de jute sans perte de qualité ; iii) s'approvisionner en polymères directement auprès des industriels de la pétrochimie sans passer par les intermédiaires du négoce ; et iv) introduire jusqu'à 70% de fil tissé importé dans la production des sacs de jute, générant de considérables économies de tissage en amont. Si ces actions sont réussies, la société pourrait même envisager un surcroît de marge nette de l'ordre de 0,5 à 1 milliard de FCFA en 2015, portant le résultat entre 5 et 6 milliards de FCFA à cette date.

**Filtisac contrôle ses charges de personnel et d'amortissement des nouvelles machines de préformes et bouchons ; en revanche, Filtisac subit le coût exogène des matières premières.** Ce risque est plus prononcé pour les polymères que pour le jute. Pour les polymères entrant dans la fabrication des sacs en fibres synthétiques et des préformes, bouchons et bidons, une augmentation du coût des achats ne serait qu'imparfaitement répercutée sur les clients à cause de la concurrence farouche qui y sévit, comprimant les marges. Quoique ce scénario soit peu probable, les prix des hydrocarbures étant durablement bas, Filtisac œuvre à la mitigation de ce risque en cristallisant sa marge brute par des contrats avec des partenaires de référence, à savoir des industriels friands d'un approvisionnement régulier en préformes, bouchons et/ou bidons. En revanche, la sacherie de jute reste peu dépendante du cours de la matière première : les sacs en jute, distribués en grande majorité sur le marché ivoirien, bénéficient d'une « protection » étatique : les prix de vente sont fonction des coûts de production. Cela dit, WARA identifie deux autres risques inhérents à l'approvisionnement en matières premières : d'une part, les achats sont libellés en dollar, et le risque de change n'est pas couvert ; d'autre part, l'approvisionnement en jute est très concentré, puisque la majorité du jute importé par Filtisac provient du Bangladesh. Ces risques ne sont pas rédhibitoires : si la probabilité d'une appréciation majeure du dollar par rapport à l'euro, et donc au FCFA, n'est pas à exclure, le risque d'une rupture soudaine des exportations de jute du Bangladesh serait contrebalancé par un regain d'approvisionnement en fil de jute pré-tissé en provenance d'Inde.

### Liquidité

*La liquidité est bonne et en amélioration. Elle est caractérisée par des stocks de produits finis en majorité très liquides à l'actif, financés par un endettement limité. En outre, la politique volontariste de compression du BFR s'est avérée très efficace et payante.*

**Le modèle économique de Filtisac permet de générer un niveau cash-flow adéquat quoique cyclique.** La demande annuelle en emballages de jute et synthétiques épouse les campagnes agricoles dans la sous-région ; la trésorerie est donc cyclique ; au-delà de l'horizon annuel, une certaine stabilité prévaut, tant le secteur agricole sous régional est diversifié et, somme toute, résilient. Aussi la production de Filtisac est-elle liquide, les stocks (22% de l'actif de Filtisac à fin 2015) s'écoulant rapidement et sans tension sur les prix,

## Filtisac SA

selon les campagnes saisonnières des pays. C'est l'un des autres avantages que Filtisac devrait retirer de ses investissements massifs depuis 2012, notamment dans le métier des emballages rigides. En outre, les contrats industriels de long terme, pour l'approvisionnement régulier des partenaires en préformes, bouchons, jerrycans, bidons et fûts devrait considérablement améliorer la prévisibilité et donc la gestion de la trésorerie.

**Une décennie d'incertitudes latentes en Côte d'Ivoire dégénéralant en crise ouverte en 2011 avait sapé la rentabilité de Filtisac, et érodé sa trésorerie : les gains de productivité, la rationalisation de ses coûts et la compression tambours battants de son BFR ont tous contribué à renforcer ses ratios.** Une part significative de la créance fiscale/TVA sur l'Etat (près de 4 milliards FCFA) a été remboursée au cours de l'exercice 2015. Le délai de paiement client s'est contracté en 2015, pour atteindre 98 jours pour l'année 2015, ce qui contribue à l'amélioration du BFR et donc au renforcement de la position nette de trésorerie. Dans la même veine, le rallongement des délais de paiements aux fournisseurs de 30 jours et la réduction des stocks permet une moindre mobilisation du bilan : La trésorerie fortement négative depuis plusieurs années est redevenue positive en 2015. L'on est passé, en 2014, d'une trésorerie négative de 4,8 milliards FCFA à une trésorerie positive de 1,4 milliards FCFA en 2015. Les titres de participation dans les filiales en Côte d'Ivoire, au Mali, au Burkina Faso et au Sénégal sont aussi un poste important de l'actif du bilan de Filtisac (21% en 2015). Ces participations sont illiquides.

**Filtisac n'a aucun mal à autofinancer ses investissements en machines d'emballages rigides et de bouchons.** Grâce à des fonds propres robustes, forts de réserves considérables, Filtisac a pu répondre sans hésiter aux nécessités capitalistiques récurrentes de son activité, et s'est engagée dans un programme ambitieux d'entretien et de modernisation de ses outils de production, quoiqu'avec du retard par rapport aux plans initiaux. Il a fallu en effet prendre le temps d'accumuler les 3,2 milliards de FCFA de trésorerie nécessaires à une partie des investissements de réhabilitation post-conflit en 2011 et d'acquisition de nouvelles machines en 2012. L'effort s'est poursuivi en 2013, avec presque 1,5 milliard d'investissements supplémentaires. Le faible niveau d'endettement de Filtisac, et par conséquent la ponction mineure en matière de charges financières, a adjoint ses effets aux dividendes extraits des filiales pour dégager un résultat financier de 597 millions de F CFA en 2015.

### Flexibilité financière

*La flexibilité financière reste très élevée, malgré les 4 milliards de FCFA de coûts supplémentaires directs et indirects subis pendant le conflit et que les polices d'assurance ne couvrent pas.*

**Tout d'abord, c'est la capacité d'autofinancement future de Filtisac qui constitue son principal rempart.** La relance des activités dès le troisième trimestre de 2011 s'est solidifiée de manière pérenne depuis 2012 : le résultat net connaît une croissance positive depuis l'année 2012 ; les marges très confortables des emballages rigides, le seuil de rentabilité ayant été finalement dépassé en 2015, devrait renforcer la flexibilité financière liée à l'exploitation. Cette composante essentielle du profil financier de Filtisac est le signal d'une situation très saine, et un facteur déterminant pour la notation de la société.

**En outre, le taux d'endettement (gearing) de Filtisac est faible.** Il s'établit à 8,7% à fin 2015. Facialement, la dette reportée au passif est de 1 fois l'EBE, ce qui est très confortable compte tenu du niveau de notation de Filtisac. Ce multiple est d'autant plus robuste que i) l'endettement est à court terme ; ii) la destination du levier est orientée vers les achats de matières essentiellement ; iii) il existe un effet de compensation mécanique, à l'actif, des stocks liquides et des créances recouvrables en 4 mois ; et iv) Filtisac maîtrise

## Filtisac SA

totalemment son programme d'investissements en fonction des conventions d'approvisionnement que la société est susceptible de signer avec des grands noms de l'industrie ivoirienne. Par ailleurs, Filtisac bénéficie de 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 Filtisac et de ses filiales à mobiliser rapidement les sources de financement nécessaires, si la situation l'y invitait. L'inclusion de Filtisac au sein de l'AKFED renforce aussi puissamment, quoiqu'indirectement, la flexibilité financière de l'entreprise.

**A l'avenir, Filtisac pourra confortablement recourir à la dette de moyen terme pour i) financer les étapes suivantes de son plan de développement, tout en ii) dopant la rentabilité de ses fonds propres.** WARA estime cependant que cet endettement supplémentaire, essentiel au rayonnement régional de Filtisac et à la rémunération de ses fonds propres, restera maîtrisé, puisque le groupe n'envisage à aucun moment de dépasser un gearing de 50%, malgré des dividendes généreux à moyen terme, sans doute de 100% du résultat net futur. Il est même probable que la société apure une partie de ses reports à nouveaux, accumulés pendant la crise. En effet, WARA relève par ailleurs que les actionnaires n'ont pas demandé de dividendes pendant la période de crise, malgré d'amples réserves ; par conséquent, WARA anticipe que le retour à la rentabilité s'accompagnera aussi d'une politique de dividendes agressive à l'avenir, déjà entamée en 2013, sans toutefois peser excessivement sur le financement de la croissance.

## Carte des Scores

FACTEURS DE NOTATION INTRINSEQUE DES CORPORATES			Pondération	Score	Score pondéré
<b>FACTEURS ENVIRONNEMENTAUX</b>			<b>25%</b>	<b>3,83</b>	<b>0,96</b>
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%	3,00	0,24
	<i>Pression concurrentielle</i>		4%	3,00	0,12
	<i>Degré de maturité</i>		4%	3,00	0,12
<b>FACTEURS QUALITATIFS</b>			<b>40%</b>	<b>2,21</b>	<b>0,89</b>
FNI.C4	Produits - Distribution - Marque	PM	15%	1,83	0,28
	<i>Diversité des produits - Gamme</i>		5%	2,50	0,13
	<i>Distribution et parts de marché</i>		5%	1,00	0,05
	<i>Reconnaissance de la marque</i>		5%	2,00	0,10
FNI.C5	Gouvernance et management	GM	15%	2,33	0,35
	<i>Gouvernance idiosyncrasique</i>		5%	3,00	0,15
	<i>Qualité de la gestion stratégique</i>		5%	2,00	0,10
	<i>Qualité de l'exécution opérationnelle</i>		5%	2,00	0,10
FNI.C6	Positionnement concurrentiel	PC	10%	2,60	0,26
	<i>Compétitivité prix</i>		3%	4,00	0,12
	<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>2,03</b>	<b>0,71</b>
FNI.C7	Rentabilité	RE	10%	2,10	0,21
	<i>Marge de profit</i>		4%	3,00	0,12
	<i>Rotation des actifs</i>		3%	2,00	0,06
	<i>Levier financier</i>		3%	1,00	0,03
FNI.C8	Liquidité	LQ	10%	2,00	0,20
	<i>Liquidité des actifs</i>		5%	3,00	0,15
	<i>Refinancement et gestion de la liquidité</i>		5%	1,00	0,05
FNI.C9	Flexibilité financière	FF	15%	2,00	0,30
	<i>Couverture des intérêts par les cashflows</i>		8%	2,00	0,16
	<i>Dette en années de cashflows</i>		7%	2,00	0,14
<b>SCORE PONDÉRÉ TOTAL</b>					<b>2,55</b>
<b>AJUSTEMENT</b>					<b>-5%</b>
<b>SCORE PONDÉRÉ TOTAL AJUSTÉ</b>					<b>2,43</b>
<b>NOTATION INTRINSÈQUE</b>					<b>A</b>

## Filtisac SA

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



## Filtisac SA

### Facteurs de Support Externe

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

## Données financières et ratios

## Filtisac SA – Comptes sociaux aux normes comptables OHADA

COMPTE DE RESULTAT (en millions de FCFA)	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015
Chiffre d'affaires (CA)	31 683	25 277	38 463	40 008	41 031	46 469
Autres produits	2 868	1 092	1 652	3 277	2 593	1 514
<b>PRODUITS D'EXPLOITATION</b>	<b>34 550</b>	<b>26 370</b>	<b>40 116</b>	<b>43 285</b>	<b>43 624</b>	<b>47 983</b>
Achats de marchandises	-25	-19	-678	-1 253	-379	-2 436
Achats de matières premières	-13 479	-11 953	-13 699	-17 281	-16 561	-18 088
Variation de stocks	1 413	1 110	-2 199	628	637	-474
Autres achats	-4 626	-3 177	-5 036	-4 700	-4 165	-3 857
Transport	-2 640	-1 983	-3 196	-3 075	-2 834	-3 293
Services extérieurs	-4 453	-3 772	-4 552	-4 924	-5 487	-5 868
Impôts et taxes assimilés	-596	-337	-358	-583	-863	-671
Autres charges	-2 714	-1 919	-1 917	-2 719	-2 527	-1 438
Charges de personnel	-6 129	-5 336	-6 189	-6 543	-6 499	-6 559
<b>EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBE)</b>	<b>1 302</b>	<b>-1 017</b>	<b>2 293</b>	<b>2 835</b>	<b>4 946</b>	<b>5 299</b>
<b>% CA</b>	<b>4,1%</b>	<b>-4,0%</b>	<b>6,0%</b>	<b>7,1%</b>	<b>12,1%</b>	<b>11,4%</b>
Dotations aux amortissements et aux provisions	-2 308	-2 181	-2 789	-3 041	-3 235	-3 470
Reprises de provisions et d'amortissements	86	259	818	1 016	1 027	1 087
Transferts de charges	575	542	547	398	366	399
<b>RESULTAT D'EXPLOITATION</b>	<b>-345</b>	<b>-2 398</b>	<b>869</b>	<b>1 208</b>	<b>3 104</b>	<b>3 315</b>
<b>% CA</b>	<b>-1,1%</b>	<b>-9,5%</b>	<b>2,3%</b>	<b>3,0%</b>	<b>7,6%</b>	<b>7,1%</b>
Résultat financier	-708	-76	875	1 135	695	597
Résultat hors activités ordinaires (H.A.O)	-25	-103	1	103	98	53
Impôt sur le résultat	-15	-15	-30	-35	-35	-35
<b>RESULTAT NET</b>	<b>-1 093</b>	<b>-2 593</b>	<b>1 716</b>	<b>2 412</b>	<b>3 862</b>	<b>3 930</b>
<b>% CA</b>	<b>-3,5%</b>	<b>-10,3%</b>	<b>4,5%</b>	<b>6,0%</b>	<b>9,4%</b>	<b>8,5%</b>

BILAN (en millions de FCFA)	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015
Charges immobilisées	91	0	0	0	0	0
Immobilisations incorporelles	1 724	1 781	1 822	1 897	1 915	1 848
Immobilisations corporelles	8 838	8 481	7 785	9 548	8 386	7 040
Immobilisations financières	13 694	14 213	14 453	13 051	12 865	12 793
Stocks	16 798	13 423	13 457	15 776	12 485	12 917
Créances et emplois assimilés	23 889	19 807	22 684	25 939	23 373	20 490
Trésorerie - Actif	1 025	1 030	1 275	1 026	2 179	2 388
Actif-autres	23	0	8	9	0	0
<b>TOTAL ACTIF</b>	<b>66 083</b>	<b>58 737</b>	<b>61 484</b>	<b>67 247</b>	<b>61 203</b>	<b>57 476</b>
Capitaux propres	38 743	36 150	37 866	39 047	40 970	41 036
Dettes financières et ressources assimilées	4 798	3 157	5 357	7 401	6 695	6 381
Clients avances reçues	551	816	500	263	442	244
Fournisseurs d'exploitation	3 840	6 129	3 608	6 731	4 745	7 455
Dettes fiscales	283	355	288	349	449	461
Dettes sociales	391	430	472	631	850	830
Autres dettes	418	149	258	185	36	59
Trésorerie - Passif	17 057	11 550	13 134	12 640	7 000	1 000
Passif-autres	2	0	2	1	16	10
<b>TOTAL PASSIF</b>	<b>66 083</b>	<b>58 737</b>	<b>61 484</b>	<b>67 247</b>	<b>61 203</b>	<b>57 476</b>

## Filtisac SA

INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES (en millions de FCFA)	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015
Capacité d'autofinancement (CAF)(+)	933	-910	3 440	4 226	5 964	6 639
Distribution de dividendes dans l'exercice(-)	1 250	0	0	1 252	1 939	3 862
Variation de BFR(-)	5 520	-9 875	5 670	2 544	-4 244	-4 972
Investissements (I)(-)	1 616	1 974	1 240	2 177	719	-970
<b>Free Cash Flow (FCF) (1)</b>	<b>-7 452</b>	<b>6 991</b>	<b>-3 469</b>	<b>-1 747</b>	<b>7 550</b>	<b>8 719</b>
Remboursements(-)	1 525	1 478	1 204	1 572	1 789	1 592
Nouveaux emprunts(+)	278	0	3 334	3 542	1 032	1 022
Augmentation de capital / Subvention(+)	0	0	0	21	0	0
<b>Variation de Trésorerie</b>	<b>-8 699</b>	<b>5 512</b>	<b>-1 339</b>	<b>244</b>	<b>6 793</b>	<b>6 208</b>
<b>Dettes financières nettes (2)</b>	<b>19 704</b>	<b>12 713</b>	<b>16 182</b>	<b>17 908</b>	<b>10 358</b>	<b>3 580</b>

TAUX DE CROISSANCE - COMPTE DE RESULTAT (en %)	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Chiffre d'affaires (CA)	1,2	-20,2	52,2	4,0	2,6	13,3
Autres produits	-15,3	-61,9	51,3	98,3	-20,9	-41,6
PRODUITS D'EXPLOITATION	-0,4	-23,7	52,1	7,9	0,8	10,0
Achats de marchandises	-86,8	-24,1	3 426,6	84,8	-69,8	542,7
Variation de stocks	22,2	-21,4	-298,1	-128,6	1,4	-174,4
Autres achats	-1,6	-31,3	58,5	-6,7	-11,4	-7,4
Transport	-1,3	-24,9	61,2	-3,8	-7,8	16,2
Services extérieurs	9,9	-15,3	20,7	8,2	11,4	6,9
Impôts et taxes assimilés	-40,7	-43,4	6,2	62,9	48,0	-22,2
Autres charges	-49,2	-29,3	-0,1	41,8	-7,1	-43,1
Charges de personnel	-2,1	-12,9	16,0	5,7	-0,7	0,9
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBE)	-635,3	-178,1	-325,4	23,7	74,4	7,1
Dotations aux amortissements et aux provisions	-22,4	-5,5	27,9	9,0	6,4	7,3
Reprises de provisions et d'amortissements	-93,8	199,9	216,6	24,1	1,1	5,8
Transferts de charges	-0,4	-5,7	1,0	-27,3	-8,0	9,0
RESULTAT D'EXPLOITATION	-72,3	594,3	-136,3	39,0	156,9	6,8
Résultat financier	-139,2	-89,2	-1 244,2	29,8	-38,8	-14,1
Résultat hors activités ordinaires (H.A.O)	8 743,3	308,5	-101,4	7 035,6	-4,9	-45,9
Impôt sur le résultat	0,0	0,0	100,0	16,7	0,0	0,0
RESULTAT NET	-300,9	137,2	-166,2	40,6	60,1	1,8

TAUX DE CROISSANCE - BILAN (en %)	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015
Immobilisations incorporelles	2,9	3,3	2,3	4,1	0,9	-3,5
Immobilisations corporelles	-5,0	-4,0	-8,2	22,6	-12,2	-16,1
Immobilisations financières	1,5	3,8	1,7	-9,7	-1,4	-0,6
Stocks	37,8	-20,1	0,2	17,2	-20,9	3,5
Créances et emplois assimilés	8,4	-17,1	14,5	14,4	-9,9	-12,3
Trésorerie - Actif	-56,2	0,5	23,8	-19,6	112,4	9,6
TOTAL ACTIF	7,9	-11,1	4,7	9,4	-9,0	-6,1
Capitaux propres	-5,7	-6,7	4,7	3,1	4,9	0,2
Dettes financières et ressources assimilées	-19,4	-34,2	69,7	38,2	-9,5	-4,7
Clients avances reçues	51,8	48,1	-38,7	-47,4	68,1	-44,8
Fournisseurs d'exploitation	17,8	59,6	-41,1	86,6	-29,5	57,1
Dettes fiscales	42,8	25,5	-18,9	21,3	28,7	2,7
Dettes sociales	-24,8	10,0	9,8	33,4	34,8	-2,4
Autres dettes	133,8	-64,4	73,1	-28,2	-80,5	63,9
Trésorerie - Passif	0,0	0,0	13,7	-3,8	-44,6	-85,7
TOTAL PASSIF	7,9	-11,1	4,7	9,4	-9,0	-6,1

## Filtisac SA

RATIOS	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015
<b>Rentabilité</b>						
Marge de profit (RN/CA) en %	-3,5	-10,3	4,5	6,0	9,4	8,5
Rotation des actifs (CA/TA) en %	47,9	43,0	62,6	59,5	67,0	80,8
Levier financier (TA/FP) en %	170,6	162,5	162,4	172,2	149,4	140,1
Retour sur fonds propres (RN/FP) en %	-2,8	-7,2	4,5	6,2	9,4	9,6
ROA (RN/TA) en %	-1,7	-4,4	2,8	3,6	6,3	6,8
Charges d'exploitation/Produits d'exploitation en %	62,0	63,8	63,7	57,3	54,9	55,4
<b>Liquidité</b>						
Ratio de liquidité générale (AC/PC) en %	742,0	421,7	705,1	511,3	549,8	369,2
Ratio de liquidité de l'actif (AC/TA) en %	61,6	56,6	58,8	62,0	58,6	58,1
Couverture des stocks (en jours d'achats)	448,7	404,3	353,6	328,7	271,4	257,1
Rotation des stocks (en nombre de fois / an)	0,80	0,89	1,02	1,10	1,33	1,40
Délais clients (en jours de CA) (3)	132,0	107,6	109,5	133,2	120,3	97,6
Délais fournisseurs (en jours d'achats) (3)	89,8	191,6	62,6	128,0	98,1	131,0
<b>Flexibilité financière</b>						
Gearing (Dette financière nette/FP) en %	50,9	35,2	42,7	45,9	25,3	8,7
Couverture des charges d'intérêt (EBE/intérêts financiers)	1,2	-0,8	2,0	2,6	4,3	9,7
Dette financière nette/EBE en %	1 513,7	-1 249,9	705,8	631,6	209,4	67,6

## Notes

Flux libres de tout engagement opérationnel pouvant servir la dette

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

(3) Taux de TVA utilisé 18%

CAF = Capacité d'autofinancement

RN = Résultat Net

CA = Chiffre d'affaires

TA = Total Actif

FP = Fonds Propres

AC = Actif Circulant

PC = Passif Circulant

## Filtisac SA

**Les autres publications de WARA**

- 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
- 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

## Filtisac SA

- 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 publications sont accessibles sur le site Internet de West Africa Rating Agency: [www.rating-africa.org](http://www.rating-africa.org)*

© 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 :**

**Issa YOMENOU, Analyste principal**

**Landry DAMOU, Analyste support**

