



Juillet 2015

CFAO Motors CI

Côte d'Ivoire

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	13
Facteurs de Support Externe	15
Données financières et ratios	16
Les autres publications de WARA	20

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 CFAO Motors CI depuis septembre 2013. Cette notation a été **affirmée** en Juillet 2015 à **BBB+/Positive/w-3** sur l'échelle régionale de WARA.

Résumé

La notation de long terme de CFAO Motors CI reste 'BBB+' en devise régionale, soit deux crans en-dessous du plafond souverain ivoirien

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

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

Analyste principale
Christelle N'DOUA
Tel: +225 22 50 18 44
Email : christelle.ndoua@rating-africa.org

Analyste support
Charbel GHAZI
Tél : +221 77 543 03 73
Email : charbel.ghazi@rating-africa.org

CFAO Motors CI

La notation intrinsèque de CFAO Motors CI, indépendamment de tout facteur de support externe, est de '**BBB+**' selon WARA, ce qui équivaut à un score pondéré total de **2.84/6.00**, incluant un ajustement favorable de **-5%** par rapport au score pondéré total avant ajustement de 2,99. Le score pondéré total avant ajustement était de 3,06 en septembre 2014. WARA applique cet ajustement favorable pour refléter la reconnaissance de la marque CFAO en Côte d'Ivoire et l'intégration de CFAO Motors CI au Groupe CFAO, lequel lui apporte i) un soutien opérationnel au quotidien ; ii) une importante capacité de négociation, puisque les achats et les contrats de distribution de marques de véhicules sont gérés au niveau Groupe, et iii) un actionnariat solide et en phase avec la stratégie de CFAO Motors CI.

La notation de long terme en devise régionale de CFAO Motors CI (**BBB+**) ne bénéficie d'aucun cran de support externe. Cependant, cette notation intègre le soutien du Groupe CFAO et de son actionnariat. La notation intrinsèque et de contrepartie de CFAO Motors CI (**BBB+**) s'appuie essentiellement sur les facteurs suivants :

Points forts

- **La position de CFAO Motors CI sur le marché ivoirien et son portefeuille de marques**, notamment composé de Toyota qui est la marque leader en Côte d'Ivoire avec une part de marché de 14.6%. CFAO Motors CI possède une image de marque reconnue qui lui permet de capter 33% du marché ivoirien de la vente de véhicules neufs, renforcée par une expérience de plusieurs dizaines d'années sur les marchés automobiles de l'Afrique de l'Ouest.
- **Une excellente maîtrise opérationnelle et organisationnelle des différentes activités liées à la vente, l'entretien et la réparation de véhicules.** Les ressources humaines de CFAO Motors CI sont en effet composées d'un personnel adapté aux besoins d'un tel marché, expérimenté et soucieux d'améliorer constamment la qualité des services et du fonctionnement interne.
- **Une structure de coûts bien maîtrisée et une gestion financière adaptée au modèle économique de la distribution**, ce qui permet à CFAO Motors CI d'afficher une rentabilité solide et de générer une capacité d'autofinancement positive chaque année.
- **Un actionnaire de référence, le Groupe CFAO, qui déploie une stratégie en ligne avec les ambitions de CFAO Motors CI en Côte d'Ivoire.** CFAO Motors CI bénéficie de prix d'achat plus compétitifs pour certaines marques, dont Toyota à travers son alliance avec Toyota Tsusho Corporation (voir la *Carte d'Identité* de CFAO Motors CI, publiée par WARA en tandem de cette analyse).

Points faibles

- **Un environnement opérationnel instable**, animé par des dissensions politiques récurrentes pesant sur la politique économique du pays tant que la situation ne sera pas durablement stabilisée.
- **Un marché très concurrentiel qui s'est contracté de plus de 50% au cours des trente dernières années.** La concurrence du marché de l'occasion a en effet pris de l'ampleur sur toute cette période, tandis que de nombreuses marques ont parallèlement fait leur apparition sur le marché ivoirien. En 2014, environ 40 000 véhicules ont été enregistrés comme étant des véhicules d'occasion.

CFAO Motors CI

Perspective

La perspective attachée à la notation de CFAO Motors CI devient **positive**. WARA justifie cette perspective positive par le fait que, malgré certaines incertitudes concernant l'évolution du marché des véhicules neufs en Côte d'Ivoire, CFAO Motors CI possède une position importante, avec des avantages comparatifs avérés qu'il sera difficile à la concurrence de mettre à mal. WARA tient également compte des effets positifs de l'ouverture du nouveau showroom de Toyota, marque leader en Côte d'Ivoire, dans la révision de la perspective attachée à la notation de CFAO Motors CI.

Une amélioration de la notation de CFAO Motors CI est tributaire: i) de la concrétisation des projets de partenariat avec Carrefour par le biais desquels CFAO Motors CI pourra installer de nouveaux points de distribution pour ses véhicules et augmenter durablement son accessibilité et ses ventes ; ii) des retombées de la mise en œuvre du nouveau showroom de Toyota qui donnera plus de visibilité à la marque et permettra à CFAO Motors CI d'accroître significativement sa part de marché en Côte d'Ivoire; iii) de la croissance du marché de la vente de véhicules neufs en Côte d'Ivoire ; iv) de l'entrée de nouvelles marques fortes dans le portefeuille de distribution de CFAO Motors CI ; et v) de la croissance de la vente de véhicules d'occasion dans la société.

Une détérioration de la notation de CFAO Motors CI serait la conséquence: i) d'une nouvelle crise politique impactant la Côte d'Ivoire, et entraînant à nouveau une baisse du marché des véhicules neufs ; ii) de la perte de parts de marché de CFAO Motors CI ; iii) de la perte de contrats de distribution de marques ; ou iv) de la hausse durable du Yen qui impacte significativement les marges de CFAO Motors CI puisque les approvisionnements en véhicules Toyota, marque de référence du marché ivoirien, sont payés en devise japonaise.

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

Analyse des Facteurs de Notation Intrinsèque

Facteurs environnementaux

Environnement macroéconomique

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

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

L'insuffisance de diversité des structures économiques ivoiriennes réduit d'autant son attractivité à l'investissement étranger. La Côte d'Ivoire est d'abord un pays agricole. Le secteur primaire emploie 68% de la population active et représente 70% des exportations. Par conséquent, il y a assez peu de tension et de flexibilité sur le marché du travail, ce qui contribue à freiner le développement des secteurs secondaires et tertiaires. La Côte d'Ivoire est le premier producteur et exportateur mondial de cacao, qui représente à lui seul un tiers de ses exportations ; le café est l'autre matière première pour laquelle la Côte d'Ivoire dispose d'un avantage comparatif. L'économie ivoirienne est donc naturellement sensible aux fluctuations des prix internationaux des matières premières et, dans une moindre mesure, aux conditions climatiques.

La population ivoirienne est en moyenne anormalement pauvre. Un Ivoirien sur deux continue de vivre en-dessous du seuil de pauvreté, et l'espérance de vie moyenne est de 57,7 ans. Le PIB par habitant n'a franchi la barre symbolique des 1000 USD qu'en 2008 et se situe autour de 1600 USD en 2014. C'est la raison pour laquelle les autorités souhaitent organiser la sortie progressive du secteur primaire, sans pour autant lui tourner le dos, vers l'agro-industrie et aussi les hydrocarbures, qui permettraient de financer la montée en gamme de l'économie ivoirienne. Les inégalités de revenus restent toutefois élevées, ce qui exacerbe les tensions sociales.

La Côte d'Ivoire dispose d'un énorme potentiel économique. C'est la deuxième économie d'Afrique de l'Ouest et parmi les plus grands exportateurs de cacao et de café. La croissance économique en Côte d'Ivoire à moyen terme sera d'abord alimentée par la dépense publique et le retour de la confiance des investisseurs, notamment étrangers. Le secteur du cacao et l'industrie pétrolière, couplés aux aides internationales et aux abandons de créances, devraient chacun apporter leur contribution à l'effort de reconstruction, ce qui devrait enclencher un effet multiplicateur capable d'amplifier le phénomène de croissance. Sa performance économique en 2014 est robuste, avec un taux de croissance de 7,7%. L'inflation reste modérée à 0,9% en 2014. Les perspectives macroéconomiques pour 2015-2017 demeurent positives, compte tenu de l'anticipation d'un taux de croissance vigoureux (7,5% en moyenne réelle annuelle) et d'un faible taux d'inflation (2 à 2,5% en moyenne annuelle sur la période). Cette croissance est toutefois conditionnée à une hausse des investissements privés, sachant que l'Etat pour sa part a réussi son émission obligataire en devise de 750 millions de dollars en juillet 2014, au taux de 5,625%. La poursuite du rattrapage économique, l'accélération des réformes structurelles et le maintien de la stabilité politique actuelle sont nécessaires à l'amélioration tant attendue des conditions de vie des populations vulnérables et à la transition de l'économie ivoirienne vers une économie émergente.

CFAO Motors CI

Environnement opérationnel

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

Les indices de développement humain sont bas en Côte d'Ivoire, ce qui reflète de fortes inégalités, notamment en matière d'accès à l'éducation et à la formation professionnelle. Le taux d'alphabétisation est faible, guère plus de 56%, et les dépenses publiques d'éducation et de formation sont faibles, à 4,6% du PIB.

Le niveau d'équipement en infrastructure reste inégal; dans le nord du pays notamment, l'activité économique est considérablement ralentie par un manque d'accès à l'électricité, à l'eau et aux services de communication. Le processus de ré-inclusion économique des provinces périphériques sera long et fastidieux, a priori, quoique le contexte sécuritaire soit apparemment stabilisé. Il est évident que les secteurs de la construction, de la promotion immobilière et des infrastructures (notamment routières) devraient aussi puissamment contribuer au redressement de l'économie ivoirienne étant donné que l'Etat ivoirien a fait de l'amélioration des équipements publics et des réseaux de transport un leitmotiv de sa politique économique.

Le secteur agricole ivoirien, peu intensif d'un point de vue technologique, demeure vulnérable à des chocs exogènes, notamment aux variations climatiques inattendues. Par exemple, les températures élevées de 2012 ont été à l'origine de la plus mauvaise récolte de cacao en cinq ans. De la même manière, la période de très forte croissance qui a immédiatement précédé la guerre civile était due à un emballement des prix du cacao en 2010, qui a atteint cette année son point le plus élevé en 33 ans. En outre, le secteur primaire tend à générer des comportements de recherche de rente, peu productifs. L'agro-industrie devrait devenir rapidement le fer de lance des exportations de produits transformés à plus forte valeur ajoutée à partir des productions de cacao, de café, des fruits tropicaux, de coton, d'hévéa et de l'huile de palme. Ces derniers secteurs sont bien plus rentables et le pays devrait en priorité se tourner vers le marché sous régional. Cela dit, l'économie ivoirienne a bien résisté à la crise de 2008, année pendant laquelle la croissance fut de 2%, puis de 4% pendant les deux années qui ont suivi. Seul le choc de la guerre civile post-électorale de 2011 a eu raison de la tendance de croissance soutenue de l'économie ivoirienne. La Côte d'Ivoire se relève d'une longue période de stagnation économique et de conflit politique. Le rebond spectaculaire de la croissance depuis 2012 a été alimenté par un redressement de la confiance des entreprises et des consommateurs, les effets des réformes structurelles et la plus grande prévisibilité du jeu politique.

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

CFAO Motors CI

Environnement sectoriel

Le marché automobile en Côte d'Ivoire est très concurrentiel ; il est caractérisé depuis près de deux décennies par une augmentation du nombre de marques distribuées, parallèlement à une réduction importante de la demande de véhicules neufs

La vente de véhicules neufs a drastiquement baissé depuis 30 ans ; elle affiche cependant une tendance haussière depuis le milieu des années 2000. Le marché des véhicules neufs a affiché une nette progression par rapport à l'année 2013. Il est ainsi passé de 8 160 unités vendues à 8 937 en 2014. Le marché des véhicules neufs a chuté au cours des 30 dernières années puisqu'il représentait plus de 20 000 unités par an dans les années 80. Il faut cependant noter une tendance haussière depuis 2005, quand le plus bas historique a été atteint avec un marché de 3 345 véhicules neufs. Cet effondrement du marché s'explique notamment par le fort développement du marché de l'occasion, dont l'exemple le plus frappant est celui des taxis qui sont en quasi-totalité des voitures de seconde main.

Malgré la réduction de sa taille, le marché de la vente de véhicules neufs en Côte d'Ivoire est aujourd'hui beaucoup plus concurrentiel. En effet, une quarantaine de marques de véhicules sont aujourd'hui commercialisées en Côte d'Ivoire : les distributeurs historiques étendent leurs offres, les marques « low cost » se développent et de nombreuses marques chinoises font leur apparition. Toyota, distribuée en exclusivité par CFAO Motors CI, est la marque leader en Côte d'Ivoire.

Le marché des véhicules neufs possède un certain potentiel de croissance à court terme et à moyen terme. Tout d'abord, la nécessité de réaliser d'important travaux liés i) à l'expansion du réseau routier et ii) aux besoins d'amélioration des infrastructures est une opportunité claire pour le développement du marché des poids lourds. De plus, l'émergence des classes moyennes en Côte d'Ivoire laisse présager une augmentation de la demande de véhicules pour les particuliers (financés par leurs entreprises ou en acquisition directe). En dernier lieu, des campagnes saisonnières réussies pour le cacao et le coton contribueront aussi à alimenter la croissance du marché des poids lourds neufs.

Facteurs qualitatifs**Produits – Distribution - Marque**

CFAO Motors CI possède une expertise reconnue et un portefeuille de marques-clés pour la distribution de véhicules neufs sur le marché ivoirien

CFAO Motors distribue des voitures, des poids lourds, des motos et, dans une moindre mesure, des moteurs de bateau ; la société fournit aussi des services d'entretien et réparation sur-mesure pour tout type de véhicule. L'activité de CFAO est donc concentrée sur le marché automobile ; la société a vendu 2 928 véhicules en 2014 contre 2 465 en 2013. Cependant, WARA note que les activités de CFAO sur son marché bénéficient de plusieurs facteurs de diversification : i) les sous-segments des voitures et des poids lourds se comportent de manière relativement acyclique puisque la nécessité d'effectuer des travaux et d'entretenir les infrastructures avec des poids lourds est moins tributaire de la santé de l'économie que l'opportunité de vendre des voitures neuves ; ii) les activités de réparation, carrosserie et vente de pneus captent une demande constante et bien plus large que les seuls véhicules neufs ; et iii) CFAO Motors CI a pu

CFAO Motors CI

matérialiser ses prévisions de vente pour la marque Yamaha avec 1 530 motos BtoB vendues au cours de l'année 2014. Ainsi, la distribution et l'entretien de motos et de moteurs de bateaux, deviennent progressivement des activités significatives.

CFAO possède une part de marché de la vente de véhicules neufs de 33% en Côte d'Ivoire. Cette position reflète la qualité de son portefeuille de marques distribuées en exclusivité, principal facteur de compétitivité sur ce marché, et notamment Toyota, marque leader sur le territoire ivoirien qui représente à elle seule 14.6% du marché. Cependant, WARA constate que le risque lié à la perte d'un contrat de distribution exclusive d'une marque (contrat renouvelable tous les ans selon les constructeurs) représente un des principaux risques dans l'activité de CFAO Motors CI. En effet, le Groupe CFAO s'est vu retirer au début de l'année 2013 la licence de distribution de Nissan-Renault, ce qui montre bien l'existence d'un tel risque.

Cependant, le marché de véhicules d'occasion connaît une croissance fulgurante et le secteur informel tend à concurrencer les concessionnaires. Les véhicules d'occasion varient entre 30 000 et 40 000 unités dont 32 000 véhicules légers, contre moins de 10 000 véhicules neufs sur le territoire ivoirien. Face à cette prédominance du marché des véhicules d'occasion sur celui des véhicules neufs, CFAO Motors CI s'est lancée dans la vente de véhicules de seconde main, qui par leurs prix moins élevés, permettront à la société de capter une certaine catégorie de clients.

CFAO Motors CI reçoit le soutien opérationnel du Groupe CFAO pour la négociation des contrats de marques distribuées et l'approvisionnement en véhicules. WARA estime que ce soutien du Groupe est un facteur important dans la notation de CFAO Motors CI puisque i) la société ivoirienne bénéficie de tarifs et de conditions d'approvisionnement en véhicules neufs bien plus avantageux grâce à l'effet de volume créé par le Groupe CFAO et ses deux centrales d'achats ; ii) une couverture de change (notamment pour le yen) est mise en place par le Groupe pour couvrir chaque commande face aux variations de change au moment du passage de l'ordre et jusqu'à la livraison des véhicules ; et iii) le transfert d'une partie de la responsabilité commerciale est effectué puisque la négociation des contrats de marque se fait directement au niveau Groupe.

CFAO Motors CI est présent en Côte d'Ivoire depuis plus de 40 ans. Cette ancienneté lui confère une expertise indéniable sur ce marché et aussi une reconnaissance avérée de la marque CFAO.

Gouvernance et Management

CFAO Motors CI a su s'entourer d'une équipe de dirigeants parfaitement adaptée aux contraintes et aux défis relatifs à la commercialisation de véhicules neufs en Côte d'Ivoire. Le Groupe CFAO joue un rôle quotidien dans la gestion des activités de CFAO Motors CI

L'équipe dirigeante de CFAO Motors CI est composée de professionnels ayant une expérience de plusieurs dizaines d'années sur les marchés de l'Afrique de l'Ouest. Le marché automobile en Côte d'Ivoire étant fortement dépendant des conditions économiques et soumis à des chocs multiples au cours des dernières années, WARA constate que l'équipe dirigeante maîtrise les risques liés à son activité et à chacun des maillons de sa chaîne de valeur.

CFAO Motors CI

CFAO Motors CI est aujourd'hui le résultat d'une fusion effectuée en 2012 de trois sites indépendants pour simplifier la gestion et capitaliser sur la reconnaissance de la marque CFAO en Côte d'Ivoire. Le siège (distribuant les marques Mitsubishi, Fuso, Peugeot, Citroën, Yamaha, et centralisant les services communs), le site Toyota (ex SARI) et le site de Vridi (ex CIDP), distribuant les poids lourds Fey, Isuzu, les pneus Bridgestone, et chargé de proposer les services de carrosserie multimarques et stockage des véhicules neufs) ont été regroupés sous une seule entité juridique en 2012. L'objectif de cette fusion était de i) simplifier la gestion quotidienne ; ii) réaliser des économies d'échelle (CAC, système d'information, aspect commercial unifié sous la marque CFAO) ; et iii) améliorer la qualité de service aux clients. Cette fusion ne remet cependant pas en question la spécialisation et l'indépendance de gestion de chacun des sites avec à sa tête un directeur des opérations.

Cependant, la nécessité de constituer des pôles de compétences spécialisés selon la nature des activités, conduit CFAO Motors CI à réorganiser son dispositif en 2015. De ce fait, seront regroupées au sein d'une même entité, CFAO Equipment, les activités Poids lourds, Engins et Pneumatique. Cette organisation sera plus conforme à la situation géographique de ses sites et permettra de concentrer les équipes suivant leurs spécialités et de mieux répondre à la croissance du marché automobile et aux exigences des constructeurs.

Le Groupe CFAO, société mère de CFAO Motors CI, soutient la gestion de CFAO Motors CI au quotidien et lui apporte des outils de contrôle précis, utilisés pour toutes les sociétés du Groupe. CFAO Motors CI bénéficie de l'expérience du Groupe CFAO qui lui impose un processus de reporting très fin et des audits réguliers, ce qui donne lieu à des recommandations de la part du Groupe. Bien que le Groupe CFAO Soit majoritaire au capital, CFAO Motors CI possède toujours une totale autonomie de gestion pour mettre en place les décisions stratégiques et opérationnelles que la société juge nécessaires en Côte d'Ivoire.

Positionnement concurrentiel

CFAO Motors CI est un acteur majeur du marché de la vente de véhicules neufs et des services d'après-vente de qualité en Côte d'Ivoire

Avec plus de 40 ans de présence en Côte d'Ivoire et 32.8% du marché de la vente de véhicules neufs, CFAO Motors CI est un acteur majeur et incontournable sur son marché. Le reste du marché est dominé par le principal concurrent de CFAO Motors CI, le groupe OPTORG avec ses filiales Africauto, Alliance Auto et Tiger Motors, détenant 27.2% du marché. Le Groupe OPTORG a pour actionnaire principal l'Etat du Maroc avec une forte présence en Afrique Centrale et est en train de se développer en Afrique de l'Ouest ; les principales marques composant son portefeuille sont Ford, Hyundai, BMW, Mini, Mazda et JAC.

CFAO Motors CI est passé de 43,5% de part de marché en 2010 à 33% en 2014. Cette forte baisse résulte i) de son portefeuille de marques historiquement basé sur une stratégie « premium » qui a subi la concurrence de plus en plus féroce des marques « lowcost » comme le chinois Great Wall ; et ii) du fait que le marché a connu une forte croissance sur le segment des SUV tels que le Renault Duster ou le Kia Sportage. CFAO Motors CI a souffert du temps nécessaire pour mettre en place la commercialisation du Toyota Rav 4 et du Mitsubishi ASX sur ce segment très dynamique et y reprendre des parts de marché.

WARA constate que CFAO Motors CI a su développer ses avantages comparatifs grâce à une constante remise en question et une volonté d'optimiser son modèle d'affaires sur un marché ivoirien complexe et très concurrentiel. Ainsi, outre la reconnaissance de la marque CFAO, la société possède un portefeuille de marques avec une gamme de véhicules très vaste destinée à satisfaire tout type de budget. La société

CFAO Motors CI

commercialise dorénavant la marque chinoise King Long pour exploiter le segment des bus « low cost » (avec 30% d'avantage en prix par rapport aux marques premium). Cependant, il est important de noter que le partenariat avec la marque chinoise Dong Feng a été arrêté en 2013 pour des difficultés liées au non-respect de l'exclusivité sur le marché ivoirien. Le portefeuille de CFAO Motors CI est surtout porté par sa marque phare Toyota, pour laquelle l'ouverture d'un nouveau showroom a été faite au mois de juin 2015, afin de dynamiser les ventes et donner à la marque plus de visibilité. La part de marché de Toyota, aujourd'hui de 14.6%, devrait s'accroître après cette ouverture.

Bien consciente qu'un SAV de qualité est le gage des ventes de demain, la stratégie de la société repose sur une excellente qualité de service pour répondre aux exigences des principaux clients qui sont des entreprises et des administrations. C'est pourquoi un haut niveau d'exigence est demandé au personnel, notamment dans les fonctions de réparation et de carrosserie, et que de nombreuses formations-marques sont imposées aux mécaniciens.

Un projet de partenariat avec Carrefour pourrait augmenter les points de vente de CFAO Motors CI et favoriser le développement des ventes de véhicules neufs. Des « centres auto » seront établis dans les grandes surfaces partenaires, ce qui renforcerait les trois sites de distribution existant à Abidjan, l'agence de Yamoussoukro et celle de Bouaké. Cette nécessité de relais géographiques pour dynamiser les ventes est due aux problèmes de circulation et au fait que certains clients peuvent difficilement se déplacer dans les agences principales. Le projet piloté depuis le siège à Paris est en bonne progression selon le management de CFAO Motors CI.

Facteurs quantitatifs

Rentabilité

La rentabilité de CFAO Motors CI est élevée mais elle reste fortement tributaire des cours du yen pour ce qui concerne l'approvisionnement en véhicules de ses marques-clés

Le modèle économique de CFAO Motors CI est bien maîtrisé et rentable. Les principaux postes de charges impactant le résultat de la société sont i) les achats et dépenses liées aux approvisionnements en véhicules, qui sont des charges variables ; et ii) les charges de personnel, charges fixes, que CFAO Motors CI prévoit de stabiliser pour un fonctionnement optimal.

Le taux de résultat net reste en moyenne élevé et s'établit à 5,7% en 2014. L'approvisionnement en véhicules Toyota et Mitsubishi, représentant plus de la moitié des ventes de CFAO Motors CI, est payé en yen, devise qui s'est appréciée entre la fin de l'année 2008 et l'année 2012 (voir le graphe ci-dessous) mais qui connaît une tendance baissière depuis le second semestre 2012. Les achats étant réalisés par l'intermédiaire du Groupe CFAO en France, le siège met en place une couverture de change sur chacune des commandes et sur toute leur durée, jusqu'à la livraison (9 mois), pour limiter (dans une certaine mesure) les effets de variation du taux de change à court terme. WARA note donc que l'exposition au yen représente l'un des principaux risques susceptibles de peser sur la performance financière de CFAO Motors CI, puisque ses variations ne peuvent pas être totalement et immédiatement répercutées sur le prix proposés aux clients finaux.

Evolution du cours du yen – Valeur en euro de 100 yens



CFAO Motors CI

Liquidité

La liquidité est caractérisée par des stocks en majorité liquides à l'actif, financés par un emprunt obligataire qui a résorbé toutes les lignes de crédit court-terme

Le modèle économique de CFAO Motors CI permet de générer un excédent de cashflow confortable et de distribuer des dividendes aux actionnaires chaque année. L'activité de vente de véhicules neufs est une activité principalement basée sur des coûts d'approvisionnement variables et dépendants des constructeurs, dans laquelle CFAO dégage une marge bénéficiaire lors de la revente des véhicules sur le territoire ivoirien. Les stocks de véhicules et pièces détachées constituent donc le poste le plus important de l'actif du bilan de CFAO Motors CI (29% du bilan en 2014) après le poste des créances et emplois assimilés (32% du bilan en 2014) qui connaît une augmentation depuis deux ans du fait d'un décalage de paiement pour certaines commandes d'entreprises. Cependant, le délai de paiement client a sensiblement baissé passant de 67 jours à environ 65 jours. Le management constate que la société a toujours pu écouler ses stocks relativement rapidement.

CFAO Motors CI a établi une nouvelle stratégie de financement avec le recours à un emprunt obligataire en 2014. La société a eu recours à une dette de long terme, à travers un emprunt obligataire de 7,5 milliards de FCFA. Auparavant, elle utilisait ses autorisations de découvert de manière ponctuelle et selon les besoins engendrés par les cycles de son activité. Cet emprunt présente ainsi des avantages financiers avérés pour les besoins de son financement durable et pour la réduction de ses charges financières. De plus, WARA note que CFAO Motors CI jouit d'une excellente image auprès de ses partenaires financiers étant donnée sa situation financière saine, ce qui est un facteur positif dans la notation de CFAO Motors CI.

Flexibilité financière

La flexibilité financière est bonne. CFAO Motors CI, modérément endettée, dispose de bonnes marges de manœuvre pour la structuration de ses financements futurs

CFAO Motors continue de démontrer la solidité de sa structure financière en affichant un résultat net positif de 3,7 milliards de FCFA en 2014, et en distribuant des dividendes réguliers à ses actionnaires. Cette composante essentielle du profil financier de CFAO Motors CI est le signal d'une situation très saine et de la capacité de la société à s'adapter à des situations difficiles.

CFAO Motors CI est peu endettée et affiche un gearing de 8% en 2014. La société a changé de stratégie de financement en procédant à une émission obligataire de 7,5 milliards de FCFA en janvier 2014 dans le but de i) rallonger la durée de sa dette pour sécuriser ses financements et réduire les lignes de crédit court terme pour financer le projet de développement de CFAO Motors CI, dont les besoins devraient augmenter en ligne avec le niveau de chiffre d'affaires et avec la construction du nouveau showroom Toyota ; ii) diversifier les partenaires financiers de la société, et iii) prêter aux autres sociétés sœurs du Groupe CFAO en zone CFA, notamment les activités de plasturgie (MIPA) et de location longue durée (LOXEA) qui affichent actuellement une croissance forte. Selon le management de CFAO, cette opération devrait peu impacter les ratios financiers de la société puisque la majorité du montant émis se traduira par une réduction symétrique des découverts utilisés.

CFAO Motors CI

WARA constate que le Groupe CFAO apporte son soutien à CFAO Motors CI dans l'élaboration de sa politique financière pour sécuriser ses opérations et créer des synergies au sein de ce Groupe. Ce soutien solide est un gage de sécurité pour les partenaires financiers de CFAO Motors CI. De plus, la société étant rentable chaque année avec une politique de distribution de dividendes de 100% de son résultat, CFAO Motors CI possède par là-même un levier de financement supplémentaire avec la possibilité de réduire les distributions futures de dividendes si les besoins s'en faisaient ressentir ou si la société souhaitait financer une partie de son développement sur fonds propres.

CFAO Motors CI

Carte des Scores

FACTEURS DE NOTATION INTRINSEQUE DES CORPORATES			Pondération	Score	Score pondéré
FACTEURS ENVIRONNEMENTAUX			25%	4,37	1,09
FNI.C1	Environnement macroéconomique	EM	10%	4,15	0,42
	<i>Maturité</i>		3%	5,00	0,15
	<i>Volatilité</i>		2%	5,00	0,10
	<i>Diversité</i>		2%	3,00	0,06
	<i>Soutenabilité</i>		3%	3,50	0,11
FNI.C2	Environnement opérationnel	EO	7%	4,53	0,32
	<i>Gouvernance systémique</i>		3%	4,85	0,15
	<i>Infrastructure</i>		2%	4,58	0,09
	<i>Information</i>		2%	4,00	0,08
FNI.C3	Environnement sectoriel	ES	8%	4,50	0,36
	<i>Pression concurrentielle</i>		4%	6,00	0,24
	<i>Degré de maturité</i>		4%	3,00	0,12
FACTEURS QUALITATIFS			40%	2,57	1,03
FNI.C4	Produits - Distribution - Marque	PM	15%	2,67	0,40
	<i>Diversité des produits - Gamme</i>		5%	3,00	0,15
	<i>Distribution et parts de marché</i>		5%	3,00	0,15
	<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%	2,76	0,28
	<i>Compétitivité prix</i>		3%	3,20	0,10
	<i>Compétitivité hors-prix</i>		3%	2,00	0,06
	<i>Développement - Technologie - Innovation</i>		4%	3,00	0,12
FACTEURS FINANCIERS			35%	2,48	0,87
FNI.C7	Rentabilité	RE	10%	2,70	0,27
	<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%	3,00	0,09
FNI.C8	Liquidité	LQ	10%	2,50	0,25
	<i>Liquidité des actifs</i>		5%	3,00	0,15
	<i>Refinancement et gestion de la liquidité</i>		5%	2,00	0,10
FNI.C9	Flexibilité financière	FF	15%	2,32	0,35
	<i>Couverture des intérêts par les cashflows</i>		8%	2,60	0,21
	<i>Dette en années de cashflows</i>		7%	2,00	0,14
SCORE PONDÉRÉ TOTAL					2,99
AJUSTEMENT					-5%
SCORE PONDÉRÉ TOTAL AJUSTÉ					2,84
NOTATION INTRINSÈQUE					BBB+

CFAO Motors CI

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

CFAO Motors CI

Facteurs de Support Externe

WARA n'inclut aucun facteur de support externe dans la notation de CFAO Motors CI.

CFAO Motors CI

Données financières et ratios

Les comptes de CFAO Motors CI sont établis selon les normes comptables régionales, dites OHADA. Suite à la fusion des trois entités CFAO, CIDP et SARI en Côte d'Ivoire avec effet rétroactif au 1^{er} Janvier 2012, le périmètre d'activité a évolué et les comptes établis à partir de 2012 intègrent le nouveau périmètre comptable issu de cette fusion, les années précédentes étant les comptes de l'ex-entité indépendante CFAO.

COMPTE DE RESULTAT (en millions de FCFA)	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
Chiffre d'affaires (CA)	21 229	23 941	19 681	68 263	63 634	65 780
Autres produits	466	3 593	3 678	6 409	6 218	5 935
PRODUITS D'EXPLOITATION	21 695	27 534	23 359	74 672	69 852	71 715
Achats de marchandises	-14 519	-19 092	-14 349	-59 627	-46 512	-51 737
Variation de stocks	-1 538	704	-839	4 154	-5 264	-941
Autres achats	-123	-102	-132	-270	-305	-287
Transport	-237	-143	-160	-199	-275	-150
Services extérieurs	-1 216	-1 344	-1 097	-3 095	-2 602	-2 764
Impôts et taxes assimilés	-210	-329	-177	-434	-513	-588
Autres charges	-552	-3 678	-4 035	-6 218	-5 935	-7 286
Charges de personnel	-1 196	-1 373	-1 592	-3 160	-3 247	-3 496
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBE)	2 105	2 176	979	5 821	5 199	4 466
% CA	9,9%	9,1%	5,0%	8,5%	8,2%	6,8%
Dotations aux amortissements et aux provisions	-578	-584	-461	-686	-653	-748
Reprises de provisions et d'amortissements	36	15	6	40	0	1 257
Transferts de charges	175	157	205	346	446	443
RESULTAT D'EXPLOITATION	1 738	1 763	729	5 521	4 992	5 418
% CA	8,2%	7,4%	3,7%	8,1%	7,8%	8,2%
Résultat financier	1 676	-169	-39	-784	-559	-240
Résultat hors activités ordinaires (H.A.O)	684	61	2	127	-67	11
Impôt sur le résultat	-593	-434	-336	-1 272	-963	-1 437
RESULTAT NET	3 504	1 221	357	3 592	3 403	3 752
% CA	16,5%	5,1%	1,8%	5,3%	5,3%	5,7%

CFAO Motors CI

BILAN (en millions de FCFA)	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
Immobilisations incorporelles	803	806	724	5 300	5 219	5 192
Immobilisations corporelles	1 544	1 082	1 118	7 533	8 561	10 364
Immobilisations financières	21	19	19	55	63	2 568
Stocks	4 601	4 662	6 226	17 031	12 172	13 718
Créances et emplois assimilés	6 757	5 711	6 620	14 195	16 114	14 748
Trésorerie - Actif	4 581	1 581	2 833	2 859	271	70
TOTALACTIF	18 307	13 860	17 539	46 972	42 400	46 660
Capitaux propres	10 402	8 181	7 317	20 789	20 910	21 259
Dettes financières et ressources assimilées	1 462	1 446	1 440	1 827	1 827	8 398
Clients avances reçues	1 367	1 100	2 614	3 340	2 621	3 326
Fournisseurs d'exploitation	3 555	1 969	4 624	7 790	4 561	7 777
Dettes fiscales	621	491	596	1 731	2 377	1 630
Dettes sociales	178	211	246	514	475	396
Autres dettes	722	462	702	3 198	1 486	2 101
Trésorerie - Passif	0	0	0	7 784	8 143	1 773
TOTAL PASSIF	18 307	13 860	17 539	46 972	42 400	46 660

INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES (en millions de FCFA)	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
Capacité d'autofinancement (CAF)	+3 363	+1 729	+810	+12 480	+4 124	+3 232
Distribution de dividendes dans l'exercice	-1 893	-3 442	-1 221	-371	-3 283	-3 404
Variation de BFR	+1 501	-1 225	+2 076	-10 588	-2 112	+3 530
Investissements (I)	+784	-63	-413	-12 782	-1 676	-4 900
Free Cash Flow (FCF) (1)	3 755	-3 001	1 252	-11 261	-2 947	-1 542
Remboursements	0	0	0	0	0	0
Nouveaux emprunts	0	0	0	0	0	+7 711
Augmentation de capital / Subvention	0	0	0	+3 505	0	0
Variation de Trésorerie	3 755	-3 001	1 252	-7 756	-2 947	6 169
Dettes financières nettes (2)	-4 581	-1 581	-2 832	4 925	7 872	1 703

CFAO Motors CI

TAUX DE CROISSANCE - COMPTE DE RESULTAT (en %)	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Chiffre d'affaires (CA)		12,8	-17,8	246,8	-6,8	3,4
Autres produits		670,5	2,4	74,2	-3,0	-4,6
PRODUITS D'EXPLOITATION		26,9	-15,2	219,7	-6,5	2,7
Achats de marchandises		31,5	-24,8	315,6	-22,0	11,2
Variation de stocks		-145,8	-219,2	-595,1	-226,7	-82,1
Autres achats		-17,4	29,6	105,3	12,8	-5,9
Transport		-39,6	11,9	24,4	38,0	-45,5
Services extérieurs		10,6	-18,4	182,2	-15,9	6,2
Impôts et taxes assimilés		57,2	-46,2	145,2	18,1	14,6
Autres charges		566,4	9,7	54,1	-4,5	22,8
Charges de personnel		14,9	15,9	98,5	2,8	7,7
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBE)		3,3	-55,0	494,4	-10,7	-14,1
Dotations aux amortissements et aux provisions		1,0	-21,1	48,7	-4,8	14,5
Reprises de provisions et d'amortissements		-56,9	-60,8	566,7	-100,0	0,0
Transferts de charges		-10,6	31,0	68,6	29,0	-0,7
RESULTAT D'EXPLOITATION		1,5	-58,6	657,0	-9,6	8,5
Résultat financier		-110,1	-77,2	1 930,7	-28,7	-57,1
Résultat hors activités ordinaires (H.A.O)		-91,1	-96,9	6 706,8	-152,7	-116,4
Impôt sur le résultat		-26,8	-22,7	278,8	-24,3	49,2
RESULTAT NET		-65,2	-70,8	906,6	-5,3	10,3

TAUX DE CROISSANCE - BILAN (en %)	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
Immobilisations incorporelles		0,3	-10,2	632,4	-1,5	-0,5
Immobilisations corporelles		-29,9	3,3	573,6	13,6	21,1
Immobilisations financières		-9,1	0,0	192,0	15,5	3 976,2
Stocks		1,3	33,6	173,5	-28,5	12,7
Créances et emplois assimilés		-15,5	15,9	114,4	13,5	-8,5
Trésorerie - Actif		-65,5	79,2	0,9	-90,5	-74,2
TOTAL ACTIF		-24,3	26,5	167,8	-9,7	10,0
Capitaux propres		-21,4	-10,6	184,1	0,6	1,7
Dettes financières et ressources assimilées		-1,0	-0,4	26,8	0,0	359,7
Clients avances reçues		-19,5	137,6	27,8	-21,5	26,9
Fournisseurs d'exploitation		-44,6	134,9	68,5	-41,5	70,5
Dettes fiscales		-20,9	21,3	190,5	37,4	-31,4
Dettes sociales		18,2	16,7	109,2	-7,6	-16,6
Autres dettes		-36,0	52,0	355,7	-53,5	41,4
Trésorerie - Passif		0,0	0,0	3 222 127,5	4,6	-78,2
TOTAL PASSIF		-24,3	26,5	167,8	-9,7	10,0

CFAO Motors CI

RATIOS	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014
Rentabilité						
Marge de profit (RN/CA) en %	16,5	5,1	1,8	5,3	5,3	5,7
Rotation des actifs (CA/TA) en %	116,0	172,7	112,2	145,3	150,1	141,0
Levier financier (TA/FP) en %	176,0	169,4	239,7	225,9	202,8	219,5
Retour sur fonds propres (RN/FP) en %	33,7	14,9	4,9	17,3	16,3	17,6
ROA (RN/TA) en %	19,1	8,8	2,0	7,6	8,0	8,0
Charges d'exploitation/Produits d'exploitation en %	92,0	93,6	96,9	92,6	92,9	92,4
Liquidité						
Ratio de liquidité générale (AC/PC) en %	176,3	245,1	146,3	188,4	245,5	186,9
Ratio de liquidité de l'actif (AC/TA) en %	62,0	74,8	73,2	66,5	66,7	61,0
Couverture des stocks (en jours d'achats)	114,1	87,9	156,2	102,8	94,2	95,5
Rotation des stocks (en nombre de fois / an)	3,2	4,1	2,3	3,5	3,8	3,8
Délais clients (en jours de CA) (3)	72,7	54,3	74,6	52,4	67,7	65,3
Délais fournisseurs (en jours d'achats) (3)	59,6	25,4	68,4	36,4	22,9	37,6
Flexibilité financière						
Gearing (Dette financière nette/FP) en %	-44,0	-19,3	-38,7	23,7	37,6	8,0
Couverture des charges d'intérêt (EBE/intérêts financiers)	31,3	52,2	25,3	7,4	9,3	13,6
Dette financière nette/EBE en %	-217,6	-72,7	-289,2	84,6	151,4	38,1

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

CFAO Motors CI

Les autres publications de WARA

- 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
- 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

CFAO Motors CI

- 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

© 2015 Emerging Markets Rating (EMR) & West Africa Rating Agency (WARA). Tous droits réservés. WARA est une Agence de Notation de l'UEMOA agréée par le CREPMF.

La notation de crédit est une opinion sur la capacité et la volonté d'un émetteur à faire face au remboursement de ses obligations financières, et non une quelconque appréciation de la valeur des actions de cet émetteur. Il est rappelé qu'il peut être risqué pour un investisseur de fonder sa décision d'investissement sur la seule notation de crédit.

La compréhension des méthodologies et échelles propres à WARA est essentielle pour mesurer la portée des opinions présentées dans les rapports. Il est vivement recommandé aux lecteurs des rapports de se rapprocher de WARA aux fins d'en obtenir copie.

Toutes les informations contenues dans nos rapports ont été obtenues à partir de sources considérées comme fiables. Cependant, étant donné la possibilité d'erreurs humaines ou d'autres aléas, toute information est présentée « en l'état » et sans aucune garantie que ce soit. WARA met tous les moyens à sa disposition pour vérifier la qualité de l'information utilisée pour délivrer une notation. WARA n'étant pas un réviseur de comptes, aucune garantie d'exhaustivité ne peut être fournie. En aucun cas WARA ne pourrait être tenu responsable et redevable à une personne ou une entité pour une quelconque perte réalisée suite à l'émission d'un de ses rapports ; chaque utilisateur de nos rapports est pleinement responsable de l'interprétation qu'il fera des opinions présentées. Ce rapport ne constitue en aucun cas un conseil de vendre, garder ou acheter un quelconque titre de créance.

Auteurs:

Christelle N'DOUA, Analyste Principale

Charbel GHAZI, Analyste Support

