



WARA

TITRISATION

www.wara-ratings.com

Fonds Commun de Titrisation de Créances (FCTC) – COFINA

tAA/Stable/--

[MISE À JOUR]

ANALYSE

Mai 2019

Hamza HAJI

hamza.haji@rating-africa.org

+221 33 825 72 22 | + 221 77 392 78 27

Oumar NDIAYE

oumar.ndiaye@rating-africa.org

+221 33 825 72 22 | +221 77 400 42 91

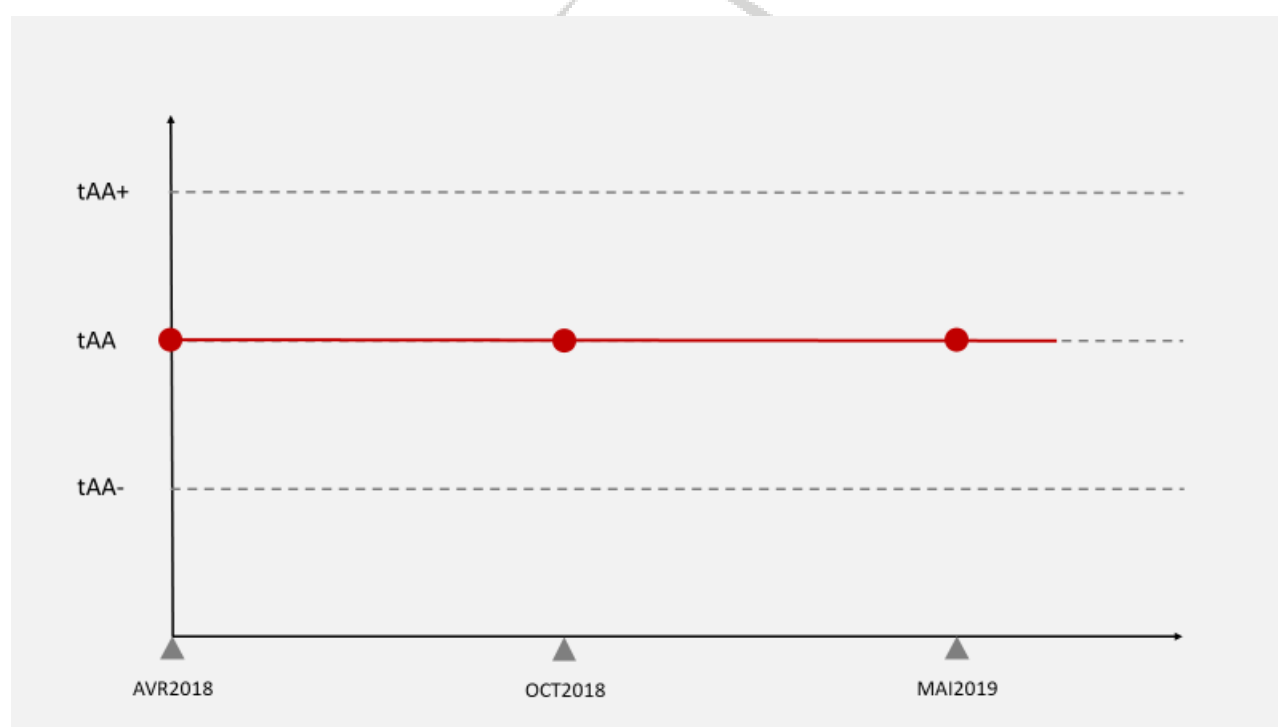
TABLE DES MATIÈRES

| | |
|---|----|
| NOTATION | 3 |
| ÉVOLUTION DE LA NOTE DE LONG TERME | 3 |
| RÉSUMÉ | 3 |
| Approche méthodologique | 4 |
| Approche analytique : principaux facteurs de notation | 5 |
| Approche analytique : principaux facteurs de notation | 5 |
| DESCRIPTION DE L'OPERATION DE TITRISATION | 6 |
| La structure | 6 |
| Les termes résumés de l'émission de titres | 7 |
| Le Cédant et le portefeuille | 8 |
| Le Cédant | 8 |
| Le portefeuille cédé | 9 |
| ANALYSE MISE A JOUR | 11 |
| Le portefeuille de créances sous-jacent | 11 |
| Résultat du stress-test sur le portefeuille | 12 |
| Etape 1 : calcul de la perte attendue stressée | 13 |
| Etape 2 : prise en compte des bénéfices de diversification sectorielle | 14 |
| Etape 3 : prise en compte des bénéfices de diversification géographique (macroéconomique) | 15 |
| Etape 4 : sur-stress en scénario extrême | 16 |

NOTATION

| | Tranche Senior | Tranche Mezzanine | Tranche Equity |
|-------------------------|----------------|-------------------|----------------|
| Echelle | Régionale | | |
| Méthodologie | Titrisation | | |
| Montant | FCFA 10 mds | -- | FCFA 2 mn |
| Notation de long terme | tAA | -- | -- |
| Perspective | Stable | -- | -- |
| Notation de court terme | -- | -- | -- |
| Surveillance | Non | -- | -- |

ÉVOLUTION DE LA NOTE DE LONG TERME



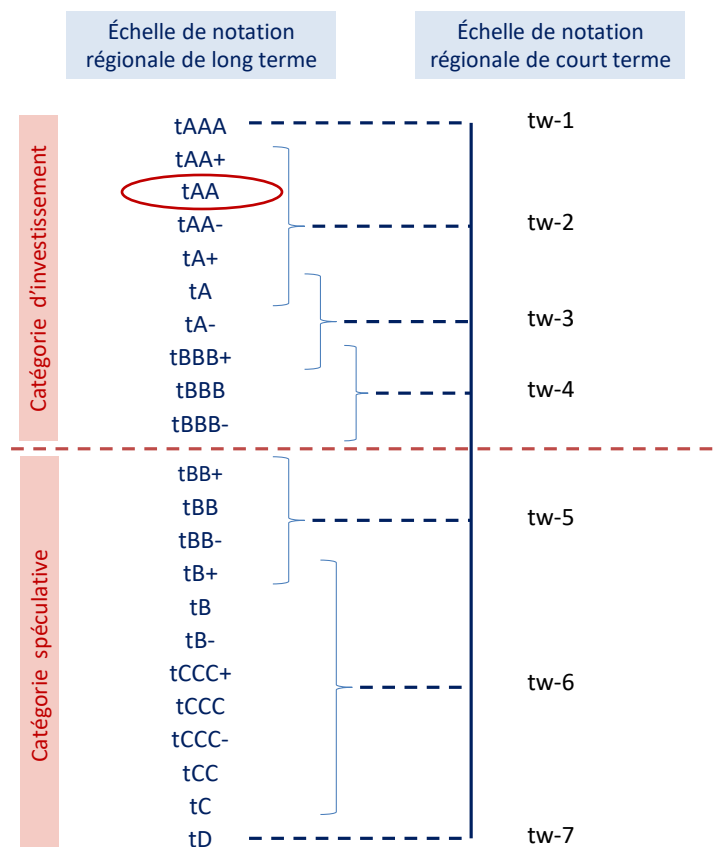
RÉSUMÉ

- La notation de long terme de la tranche obligataire (senior) de l'opération de titrisation du Groupe COFINA en devise locale reste « tAA », soit deux crans en-dessous de la note maximale.

WARA a affirmé à nouveau la notation de long terme en devise régionale « **tAA** » des obligations « senior » émises par le **FCTC du Groupe COFINA**, d'un montant initial de 10 milliards de FCFA, en mai 2019. A titre de référence, cette notation de « tAA » se situe deux crans en-dessous la note maximale de WARA sur son échelle régionale. La perspective reste **stable**.

Approche méthodologique

- WARA assigne uniquement **une notation de long terme** aux obligations émises par le FCTC-COFINA puisque ces obligations portent une maturité initiale de 18 mois.
- Méthodologiquement, **WARA ne note pas les parts résiduelles**, c'est-à-dire la tranche dite «*equity*».
- Par ailleurs, **le FCTC-COFINA n'a émis aucune tranche subordonnée**, dite «*mezzanine*».
- En outre, **WARA n'assigne aucune notation en devises internationales** aux obligations senior du FCTC-COFINA puisque cette émission obligataire est exclusivement libellée en francs CFA.
- De surcroît, selon la méthodologie de WARA et par construction, les notations des obligations émises dans le cadre d'opérations de titrisation (notamment lorsqu'elles sont transfrontalières et de nature régionale) **ne sont pas soumises aux plafonds nationaux, mais uniquement au plafond régional**, lequel se situe selon WARA à AAA en devise régionale.
- Enfin, **cette notation continue de porter une perspective stable**. WARA estime en effet qu'à la date de revue, aucune information ne laisse entendre que la Perte Attendue attachée au portefeuille titrisé serait à même de se détériorer ou de s'améliorer à court terme.



Approche analytique : principaux facteurs de notation

- La très forte granularité du portefeuille titrisé et la maturité courte de l'émission (18 mois)
- L'équilibre géographique du portefeuille titrisé, réparti à parts presque égales entre la Côte d'Ivoire et le Sénégal
- Le degré robuste de rehaussement de crédit par un surdimensionnement du portefeuille de 30,5% en valeur, auquel s'ajoute un portefeuille de réserve de 6%
- La bonne qualité des actifs sous-jacents à l'opération de titrisation
- La prévisibilité des flux de trésorerie extraits du portefeuille sous-jacent (0,7% de taux d'impayé par rapport à l'encours initial en début et en fin de transaction)
- Le caractère amortissable des obligations et du portefeuille de créances sous-jacent, ce qui anesthésie le risque de valeur résiduelle
- L'existence d'un fonds de réserve appelé à croître à mesure que les excédents de marges (« excess spreads » ou différentiels de taux entrants et sortants) s'accumulent au sein de la structure
- Le confinement des risques opérationnels, eu égard à la présence de solutions alternatives de recouvrement et à la bonne qualité de la documentation juridique

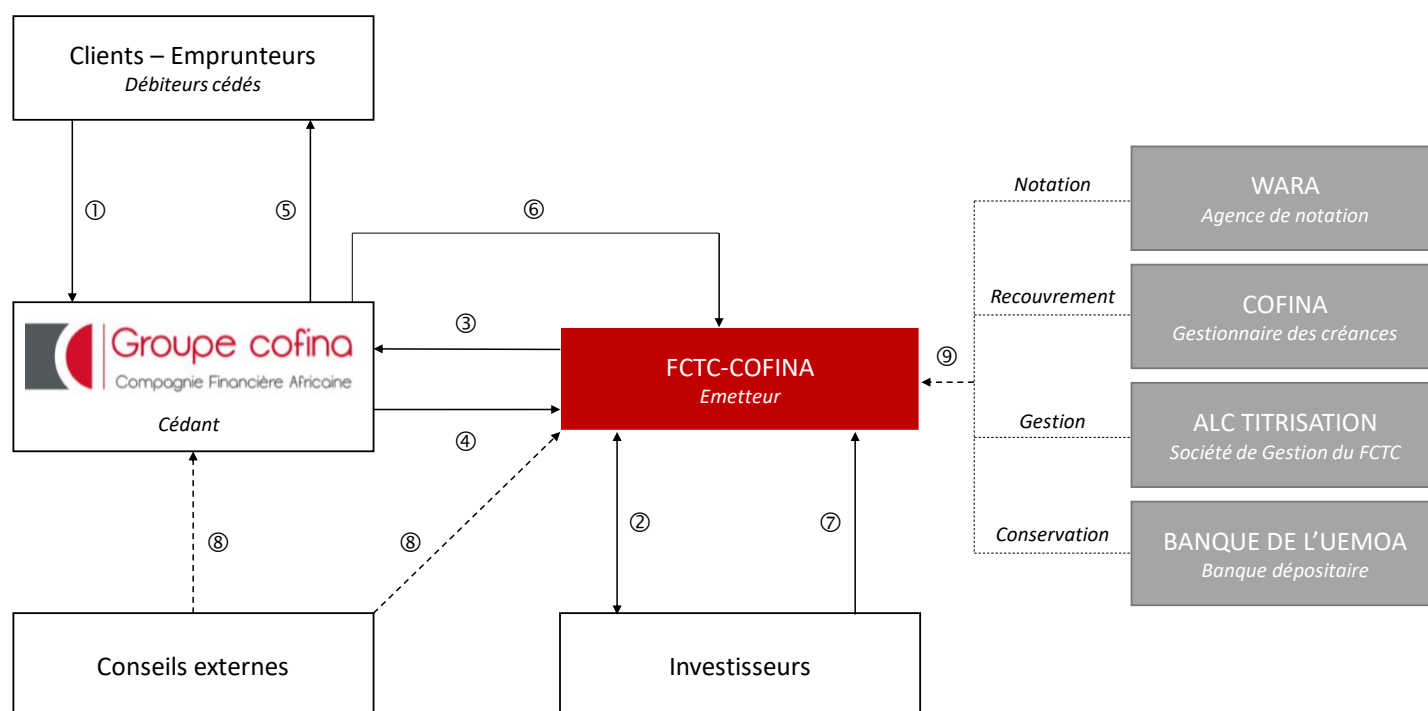
Approche analytique : principaux facteurs de notation

- **Une amélioration à court terme de la notation des obligations senior émises par le FCTC-COFINA serait la conséquence :** i) d'un comportement extrêmement favorable des créances sous-jacentes, avec un taux de défaut et de non-recouvrement très en-deçà des moyennes historiques ; ii) d'une hausse du taux de surdimensionnement ou d'un renforcement du portefeuille de réserve ; et/ou iii) de l'introduction de garanties externes dont la qualité de crédit serait supérieure à celle des obligations émises.
- **Une détérioration de la notation des obligations senior émises par le FCTC-COFINA serait la conséquence :** i) d'une crise économique, politique ou sanitaire soudaine et de très grande ampleur dans l'un des deux pays desquels sont issues les créances cédées ; ii) d'une détérioration soudaine et sévère de la macroéconomie sous-régionale ; ou iii) de la matérialisation des risques opérationnels rendant le recouvrement des créances plus malaisé.
- Au total, **WARA estime que la probabilité d'occurrence des scénarios défavorables est équivalente à celle des scénarios favorables**, à un faible niveau en valeur absolue.
- La revue analytique en mai 2019 par WARA des obligations senior émises par le FCTC-COFINA est **la dernière revue semestrielle avant amortissement total des créances**. Nous incluons donc dans l'analyse **la position en trésorerie** du FCTC à fin mars 2019.

DESCRIPTION DE L'OPERATION DE TITRISATION

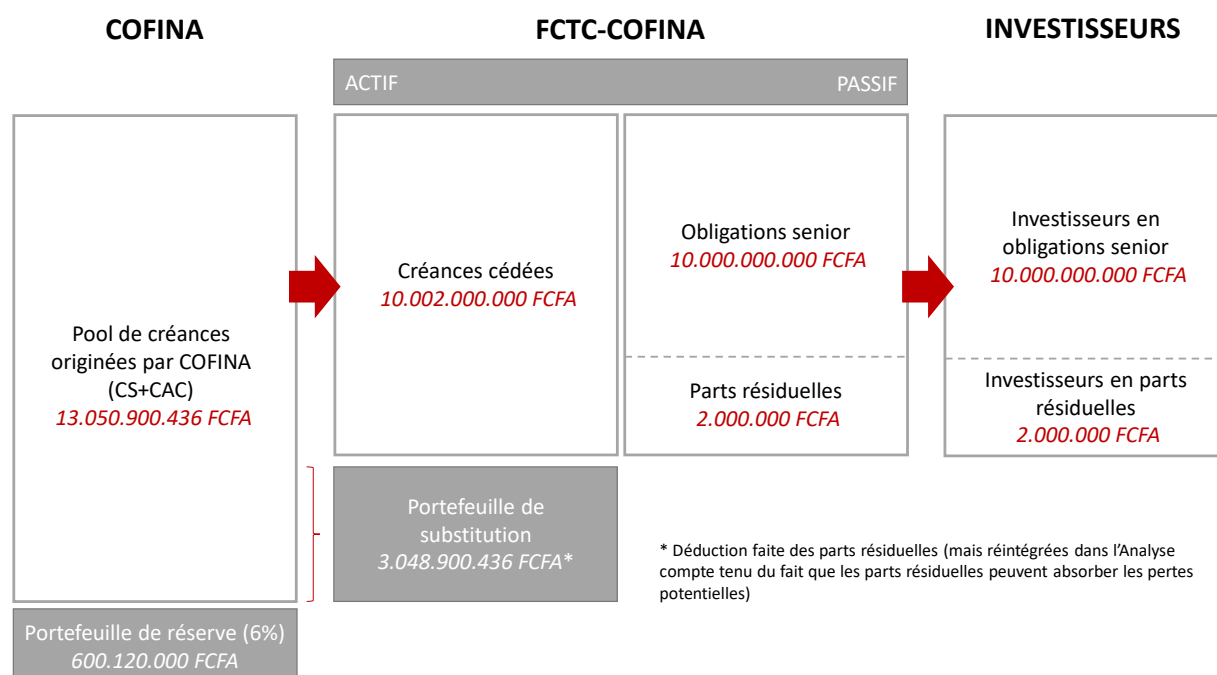
La structure

La structure de l'opération de titrisation du FCTC-COFINA se présente comme suit :



1. Conventions de crédit des clients du Groupe COFINA (en l'espèce COFINA Sénégal [CS] et Compagnie Africaine de Crédit [CAC])
2. Emission des titres obligataires et des parts résiduelles par le FCTC-COFINA, et collecte du produit de l'émission des titres
3. Acquisition des créances du portefeuille grâce au produit de l'émission
4. Cession des créances existantes au FCTC-COFINA par le Groupe COFINA
5. Recouvrement des échéances par le gestionnaire des créances
6. Versement des fonds collectés sur le compte du FCTC-COFINA
7. Service de la dette aux porteurs de titres et de parts
8. Fourniture de conseils spécialisés, notamment juridiques, fiscaux et comptables
9. Fourniture de services règlementaires (notation, recouvrement, gestion et conservation des actifs)

Le bilan d'ouverture du FCTC-COFINA se présente comme suit :



Les termes résumés de l'émission de titres

| CARACTERISTIQUE CLE | DENOMINATION / COMMENTAIRES |
|-------------------------------|---|
| Emetteur | FCTC-COFINA |
| Cédant | Groupe COFINA, en l'espèce CS et CAC |
| Société de gestion | Africa Link Capital Titrisation (ALC Titrisation) |
| Objet | Emission d'obligations et de parts résiduelles adossées aux créances cédées par le Groupe COFINA, en vue du refinancement du portefeuille de crédit des filiales du Groupe COFINA, à savoir CS et CAC |
| Nature des créances cédées | Prêts à court et moyen termes issus du portefeuille de crédit des filiales du Groupe COFINA |
| Rechargement | Possible : Le Fonds pourra procéder à l'émission de nouvelles obligations lors d'un ou de plusieurs rechargement(s) |
| Tranching | Tranche Senior : obligations souscrites par les investisseurs Tranche Equity : parts Résiduelles souscrites par les investisseurs ou le cédant |
| Montant des tranches | Tranche senior : 10.000.000.000 FCFA (1.000.000 x 10.000 FCFA) Tranche equity : 2.000.000 FCFA (2 x 1.000.000 FCFA) |
| Date d'émission | 11 avril 2018 |
| Maturité | 18 mois |
| Amortissement des créances | Mensuel |
| Amortissement des obligations | Semestriel |
| Taux cible des obligations | 7,5% |

Le Cédant et le portefeuille

Le Cédant

Le Groupe COFINA, dans le cadre du développement de ses activités, réalise une opération de titrisation de créances, pour le refinancement de son portefeuille de crédit, et l'optimisation de ses ratios prudentiels, dans un contexte de forte demande de prêts.

L'opération, qui porte sur une émission de titres obligataires pour un montant de 10 milliards de FCFA (**tranche senior**) et de parts résiduelles pour un montant de 2 millions de FCFA (**tranche equity**), consiste en la cession, par les filiales COFINA Sénégal (CS) et Compagnie Africaine de Crédit (CAC en Côte d'Ivoire), d'un portefeuille de créances au profit du FCTC-COFINA.

Le Groupe COFINA est un établissement financier d'épargne et de crédit, régulé en tant que tel, et qui compte 4 institutions de financement dont deux utilisent la marque COFINA :

- **COFINA Sénégal** (démarrage des activités à la clientèle depuis avril 2014)
- **COFINA Guinée** (démarrage des activités à la clientèle depuis février 2014)
- **Crédit Solidaire du Gabon** (démarrage des activités à la clientèle depuis avril 2016)
- **Compagnie Africaine de Crédit en Côte d'Ivoire** (démarrage des activités à la clientèle depuis juillet 2014)

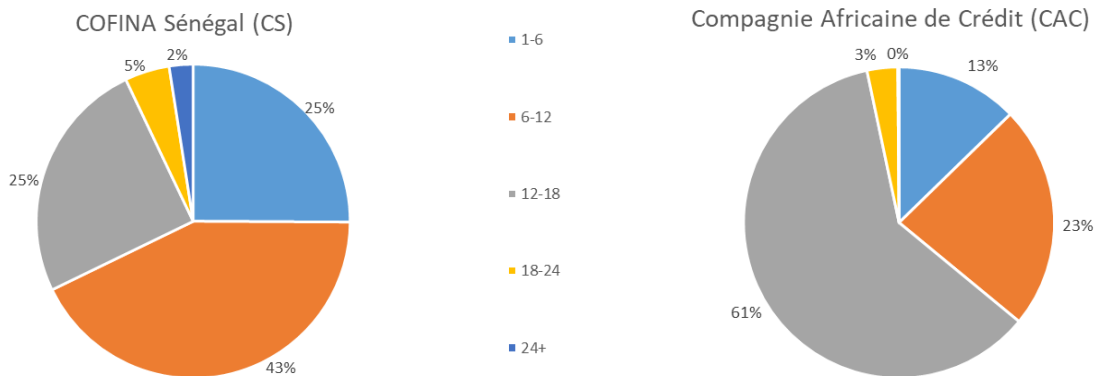
Les institutions du réseau COFINA ont pour ambition de « *développer des solutions financières pour permettre aux PME et aux entrepreneurs de soutenir leur croissance et à la classe moyenne de réaliser leurs projets* ». Le Groupe COFINA est ainsi spécialisé sur le segment de la méso-finance et ambitionne de « *s'affirmer comme le modèle panafricain de la finance inclusive et de participer durablement au développement du continent avec une empreinte sociale maximale* ». Au cours des prochaines années, le Groupe COFINA entend poursuivre l'expansion de son réseau en assistant et/ou en créant des institutions d'épargne et de crédit dans 16 pays d'Afrique (CEMAC, UEMOA, Guinée et RDC).

| Caractéristique | Valeur | Au : |
|--|--|------------|
| Pays d'implantation | Sénégal, Côte d'Ivoire, Gabon, Guinée, Mali, Congo | 31.12.2016 |
| Nombre de collaborateurs | 767 | 30.06.2016 |
| Nombre de clients | 63.153 | 31.12.2016 |
| Nombre de comptes | 114.253 | 31.12.2016 |
| Nombre de projets financés | 20.879 | 31.12.2016 |
| Encours de crédit | 39,4 milliards de FCFA | 31.12.2016 |
| Total bilan | 57 milliards de FCFA | 31.12.2016 |
| Total ressources | 40 milliards de FCFA | 31.12.2016 |
| Production totale de crédit depuis le démarrage (2014) | 115 milliards de FCFA | 31.12.2016 |
| Portefeuille à risque 90 jours | 1,73% | 31.12.2016 |

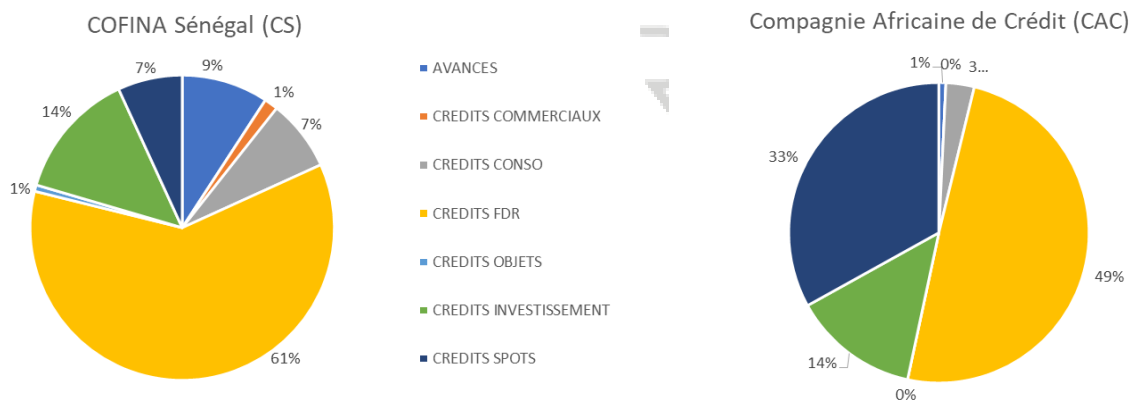
Le portefeuille cédé

Les principales caractéristiques du portefeuille cédé (dont le montant sera de **13.050.900.436 FCFA** y compris le surdimensionnement de 3.050.900.436 FCFA au **3 avril 2018**) sont les suivantes :

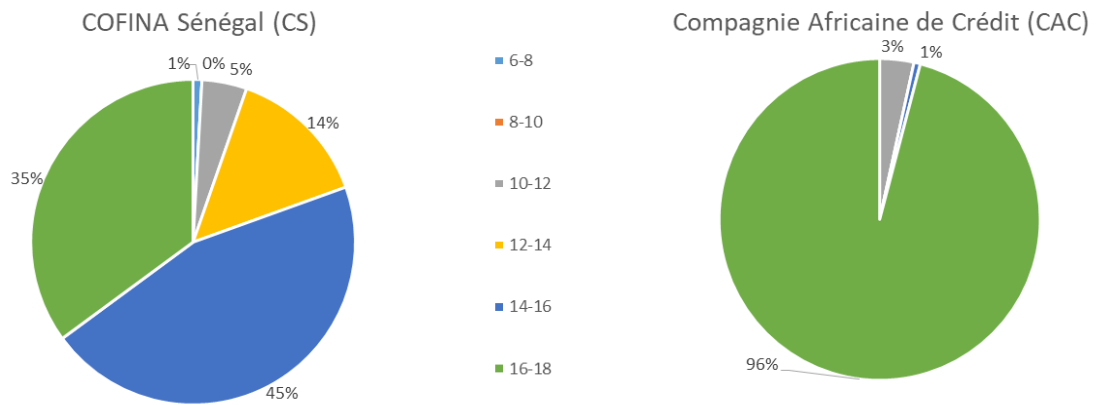
Répartition du portefeuille par maturité (en mois)



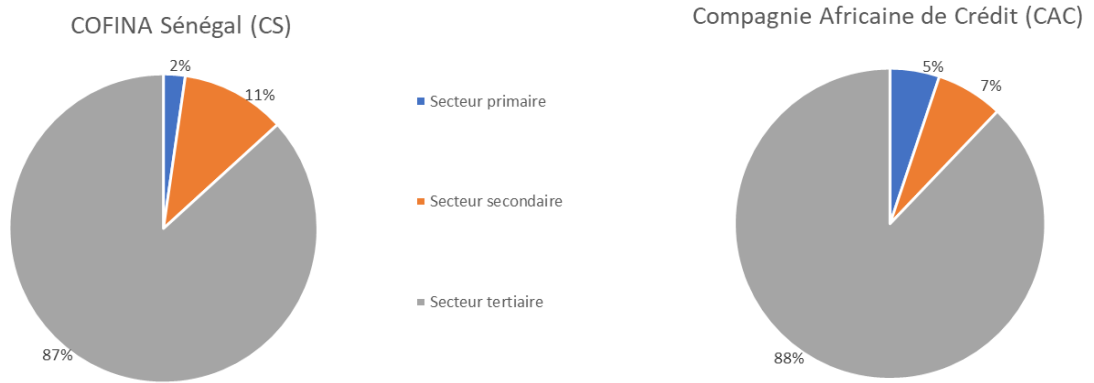
Répartition du portefeuille par type de prêt



Répartition du portefeuille par tranche de taux (en %)



Répartition du portefeuille par secteur d'activité



ANALYSE MISE A JOUR

Le portefeuille de créances sous-jacent

Le portefeuille sous-jacent à l'opération de titrisation du FCTC-COFINA se compose comme suit à l'ouverture en avril 2018, au terme du premier semestre en septembre 2018 et au terme du deuxième semestre en mars 2019 :

| Caractéristiques | SITUATION INITIALE: AVRIL 2018 | | | SITUATION SEMESTRIELLE: SEPTEMBRE 2018 | | | SITUATION SEMESTRIELLE: MARS 2019 | | |
|--|--------------------------------|---------------|----------------|--|---------------|----------------|-----------------------------------|---------------|----------------|
| | Sénégal | Côte d'Ivoire | TOTAL | Sénégal | Côte d'Ivoire | TOTAL | Sénégal | Côte d'Ivoire | TOTAL |
| Nombre de créances (unités) | 690 | 569 | 1 259 | 632 | 560 | 1 192 | 658 | 561 | 1 219 |
| Encours totaux initiaux (FCFA) | 6 512 833 269 | 6 538 067 167 | 13 050 900 436 | 8 776 850 000 | 8 770 277 299 | 17 547 127 299 | 9 109 300 000 | 8 770 277 299 | 17 879 577 299 |
| Encours sains à date (FCFA) | 6 512 833 269 | 6 538 067 167 | 13 050 900 436 | 3 507 042 792 | 4 601 412 666 | 8 108 455 458 | 132 386 187 | 616 089 530 | 748 475 717 |
| Encours impayés (FCFA) | 76 602 849 | 12 118 203 | 88 721 052 | 414 110 689 | 13 540 150 | 427 650 839 | 333 241 636 | 446 228 241 | 779 469 877 |
| Encours total (FCFA) | 6 589 436 118 | 6 550 185 370 | 13 139 621 488 | 3 921 153 481 | 4 614 952 816 | 8 536 106 297 | 465 627 823 | 1 062 317 771 | 1 527 945 594 |
| Encours sains (%) | 49,9% | 50,1% | 100% | 50,0% | 50,0% | 100% | 50,9% | 49,1% | 100% |
| Encours impayés (%) | 86,3% | 13,7% | 100% | 96,8% | 3,2% | 100% | 42,8% | 57,2% | 100% |
| Encours total (%) | 50,1% | 49,9% | 100% | 45,9% | 54,1% | 100% | 30,5% | 69,5% | 100% |
| Taux d'impayé effectif (%) | 1,2% | 0,2% | 0,7% | 10,6% | 0,3% | 5,0% | 71,6% | 42,0% | 51,0% |
| Taux d'impayé sur encours initiaux (%) | 1,2% | 0,2% | 0,7% | 4,7% | 0,2% | 2,4% | 3,7% | 5,1% | 4,4% |
| Taux d'impayé sur réserves et surdimensionnement (%) | 2,1% | 0,3% | 2,4% | 11,3% | 0,4% | 11,7% | 9,1% | 12,2% | 21,3% |
| Amortissement effectif (FCFA) | -- | -- | -- | 2 668 282 637 | 1 935 232 554 | 4 603 515 191 | 6 123 808 295 | 5 487 867 599 | 11 611 675 894 |
| Taux d'amortissement effectif (%) | -- | -- | -- | 40,5% | 29,5% | 35,0% | 92,9% | 83,8% | 88,4% |
| Valeur de l'émission obligataire (FCFA) | -- | -- | 10 000 000 000 | -- | -- | 10 000 000 000 | -- | -- | 10 000 000 000 |
| Amortissement nominal (FCFA) | -- | -- | -- | -- | -- | 3 333 000 000 | -- | -- | 6 666 000 000 |
| Taux d'amortissement nominal (%) | -- | -- | -- | -- | -- | 33,3% | -- | -- | 66,7% |
| Valeur résiduelle nominale (FCFA) | -- | -- | 10 000 000 000 | -- | -- | 6 667 000 000 | -- | -- | 3 334 000 000 |
| Surdimensionnement (FCFA) | -- | -- | 3 050 900 436 | -- | -- | 3 050 900 436 | -- | -- | 3 050 900 436 |
| Taux de surdimensionnement (%) | -- | -- | 30,5% | -- | -- | 30,5% | -- | -- | 30,5% |
| Portefeuille de réserve (FCFA) | -- | -- | 600 120 000 | -- | -- | 600 120 000 | -- | -- | 600 120 000 |
| Portefeuille de réserve (%) | -- | -- | 6,0% | -- | -- | 6,0% | -- | -- | 6,0% |
| Taux de surdimensionnement et de réserve (%) | -- | -- | 36,5% | -- | -- | 36,5% | -- | -- | 36,5% |

Le taux de surdimensionnement est de 30,5% (hors portefeuille de réserve), ce qui est un facteur essentiel et positif de notation. Le volume de l'émission obligataire est de 10 milliards de FCFA, contre 13,05 milliards de FCFA de créances en portefeuille. La structure de l'opération prévoit en effet un portefeuille de substitution, ce qui signifie que le cédant dispose d'un excédent de créances de 3,05 milliards de FCFA afin de sélectionner, à l'actif du FCTC, les créances du portefeuille qui offrent le meilleur profil de performance.

Il existe, en outre, un engagement de CS et CAC à substituer les créances non performantes par les créances saines du portefeuille de réserve (6% de la valeur des titres émis, i.e. 600 millions de FCFA), ce qui est un facteur positif de notation. Cet engagement est à concurrence de l'encours nécessaire au respect du seuil de couverture du passif à 110%. A cet effet, le Ratio de Couverture du Passif (RCP) sera calculé, tous les mois, par ALC Titrisation, en sa qualité de Société de Gestion du FCTC-COFINA, selon la formule suivante: $RCP = (A + B) / C$, sachant que: A = Somme des mensualités résiduelles des créances COFINA acquises par le FCTC, à la date de calcul du RCP, ajustées des incidents de paiement et des recouvrements, sur la base du taux moyen d'incident et de recouvrement des 3 derniers mois ; B = Solde positif du Compte de Réserve ; et C = Somme des échéances.

En outre, la diversification géographique du portefeuille est satisfaisante, et sa granularité est excellente, ce qui est un facteur positif de notation. D'un point de vue géographique, le volume des créances du portefeuille (y compris le portefeuille de substitution) est bien équilibré entre le Sénégal et la Côte d'Ivoire (50,1% et 49,9% respectivement en termes d'encours total), qui sont les deux économies dominantes de la sous-région : la résilience de l'économie sénégalaise est satisfaisante, tandis que la croissance économique réelle de la Côte d'Ivoire se situe entre 8 et 11% depuis 2012. En outre, à la date d'émission (avril 2018), la granularité du portefeuille de référence (y compris le portefeuille de réserve et de substitution) était très bonne : 1.259 créances composent ce portefeuille, dont l'encours total moyen est de 10.436.554 FCFA et l'encours total médian de 5.911.522 FCFA. L'encours total le plus important est de 255.000.000 FCFA. Les risques de concentration par contrepartie sont donc très faibles.

La composition sectorielle du portefeuille résiduel de créances est aussi un facteur positif de notation. En effet, tant au Sénégal qu'en Côte d'Ivoire, le portefeuille est dominé par des crédits octroyés à des individus majoritairement actifs dans le secteur tertiaire, à 87%. Le secteur secondaire représente 11% du portefeuille, tandis que le secteur primaire en représente seulement 2%. La clientèle dont les créances font l'objet de l'opération de titrisation est donc en sa très vaste majorité composée de salariés du secteur des services, pour lesquels la probabilité de perte d'emploi ou de revenus à 18 mois est en moyenne très faible.

Situation du portefeuille résiduel à fin mars 2019

| | Secteur primaire | Secteur secondaire | Secteur tertiaire | TOTAL |
|-----------------------------------|------------------|--------------------|-------------------|---------------|
| Portefeuille Sénégal (FCFA) | 3 697 255 | 13 276 665 | 448 653 903 | 465 627 823 |
| Portefeuille Sénégal (%) | 0,8% | 2,9% | 96,4% | 100,0% |
| Portefeuille Côte d'Ivoire (FCFA) | 29 778 459 | 22 121 059 | 1 010 418 253 | 1 062 317 771 |
| Portefeuille Côte d'Ivoire (FCFA) | 2,8% | 2,1% | 95,1% | 100,0% |
| Portefeuille total (FCFA) | 33 475 714 | 35 397 724 | 1 459 072 156 | 1 527 945 594 |
| Portefeuille total (%) | 2,2% | 2,3% | 95,5% | 100,0% |

Résultat du stress-test sur le portefeuille

WARA procède à un test de stress sur le portefeuille en 4 étapes, afin de mesurer la résilience du bilan du FCTC-COFINA en cas de situation adverse. Ces 4 étapes sont les suivantes :

1. Application d'une probabilité de défaut et d'un taux de recouvrement stressés pour aboutir à une perte attendue stressée, indépendamment de tout bénéfice de diversification sectorielle ou géographique ;
2. Prise en compte des bénéfices de diversification sectorielle ;
3. Prise en compte des bénéfices de diversification géographique (autrement dit macro-économique) ;

4. Application d'hypothèses de sur-stress en scénario extrême (i.e. « worst-case scenario »).

Compte tenu de la sévérité très élevée des hypothèses de stress et de sur-stress en scénario extrême et de la position en liquidité très confortable du FCTC-COFINA, WARA estime que la qualité de crédit intrinsèque des émissions senior du FCTC-COFINA reste très élevée, à savoir « tAA ».

Etape 1 : calcul de la perte attendue stressée

| SENEGAL | | | | | | | |
|-----------------------------|---------------|--------------------|-----------------------------------|---|---------------------------|-----------------------------------|---------|
| | Volume % | Volume FCFA | Taux de défaut stressé à 6 mois % | Taux de non-recouvrement stressé à 6 mois % | Perte attendue à 6 mois % | Perte attendue (PA) à 6 mois FCFA | PA |
| Créances secteur primaire | 0,8% | 3 697 255 | 16% | 40% | 6,4% | 236 624 | PA(S-P) |
| Créances secteur secondaire | 2,9% | 13 276 665 | 14% | 35% | 4,9% | 650 557 | PA(S-S) |
| Créances secteur tertiaire | 96,4% | 448 653 903 | 12% | 30% | 3,6% | 16 151 541 | PA(S-T) |
| TOTAL | 100,0% | 465 627 823 | | | 3,7% | 17 038 721 | |

| COTE D'IVOIRE | | | | | | | |
|-----------------------------|---------------|----------------------|-----------------------------------|---|---------------------------|-----------------------------------|---------|
| | Volume % | Volume FCFA | Taux de défaut stressé à 6 mois % | Taux de non-recouvrement stressé à 6 mois % | Perte attendue à 6 mois % | Perte attendue (PA) à 6 mois FCFA | PA |
| Créances secteur primaire | 2,8% | 29 778 459 | 15% | 35% | 5,3% | 1 563 369 | PA(C-P) |
| Créances secteur secondaire | 2,1% | 22 121 059 | 13% | 30% | 3,9% | 862 721 | PA(C-S) |
| Créances secteur tertiaire | 95,1% | 1 010 418 253 | 11% | 25% | 2,8% | 27 786 502 | PA(C-T) |
| TOTAL | 100,0% | 1 062 317 771 | | | 2,8% | 30 212 592 | |

| PORTEFEUILLE TOTAL | | | | | | | |
|--------------------|--|----------------------|--|--|-------------|-------------------|--|
| GRAND TOTAL | | 1 527 945 594 | | | 3,1% | 47 251 314 | |

En faisant l'hypothèse d'une absence totale de bénéfices de diversification sectorielle et géographique, WARA stresse tant la probabilité de défaut (PD) que le taux de non-recouvrement (TDNR ou perte sachant défaut) de telle sorte à obtenir la perte attendue stressée (PA, sachant que $PA = PD \times TDNR$). Le taux de défaut (i.e. d'impayés) actuel du portefeuille est de 6,8%, légèrement supérieur au taux normal que WARA attendait en avril 2018, à savoir 5%. Pour stresser la PD, WARA applique des taux de défaut plus conservateur, allant de 11% pour le secteur tertiaire en Côte d'Ivoire à 16% pour le secteur primaire au Sénégal. Pour stresser le taux de non-recouvrement en cas d'impayé, WARA s'éloigne du taux normal (portefeuille à risque ou PAR) de 1% à 12-18 mois pour appliquer des taux beaucoup plus conservateurs allant de 25% pour le secteur tertiaire en Côte d'Ivoire à 40% pour le secteur primaire au Sénégal.

Au total, la PA stressée du portefeuille résiduel, compte tenu de ces hypothèses de stress, se situe à **3,1%** ou 47,3 millions de FCFA, ce qui est relativement faible en comparaison du portefeuille de substitution de 3.050,9 millions de FCFA, et hors portefeuille de réserve de 600 millions de FCFA.

Etape 2 : prise en compte des bénéfices de diversification sectorielle

Le fait que le portefeuille mis à la disposition du FCTC-COFINA soit composé de créances octroyées, tant au Sénégal qu'en Côte d'Ivoire, au trois secteurs primaire, secondaire et tertiaire porte en lui des bénéfices de diversification sectorielle. WARA, en étape 2, s'emploie à quantifier ces bénéfices de diversification sectorielle.

Cela commence par un calibrage des corrélations sectorielles par pays, sur la base des taux de corrélation du PIB réel de chacun de ces secteurs, dans chacun de ces deux pays, ajustés analytiquement de telle sorte à ce que les calibres soient plus conservateurs que les taux de corrélation observés effectivement à l'aune des statistiques macro-sectorielles. Cela permet à WARA de ne pas surestimer les bénéfices de diversification sectorielle.

CORRELATIONS

| SENEGAL | | | |
|------------|--------------------|--------------------|-----------------------|
| Matrice CS | PA(S-P) | PA(S-S) | PA(S-T) |
| PA(S-P) | 100% | 70% | 50% |
| PA(S-S) | 70% | 100% | 60% |
| PA(S-T) | 50% | 60% | 100% |
| Matrice S | PA(S-P) 236 624 | PA(S-S) 650 557 | PA(S-T) 16 151 541 |

| COTE D'IVOIRE | | | |
|---------------|----------------------|--------------------|-----------------------|
| Matrice CC | PA(C-P) | PA(C-S) | PA(C-T) |
| PA(C-P) | 100% | 70% | 50% |
| PA(C-S) | 70% | 100% | 60% |
| PA(C-T) | 50% | 60% | 100% |
| Matrice C | PA(C-P) 1 563 369 | PA(C-S) 862 721 | PA(C-T) 27 786 502 |

Fort de ces corrélations calibrées de manière conservatrice, nous en déduisons la matrice de variance-covariance qui, appliquée algébriquement au portefeuille distribué par secteur, permet de dériver les bénéfices de diversification sectorielle.

VARIANCE-COVARIANCE

| SENEGAL | | | |
|----------------|-----------|-----------|------------|
| Matrice MS | PA(S-P) | PA(S-S) | PA(S-T) |
| PA(S-P) | 100% | 49% | 25% |
| PA(S-S) | 49% | 100% | 36% |
| PA(S-T) | 25% | 36% | 100% |
| Matrice S x MS | 4 593 282 | 6 581 057 | 16 444 897 |

| COTE D'IVOIRE | | | |
|----------------|-----------|------------|------------|
| Matrice MC | PA(C-P) | PA(C-S) | PA(C-T) |
| PA(C-P) | 100% | 49% | 25% |
| PA(C-S) | 49% | 100% | 36% |
| PA(C-T) | 25% | 36% | 100% |
| Matrice C x MC | 8 932 728 | 11 631 913 | 28 487 924 |

Les résultats de la diversification sectorielle sont les suivants :

| RESULTATS DIVERSIFICATION SECTORIELLE (PRE-DIVERSIFICATION GEOGRAPHIQUE) | | | | |
|--|-------------------------------------|---|--|---------------------------------|
| PAYS | PA diverfiée sectoriellement (FCFA) | PA non-diversifiée sectoriellement (FCFA) | Bénéfice de diversification sectorielle (FCFA) | Calcul mathématique |
| SENEGAL PA(S) | 16 461 429 | 17 038 721 | 577 292 | $(S \times MS \times S')^{1/2}$ |
| COTE D'IVOIRE PA(C) | 28 558 361 | 30 212 592 | 1 654 231 | $(C \times MC \times C')^{1/2}$ |
| TOTAL | 45 019 791 | 47 251 314 | 2 231 523 | |

| | PA diverfiée sectoriellement (%) | PA non-diversifiée sectoriellement (%) | Bénéfice de diversification sectorielle (%) |
|---------------|----------------------------------|--|---|
| SENEGAL | 3,5% | 3,7% | 3,4% |
| COTE D'IVOIRE | 2,7% | 2,8% | 5,5% |
| TOTAL | 2,9% | 3,1% | 4,7% |

La PA stressée ajustée de la diversification sectorielle exhibe un bénéfice de diversification sectorielle de 2,2 millions de FCFA, réduisant la PA stressée du même montant.

Au total, la PA stressée du portefeuille, compte tenu des bénéfices de diversification sectorielle, se situe à 2,9% ou 45,0 millions de FCFA, ce qui reste très faible en comparaison du portefeuille de substitution de 3.050,9 millions de FCFA (y.c. les parts résiduelles).

Etape 3 : prise en compte des bénéfices de diversification géographique (macroéconomique)

De la même manière, le fait que le portefeuille mis à la disposition du FCTC-COFINA soit composé de créances octroyées au Sénégal et en Côte d'Ivoire porte en lui des bénéfices de diversification géographique, autrement dit macro-économiques. WARA, en étape 3, s'emploie à quantifier ces bénéfices de diversification géographique.

Cela suppose un calibrage de la covariance des deux économies, sur la base du taux de corrélation des PIB réels de ces deux pays, ajustés analytiquement de telle sorte à ce que les calibres soient plus conservateurs que les taux de corrélation observés effectivement à l'aune des statistiques macro-économiques. Cela permet à WARA de ne pas surestimer les bénéfices de diversification géographique.

| COVARIANCE ECONOMIQUE DES PAYS | | |
|--------------------------------|-------|-------|
| Matrice M | PA(S) | PA(C) |
| PA(S) | 100% | 70% |
| PA(C) | 70% | 100% |

| | PA(S) | PA(C) |
|-----------|------------|------------|
| Matrice P | 16 461 429 | 28 558 361 |

| | | |
|---------------|------------|------------|
| Matrice P x M | 36 452 282 | 40 081 362 |
|---------------|------------|------------|

Les résultats de la diversification géographique sont les suivants :

| RESULTATS DIVERSIFICATION GEOGRAPHIQUE | | | | |
|--|--------------------------------------|--|---|-------------------------------|
| | PA diverfiée géographiquement (FCFA) | PA non-diverfiée géographiquement (FCFA) | Bénéfice de diversification géographique (FCFA) | Calcul mathématique |
| PORTEFEUILLE | 41 769 782 | 45 019 791 | 3 250 009 | $(P \times M \times P)^{1/2}$ |

| | PA diverfiée géographiquement (FCFA) | PA non-diverfiée géographiquement (FCFA) | Bénéfice de diversification géographique (FCFA) |
|--------------|--------------------------------------|--|---|
| PORTEFEUILLE | 2,7% | 2,9% | 7,2% |

La PA stressée ajustée de la diversification géographique (post-diversification sectorielle) exhibe un bénéfice de diversification sectorielle de 3,3 millions de FCFA, réduisant la PA stressée à l'étape 2 du même montant.

Au total, la PA stressée du portefeuille, compte tenu des bénéfices de diversification géographique (post-diversification sectorielle), se situe à 2,7% ou 41,8 millions de FCFA, ce qui demeure très faible en comparaison du portefeuille de substitution de 3.050,9 millions de FCFA, et hors portefeuille de réserve de 600 millions de FCFA.

Etape 4 : sur-stress en scénario extrême

Enfin, WARA applique un sur-stress reflétant un scénario extrême, afin de juger de la résilience du portefeuille dans des conditions économiques particulièrement adverses. Les hypothèses du « worst-case scenario » sont les suivantes :

| SCENARIO WORST CASE | VALEURS |
|--|---------|
| Intérêts sur les obligations | 7,5% |
| Taux de créances impayées normal | 5,0% |
| Stress sur les impayés (x3) | 15,0% |
| Portefeuille de réserve | -6,0% |
| Haircut en principal sur le portefeuille | 9,0% |
| Haircut en taux d'intérêt | 100,0% |
| Sur-stress macro sur la PA du portefeuille | 30,0% |

Nous faisons l'hypothèse que les obligations servent un taux d'intérêt de 7,5%, un chiffre qui servira à l'actualisation de la valeur future du portefeuille résiduel dans 6 mois. Le taux normal de créances impayées en fin de deuxième semestre (5%) est sur-stressé 3 fois, passant à 15%. De ce taux est déduit le portefeuille de réserve au sens strict (6%), ce dernier étant toujours disponible à la substitution. La valeur nette du « haircut » sur le portefeuille résiduel sain (déduction faite des créances impayées) est donc de 9% du portefeuille, ce qui est très sévère. Nous faisons aussi l'hypothèse qu'aucun intérêt sur les créances n'est en mesure d'être collecté, et que la PA stressée du portefeuille fait l'objet d'une détérioration supplémentaire de 30% en raison d'une récession macro-économique grave (i.e. une rétractation simultanée du PIB réel des deux pays de l'ordre de -5% à -6%).

Les résultats du modèle sur-stressé de portefeuille sont les suivants :

| RESULTATS DU MODELE SUR-STRESSE DE PORTEFEUILLE | VALEURS |
|--|-------------------|
| Portefeuille résiduel de base FCFA | 1 527 945 594 |
| Impayés du portefeuille résiduel | (779 469 877) |
| Portefeuille résiduel post-haircut FCFA | 681 112 902 |
| PA sur-stressée FCFA | (54 300 716) |
| Valeur résiduelle du portefeuille à 6 mois FCFA | 626 812 186 |
| Valeur actuelle du portefeuille FCFA | 604 551 355 |
| Passif initial FCFA | 10 000 000 000 |
| Taux d'amortissement % | 67% |
| Amortissement principal FCFA | 6 666 000 000 |
| Valeur résiduelle contractuelle du passif FCFA | 3 334 000 000 |
| Trésorerie nette du FCTC | 2 778 405 168 |
| Excédent (déficit) économique en fonds propres FCFA | 48 956 523 |
| Excédent (déficit) économique en fonds propres % | 1,5% |

Après déduction des impayés et du « haircut », le portefeuille disponible passe de 1.527,9 millions de FCFA à 681,1 millions de FCFA. De ce montant est à déduire la PA sur-stressée (i.e. la PA stressée multipliée par 130%), équivalente à 54,3 millions de FCFA. La valeur résiduelle du portefeuille à 6 mois est donc de 626,8 millions de FCFA qui, actualisée, correspond à 604,6 millions de FCFA.

Au total, malgré le sur-stress très sévère, cette quantité résiduelle de portefeuille sur-stressé -à laquelle s'ajoute la trésorerie du FCTC nette du deuxième amortissement de 3.333,3 millions de (i.e. 2.778,4 millions de FCFA)- reste supérieure au montant nominal résiduel de l'émission obligataire de 3.333,3 millions de FCFA, laissant apparaître un excédent de « fonds propres économiques » de 49,0 millions de FCFA, soit 1,5% du montant nominal de l'émission d'obligations senior, contre +3,6% en septembre 2018, justifiant le maintien de la note à tAA.

W A R A



© 2018 Emerging Markets Rating (EMR) & West Africa Rating Agency (WARA). Tous droits réservés. WARA est une Agence de Notation de l'UEMOA agréée par l'AMF-UMOA (ex-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.