



Septembre 2013

Table des matières

Notations	1
Evolution de la notation de long terme	1
Résumé	1
Perspective	2
Analyse des Facteurs de Notation Intrinsèque	4
Facteurs environnementaux	4
Environnement macroéconomique	4
Environnement opérationnel	5
Environnement sectoriel	5
Facteurs qualitatifs	6
Produits – Distribution - Marque	6
Gouvernance et Management	7
Positionnement concurrentiel	8
Facteurs quantitatifs	9
Rentabilité	9
Liquidité	10
Flexibilité financière	10
Carte des Scores	12
Facteurs de Support Externe	14
Données financières et ratios	15
Les autres publications de WARA	19

CFAO Motors CI

Côte d'Ivoire

BBB+/Stable/w-3

Notations

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

Evolution de la notation de long terme

Première notation assignée à CFAO Motors CI en septembre 2013.

Résumé

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

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

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

Analyste principal

Fabien PAQUET

Tél: +225 57 27 38 09

Email : fabien.paquet@rating-africa.org

Analyste support

Ndeye THIAW

Tél: +221 77 798 07 93

Email : ndeye.thiaw@rating-africa.org

CFAO Motors Côte d'Ivoire

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 **2.92/6.00**, incluant un ajustement favorable de **-5%** par rapport au score pondéré total avant ajustement de 3.07. WARA applique cet ajustement favorable pour mieux valoriser la reconnaissance de la marque CFAO en Côte d'Ivoire et l'intégration de CFAO Motors CI au Groupe CFAO qui 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, notamment dans l'ajustement favorable de -5% effectué sur la carte des scores. 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 13%. CFAO Motors CI possède une image de marque reconnue qui lui permet de capter 30% 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.

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.

Perspective

La perspective attachée à la notation de CFAO Motors CI est **stable**. WARA justifie cette perspective stable 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 sur le marché, avec des avantages comparatifs avérés qu'il sera difficile à la concurrence de mettre à mal.

CFAO Motors Côte d'Ivoire

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) de la réalisation du nouveau showroom de Toyota pour donner plus de visibilité à la marque et 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 ; et iv) de l'entrée de nouvelles marques fortes dans le portefeuille de distribution de CFAO Motors CI.

Une détérioration de la notation de CFAO Motors CI serait la conséquence: i) d'une nouvelle crise politique impactant la Côte d'Ivoire 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 approvisionnement 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 égale à celle des scénarios défavorables à moyen terme, ce qui signifie en d'autres termes que la notation actuelle de CFAO Motors CI contient autant de possibilités de rehaussement que de risques d'abaissement.

Analyse des Facteurs de Notation Intrinsèque

Facteurs environnementaux

Environnement macroéconomique

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

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

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

La population ivoirienne est en moyenne anormalement pauvre. Un Ivoirien sur deux vit en-dessous du seuil de pauvreté, et l'espérance de vie moyenne est de 58,4 ans. Le PIB par habitant n'a franchi la barre symbolique des 1000 USD qu'en 2008. C'est la raison pour laquelle les autorités souhaitent organiser la sortie progressive du secteur primaire, sans pour autant lui tourner le dos, vers l'agro-industrie et aussi les hydrocarbures, qui permettraient de financer la montée en gamme de l'économie ivoirienne. Cela dit, la dette du pays a été régularisée, et les réformes commencent à donner des résultats : notamment dans la filière cacao, grâce à la baisse des taxes, les planteurs peuvent recevoir 60% du prix de vente final. Les inégalités de revenus restent toutefois élevées, en s'exhibant, ce qui exacerbe les tensions sociales.

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

CFAO Motors Côte d'Ivoire

Environnement opérationnel

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

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

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

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

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 marque distribuées concomitamment à une réduction importante de la demande de véhicules neufs

La vente de véhicules neufs a drastiquement baissée depuis 30 ans ; elle affiche cependant une tendance haussière depuis le milieu des années 2000. 8500 véhicules neufs ont été vendus en 2012 ; CFAO estime que ce nombre devrait tendre vers 8000 pour 2013. L'année 2012 fut une année assez exceptionnelle du fait de la reprise post-crise et, en conséquence, de la nécessité de reconstituer le parc automobile, notamment pour les administrations qui s'étaient fait piller et détériorer leur flotte. 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 3345 véhicules neufs. Cet effondrement du marché s'explique notamment par le fort

CFAO Motors Côte d'Ivoire

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 trentaine de marques de véhicules sont aujourd'hui commercialisées en Côte d'Ivoire : les distributeurs historiques étendent leurs offres, les marques « low cost » telles que Dacia se développent et de nombreuses marques chinoises font leur apparition. Toyota, distribuée en exclusivité par CFAO, est la marque leader en Côte d'Ivoire.

Le marché des véhicules neufs possède un potentiel de croissance à court terme et à moyen terme. Tout d'abord, la nécessité de réaliser d'important travaux en conséquence i) de la crise de 2011 et ii) des besoins d'amélioration des infrastructures est une véritable opportunité 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).

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, poids lourds, 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. 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 prévoit de progressivement augmenter la distribution et l'entretien de motos et de moteurs de bateaux, activités aujourd'hui non significatives.

CFAO possède une part de marché de la vente de véhicules neufs de 31,5% 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 13% 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.

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 avantageuses grâce à l'effet de volume créé par le Groupe CFAO et ses deux centrales d'achats ; ii) une couverture de change (notamment le yen) est

CFAO Motors Côte d'Ivoire

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 125 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 personnes 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 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 lourd 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. 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 qui n'ont dorénavant plus besoin de passer à différentes caisses pour payer plusieurs produits et services. 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. WARA note que l'efficacité de ce mode de fonctionnement est positif dans la notation de CFAO Motors CI puisque chacune des initiatives proposée indépendamment par un site spécifique (programme de formation du personnel, opération marketing ou commerciale) peut être étendue à l'ensemble de la société en Côte d'Ivoire et permettre d'améliorer ses performances globales, créant ainsi une véritable dynamique et des synergies au sein de la société.

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. Cependant, CFAO Motors CI possède d'une totale autonomie de gestion pour mettre en place les décisions stratégiques et opérationnelles que la société juge nécessaire en Côte d'Ivoire.

CFAO Motors Côte d'Ivoire

Positionnement concurrentiel

CFAO Motors CI est un acteur majeur du marché de la vente de véhicules neufs et des services liés de réparation et d'entretien en Côte d'Ivoire

Avec 125 années de présence en Côte d'Ivoire et 31,5% 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, TractAfrique et Afrique Autos, détenant ainsi 40% 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 et Mini.

CFAO Motors CI est passé de 43,5% en 2010 à 31,5% en 2012 de part de marché ; 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 « low cost » comme Dacia ou le chinois GreatWall ; 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 Rav4 et du Mitsubishi ASX sur ce segment très dynamique et y prendre 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, i) CFAO Motors CI possède un portefeuille de marque avec une gamme de véhicules très vaste destinée à satisfaire tout type de budget. La société commercialise dorénavant des marques chinoises pour exploiter le segment des véhicules « low cost » (-30% que les marques premium). A titre d'illustration, les bus d'origine chinoise sont particulièrement intéressants pour les clients au niveau de l'entretien car les pièces de rechange arrivent totalement prêtes ce qui réduit les besoins en services de carrosserie. ii) Le portefeuille de CFAO Motors CI est aussi porté par sa marque phare Toyota, dont un projet de construction d'un nouveau showroom est en cours pour dynamiser les ventes et donner à la marque plus de visibilité, représentant une part de marché de 13% et qui pourrait, selon le management, s'accroître à près de 20%. De plus, iii) CFAO Motors CI a développé une expertise sur son marché depuis plus d'un siècle de présence sur le territoire ivoirien. 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, puisque des « centres auto » seraient 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.

CFAO Motors Côte d'Ivoire

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, charges variables ; et ii) les charges de personnel, charges fixes, que CFAO Motors CI prévoit de stabiliser avec un nombre de 350 employés pour un fonctionnement optimal.

Bien que le taux de résultat net soit en moyenne élevé (supérieur à 5% en 2012) et qu'il soit resté positif pendant l'année 2011 lors de la crise en Côte d'Ivoire, ce taux a baissé au cours des dernières années, impacté par une tendance haussière du yen depuis fin 2008. En effet, l'approvisionnement en véhicules Toyota et Mitsubishi, représentant plus de la moitié des ventes de CFAO Motors CI, sont payés en yen, devise qui s'est appréciée entre la fin de l'année 2008 et le début de l'année 2012 (voir graphe ci-dessous). 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 les effets de variation du taux de change à court terme. WARA note donc que l'exposition au yen représente le principal risque pour la santé financière de CFAO Motors puisque ses variations ne peuvent pas être totalement et immédiatement répercutées sur le prix proposés aux clients finaux.

Evolution du cours du yen (en €) :



CFAO Motors Côte d'Ivoire

Liquidité

La liquidité est caractérisée par des stocks en majorité liquides à l'actif, financés par un faible endettement qui repose aujourd'hui uniquement sur des 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 (36% du bilan en 2012) CI et le management constate que la société a toujours pu écouler relativement rapidement ses stocks. Autre poste important de l'actif, les créances ne souffrent pas de problèmes de recouvrement puisque l'activité de CFAO Motors CI requiert que le paiement des véhicules par les clients soit fait avant leur livraison ; le délai de paiement client était de 52 jours pour l'année 2012.

CFAO Motors CI se finance aujourd'hui uniquement sur des lignes de crédit court-terme auprès de ses partenaires bancaires. La société n'a pas de dette à moyen et long terme dans ses comptes ; elle utilise ses autorisations de découvert de manière ponctuelle et selon les besoins engendrés par les cycles de son activité. 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, aujourd'hui faiblement endetté et qui n'utilise que des financements de court terme, dispose de bonnes marges de manœuvre pour la structuration de ses financements futurs

Même lors de la crise politique de 2011, CFAO Motors a montré la solidité de sa structure financière en affichant un résultat net positif et en distribuant des dividendes 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. La société a notamment organisé avec succès durant cette période l'envoi de 300 véhicules au Sénégal pour sécuriser ses stocks et éviter les dégradations ou vols qui faisaient rage dans le pays.

CFAO Motors CI est faiblement endetté et affiche un gearing de 23,7% en 2012. La société n'a aujourd'hui recours qu'à des solutions de financement court terme, qu'elle adapte selon ses besoins. Cependant CFAO Motors CI envisage une émission obligataire de 7.5 milliards de FCFA 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, iii) prêter aux autres sociétés du Groupe CFAO en zone CFA, notamment les activités plastique et pharmacie qui affichent actuellement une croissance forte et qui pourront bénéficier du bilan de CFAO Motors CI. 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 Côte d'Ivoire

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 près de 98% 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 Côte d'Ivoire

Carte des Scores

FACTEURS DE NOTATION INTRINSEQUE DES CORPORATES		Pondération	Score	Score pondéré	
FACTEURS ENVIRONNEMENTAUX		25%	4,50	1,12	
FNI.C1	Environnement macroéconomique	EM	10%	4,34	0,43
	<i>Maturité</i>		3%	5,00	0,15
	<i>Volatilité</i>		2%	5,00	0,10
	<i>Diversité</i>		2%	3,20	0,06
	<i>Soutenabilité</i>		3%	4,00	0,12
FNI.C2	Environnement opérationnel	EO	7%	4,71	0,33
	<i>Gouvernance systémique</i>		3%	5,00	0,15
	<i>Infrastructure</i>		2%	5,00	0,10
	<i>Information</i>		2%	4,00	0,08
FNI.C3	Environnement sectoriel	ES	8%	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%	2,61	1,05	
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%	2,50	0,38
	<i>Gouvernance idiosyncrasique</i>		5%	3,00	0,15
	<i>Qualité de la gestion stratégique</i>		5%	2,50	0,13
	<i>Qualité de l'exécution opérationnelle</i>		5%	2,00	0,10
FNI.C6	Positionnement concurrentiel	PC	10%	2,70	0,27
	<i>Compétitivité prix</i>		3%	3,00	0,09
	<i>Compétitivité hors-prix</i>		3%	2,00	0,06
	<i>Développement - Technologie - Innovation</i>		4%	3,00	0,12
FACTEURS FINANCIERS		35%	2,57	0,90	
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>Lever 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%	2,53	0,38
	<i>Couverture des intérêts par les cashflows</i>		8%	3,00	0,24
	<i>Dette en années de cashflows</i>		7%	2,00	0,14
			SCORE PONDÉRÉ TOTAL	3,07	
			AJUSTEMENT	-5%	
			SCORE PONDÉRÉ TOTAL AJUSTÉ	2,92	
			NOTATION INTRINSÈQUE	BBB+	

CFAO Motors Côte d'Ivoire

SPTA		NI.C
De:	A:	
1,00	1,24	AAA
1,25	1,49	AA+
1,50	1,74	AA
1,75	1,99	AA-
2,00	2,24	A+
2,25	2,49	A
2,50	2,74	A-
2,75	2,99	BBB+
3,00	3,24	BBB
3,25	3,49	BBB-
3,50	3,74	BB+
3,75	3,99	BB
4,00	4,24	BB-
4,25	4,49	B+
4,50	4,74	B
4,75	4,99	B-
5,00	5,24	CCC+
5,25	5,49	CCC
5,50	5,74	CCC-
5,75	5,99	CC/C

CFAO Motors Côte d'Ivoire

Facteurs de Support Externe

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

CFAO Motors Côte d'Ivoire

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 seuls les comptes 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)	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012
Chiffre d'affaires (CA)	21 447	21 229	23 941	19 681	68 263
Autres produits	458	466	3 593	3 678	6 409
PRODUITS D'EXPLOITATION	21 905	21 695	27 534	23 359	74 672
Achats de marchandises	-15 637	-14 519	-19 092	-14 349	-59 627
Variation de stocks	788	-1 538	704	-839	4 154
Autres achats	-148	-123	-102	-132	-270
Transport	-167	-237	-143	-160	-199
Services extérieurs	-1 696	-1 216	-1 344	-1 097	-3 095
Impôts et taxes assimilés	-181	-210	-329	-177	-434
Autres charges	-455	-552	-3 678	-4 035	-6 218
Charges de personnel	-1 366	-1 196	-1 373	-1 592	-3 160
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBE)	3 043	2 105	2 176	979	5 821
% CA	14,2%	9,9%	9,1%	5,0%	8,5%
Dotations aux amortissements et aux provisions	-668	-578	-584	-461	-686
Reprises de provisions et d'amortissements	52	36	15	6	40
Transferts de charges	169	175	157	205	346
RESULTAT D'EXPLOITATION	2 595	1 738	1 763	729	5 521
% CA	12,1%	8,2%	7,4%	3,7%	8,1%
Résultat financier	-27	1 676	-169	-39	-784
Résultat hors activités ordinaires (H.A.O)	176	684	61	2	127
Impôt sur le résultat	-769	-593	-434	-336	-1 272
RESULTAT NET	1 975	3 504	1 221	357	3 592
% CA	9,2%	16,5%	5,1%	1,8%	5,3%

CFAO Motors Côte d'Ivoire

BILAN (en millions de FCFA)	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012
Immobilisations incorporelles	25	803	806	724	5 300
Immobilisations corporelles	1 796	1 544	1 082	1 118	7 533
Immobilisations financières	1 224	21	19	19	55
Stocks	6 627	4 601	4 662	6 226	17 031
Créances et emplois assimilés	5 004	6 757	5 711	6 620	14 195
Trésorerie - Actif	826	4 581	1 581	2 833	2 859
TOTAL ACTIF	15 504	18 307	13 860	17 539	46 972
Capitaux propres	8 791	10 402	8 181	7 317	20 789
Dettes financières et ressources assimilées	1 497	1 462	1 446	1 440	1 827
Clients avances reçues	1 287	1 367	1 100	2 614	3 340
Fournisseurs d'exploitation	2 103	3 555	1 969	4 624	7 790
Dettes fiscales	797	621	491	596	1 731
Dettes sociales	352	178	211	246	514
Autres dettes	677	722	462	702	3 198
Trésorerie - Passif	0	0	0	0	7 784
TOTAL PASSIF	15 504	18 307	13 860	17 539	46 972

INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES (en millions de FCFA)	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012
Capacité d'autofinancement (CAF)	2 414	3 363	1 729	810	12 480
Distribution de dividendes dans l'exercice	2 232	1 893	3 442	1 221	371
Variation de BFR	3 817	-1 501	1 225	-2 076	10 588
Investissements (I)	750	-784	63	413	12 782
Free Cash Flow (FCF) (1)	-4 385	3 755	-3 001	1 252	-11 261
Remboursements	0	0	0	0	0
Nouveaux emprunts	0	0	0	0	0
Augmentation de capital / Subvention	0	0	0	0	3 505
Variation de Trésorerie	-4 385	3 755	-3 001	1 252	-7 756
Dette financière nette (2)	-826	-4 581	-1 581	-2 832	4 925

CONTRIBUTIONS DES ENTITES FUSIONNEES (en millions de FCFA)	31/12/2010				31/12/2011				31/12/2012
	CFAO	SARI	CIDP	TOTAL	CFAO	SARI	CIDP	TOTAL	TOTAL
Chiffre d'affaires (CA)	23 941	17 726	15 174	56 841	19 681	15 228	12 597	47 506	68 263
RESULTAT NET	1 221	338	1 308	2 867	357	-527	470	300	3 592
% du CA	5,1%	1,9%	8,6%	5,0%	1,8%	-3,5%	3,7%	0,6%	5,3%
Capacité d'autofinancement (CAF)	1 729	997	1 991	4 717	810	242	940	1 992	12 480
Distribution de dividendes dans l'exercice	3 442	769	1 202	5 413	1 221	338	1 309	2 868	371

Note: seuls les comptes 2012 sont consolidés

CFAO Motors Côte d'Ivoire

TAUX DE CROISSANCE - COMPTE DE RESULTAT (en %)	2008	2009	2010	2011	2012
Chiffre d'affaires (CA)		-1,0	12,8	-17,8	246,8
Autres produits		1,8	670,5	2,4	74,2
PRODUITS D'EXPLOITATION		-1,0	26,9	-15,2	219,7
Achats de marchandises		-7,1	31,5	-24,8	315,6
Variation de stocks		-295,0	-145,8	-219,2	-595,1
Autres achats		-17,0	-17,4	29,6	105,3
Transport		42,3	-39,6	11,9	24,4
Services extérieurs		-28,3	10,6	-18,4	182,2
Impôts et taxes assimilés		15,6	57,2	-46,2	145,2
Autres charges		21,3	566,4	9,7	54,1
Charges de personnel		-12,5	14,9	15,9	98,5
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBE)		-30,8	3,3	-55,0	494,4
Dotations aux amortissements et aux provisions		-13,4	1,0	-21,1	48,7
Reprises de provisions et d'amortissements		-31,1	-56,9	-60,8	566,7
Transferts de charges		3,7	-10,6	31,0	68,6
RESULTAT D'EXPLOITATION		-33,0	1,5	-58,6	657,0
Résultat financier		-6 281,6	-110,1	-77,2	1 929,6
Résultat hors activités ordinaires (H.A.O)		287,9	-91,1	-96,9	6 706,8
Impôt sur le résultat		-22,8	-26,8	-22,7	278,8
RESULTAT NET		77,4	-65,2	-70,8	906,8

TAUX DE CROISSANCE - BILAN (en %)	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012
Immobilisations incorporelles		3 079,3	0,3	-10,2	632,4
Immobilisations corporelles		-14,1	-29,9	3,3	573,6
Immobilisations financières		-98,3	-9,1	0,0	192,0
Stocks		-30,6	1,3	33,6	173,5
Créances et emplois assimilés		35,0	-15,5	15,9	114,4
Trésorerie - Actif		454,4	-65,5	79,2	0,9
TOTAL ACTIF		18,1	-24,3	26,5	167,8
Capitaux propres		18,3	-21,4	-10,6	184,1
Dettes financières et ressources assimilées		-2,4	-1,0	-0,4	26,8
Clients avances reçues		6,2	-19,5	137,6	27,8
Fournisseurs d'exploitation		69,1	-44,6	134,9	68,5
Dettes fiscales		-22,1	-20,9	21,3	190,5
Dettes sociales		-49,3	18,2	16,7	109,2
Autres dettes		6,5	-36,0	52,0	355,7
Trésorerie - Passif		0,0	0,0	0,0	3 222 127,5
TOTAL PASSIF		18,1	-24,3	26,5	167,8

CFAO Motors Côte d'Ivoire

RATIOS	31/12/2008	31/12/2009	31/12/2010	31/12/2011	31/12/2012
Rentabilité					
Marge de profit (RN/CA) en %	9,2	16,5	5,1	1,8	5,3
Rotation des actifs (CA/TA) en %	138,3	116,0	172,7	112,2	145,3
Levier financier (TA/FP) en %	176,4	176,0	169,4	239,7	225,9
Retour sur fonds propres (RN/FP) en %	22,5	33,7	14,9	4,9	17,3
ROA (RN/TA) en %	12,7	19,1	8,8	2,0	7,6
Charges d'exploitation/Produits d'exploitation en %	88,2	92,0	93,6	96,9	92,6
Liquidité					
Ratio de liquidité générale (AC/PC) en %	223,0	176,3	245,1	146,3	188,4
Ratio de liquidité de l'actif (AC/TA) en %	75,0	62,0	74,8	73,2	66,5
Couverture des stocks (en jours d'achats)	152,6	114,1	87,9	156,2	102,8
Rotation des stocks (en nombre de fois / an)	2,4	3,2	4,1	2,3	3,5
Délais clients (en jours de CA) (3)	49,1	72,7	54,3	74,6	52,4
Délais fournisseurs (en jours d'achats) (3)	37,0	59,6	25,4	68,4	36,4
Flexibilité financière					
Gearing (Dette financière nette/FP) en %	-9,4	-44,0	-19,3	-38,7	23,7
Couverture des charges d'intérêt (EBE/intérêts financiers)	107,3	31,3	52,2	25,3	7,4
Dette financière nette/EBE en %	-27,2	-217,6	-72,7	-289,2	84,6

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

CFAO Motors Côte d'Ivoire

Les autres publications de WARA

- *Carte d'identité : CFAO Motors CI – Septembre 2013*
- *Analyse : PAD – Septembre 2013*
- *Carte d'identité : PAD – Septembre 2013*
- *Analyse : Groupe SIFCA – Mai 2013*
- *Carte d'identité : Groupe SIFCA – Mai 2013*
- *Analyse : SAPH – Mars 2013*
- *Carte d'identité : SAPH – Mars 2013*

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

CFAO Motors Côte d'Ivoire

© 2013 Emerging Markets Rating (EMR) & West Africa Rating Agency (WARA). Tous droits réservés. WARA est une Agence de Notation de l'UEMOA agréée par le CREPMF.

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

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

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

Auteurs :**Fabien PAQUET, Analyste Senior****Ndeye THIAW, Analyste Senior**