

FCTC TEYLIOM IMMO 7%

tAAA/Stable/--

ANALYSE

Mai 2021

Hamza HAJI

hamza.haji@wara-ratings.com

+221 33 824 60 14 | + 221 77 392 78 27

Oumar NDIAYE

oumar.ndiaye@wara-ratings.com

+221 33 824 60 14 | +221 77 400 42 91

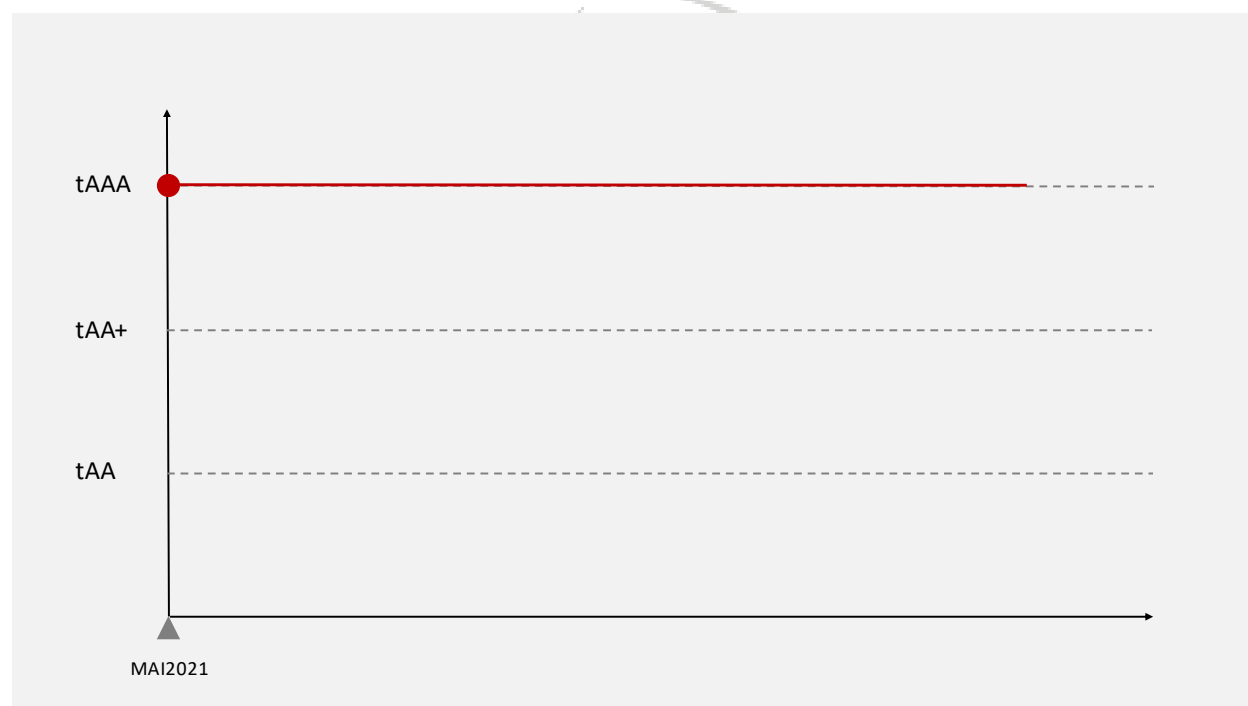
TABLE DES MATIÈRES

NOTATION	3
ÉVOLUTION DE LA NOTE DE LONG TERME	3
RÉSUMÉ	3
Approche méthodologique	4
Approche analytique : principaux facteurs de notation	5
Approche dynamique	5
DESCRIPTION DE L'OPÉRATION DE TITRISATION	7
La structure	7
Les termes résumés de l'émission de titres	8
Les Cédants et le portefeuille	9
Les Cédants	9
Le portefeuille cédé	11
ANALYSE	13
Le portefeuille de créances sous-jacentes	13
Résultats du test de stress sur le portefeuille	14
Etape 1 : calcul de la perte attendue stressée	15
Etape 2 : prise en compte des bénéfices de diversification géographique	15
Etape 3 : prise en compte des bénéfices de diversification sectorielle	16
Les flux de trésorerie	19
Chronique des flux de liquidité	19
Stress de liquidité	19
Les autres facteurs de risque	21
Risques opérationnels	21
Risques juridiques	21
Risque de valeur résiduelle	22

NOTATION

	Tranche sénior	Tranche mezzanine	Tranche equity
Echelle	Régionale		
Méthodologie	Titrisation		
Montant	FCFA 20 mds	--	FCFA 2 mn
Notation de long terme*	tAAA	--	--
Perspective	Stable	--	--
Notation de court terme	--	--	--
Surveillance	Non	--	--

ÉVOLUTION DE LA NOTE DE LONG TERME



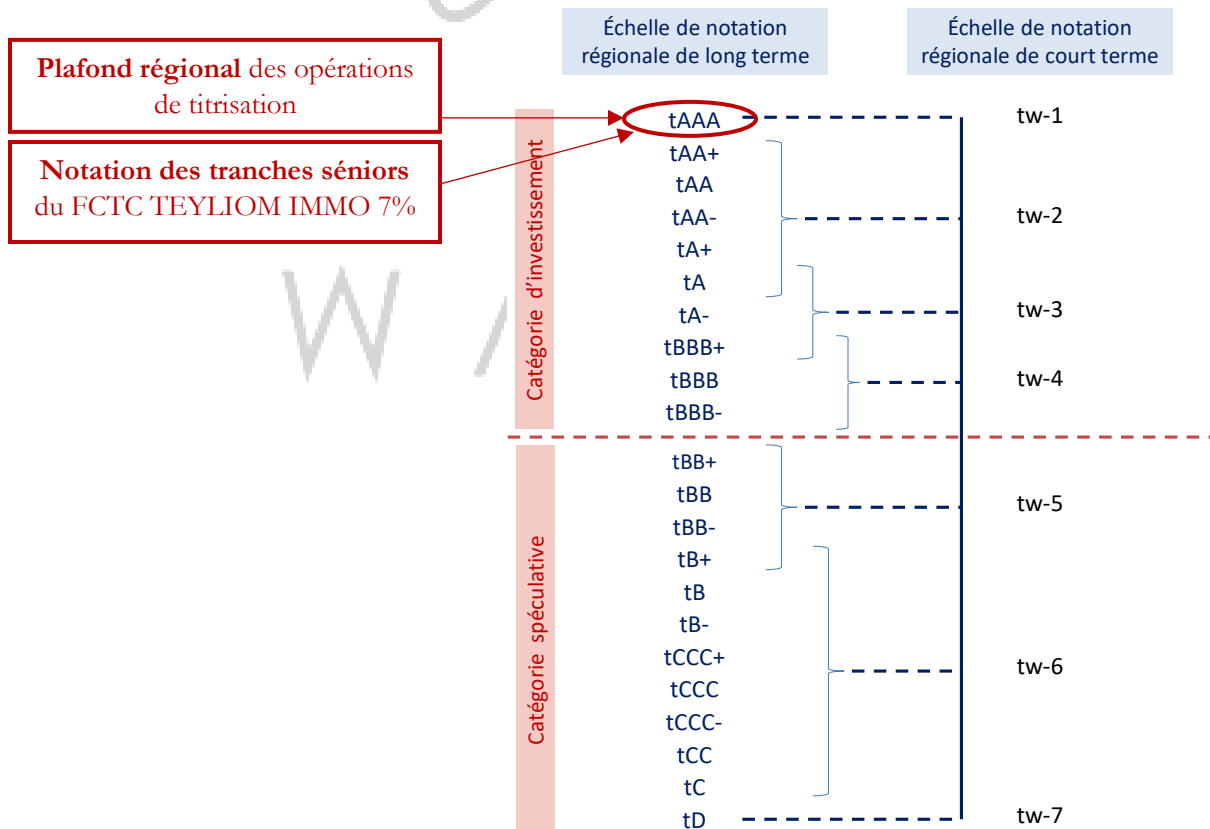
RÉSUMÉ

- La notation de long terme des obligations séniors émises par le FCTC TEYLIOM IMMO 7% est de tAAA sur l'échelle régionale de WARA. La perspective est stable.

WARA a assigné la notation de long terme en devise régionale « tAAA » aux obligations «^oséniors» du FCTC TEYLIOM IMMO 7%, d'un montant de 20 milliards de FCFA, en mai 2021. A titre de référence, cette notation de « tAAA » se situe au niveau de la note maximale de WARA sur son échelle régionale. La perspective est stable.

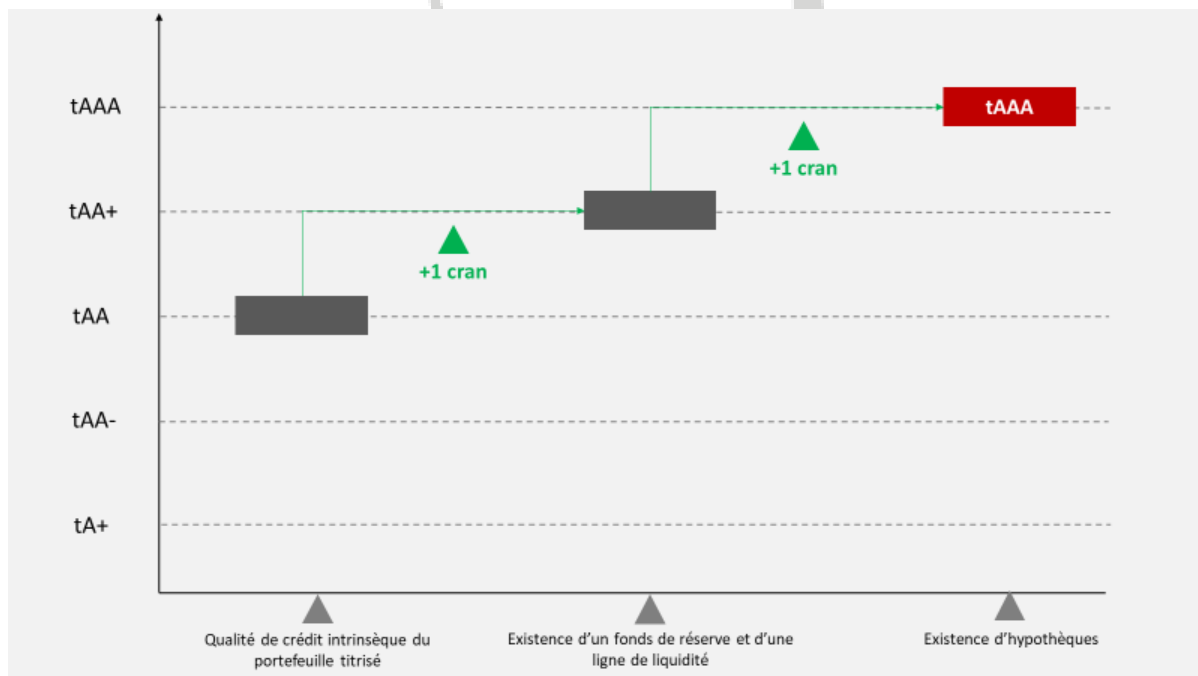
Approche méthodologique

- WARA assigne uniquement **une notation de long terme** aux obligations seniors du FCTC TEYLIOM IMMO 7%, puisque ces obligations portent une maturité de 84 mois.
- Méthodologiquement, **WARA ne note pas les parts résiduelles**, c'est-à-dire la tranche dite «°equity°».
- Par ailleurs, **le FCTC TEYLIOM IMMO 7% n'émet aucune tranche subordonnée**, dite «°mezzanine°».
- En outre, **WARA n'assigne aucune notation en devises internationales** aux obligations seniors du FCTC, puisque cette émission obligataire est exclusivement libellée en francs CFA.
- De surcroît, selon la méthodologie de WARA et par construction, **les notations des obligations susceptibles d'être émises dans le cadre d'opérations de titrisation (surtout lorsque les créances sous-jacentes sont transfrontalières) 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 porte une perspective stable**. WARA estime en effet qu'à la date d'émission, la Perte Attendue attachée au portefeuille ne devrait pas aller au-delà du quantum suggéré par nos modèles de stress sur le portefeuille, lesquels sont très conservateurs.



Approche analytique : principaux facteurs de notation

- La **diversification** du portefeuille titrisé sur un nombre satisfaisant de contreparties est un facteur *neutre* de notation, tandis que du point de vue géographique, les bénéfices de diversification sont *positifs* mais du point de vue sectoriel, ces bénéfices de diversification sont nuls
- Le **degré adéquat de rehaussement de crédit** par un surdimensionnement du portefeuille de 53% par rapport à la valeur nominale des obligations est aussi un facteur *positif* de notation
- Les **taux d'impayés élevés sur certains actifs mis en location** constituent un facteur *négligé* de notation, transcrit dans nos hypothèses très sévères de stress et de sur-stress
- L'**existence d'un fonds de réserve et d'une ligne de liquidité** est un facteur *positif* de notation
- L'**existence d'hypothèques couvrant a priori le principal et les intérêts de l'émission obligataire (facteur qualitatif) et l'inclusion de créances additionnelles (facteurs quantitatif)** sont des facteurs *positifs* de notation
- La **saine gestion opérationnelle** de la structure de titrisation et la **bonne qualité de la documentation juridique** sont des facteurs *neutres* de notation



Approche dynamique

- Le **maintien à court terme de la notation maximale des obligations seniors émises par le FCTC TEYLIOM IMMO 7% serait la conséquence** : i) d'un comportement favorable des loyers facturés sous-jacents, avec des taux d'impayés stables ou en baisse ; ii) du maintien du taux actuel de surdimensionnement; iii) de la complétion, en temps et en heure, de l'immeuble Canebière susceptible de fournir les créances additionnelles attendues ; et iv) du maintien au niveau actuel du risque-pays affectant les sous-portefeuilles de créances.

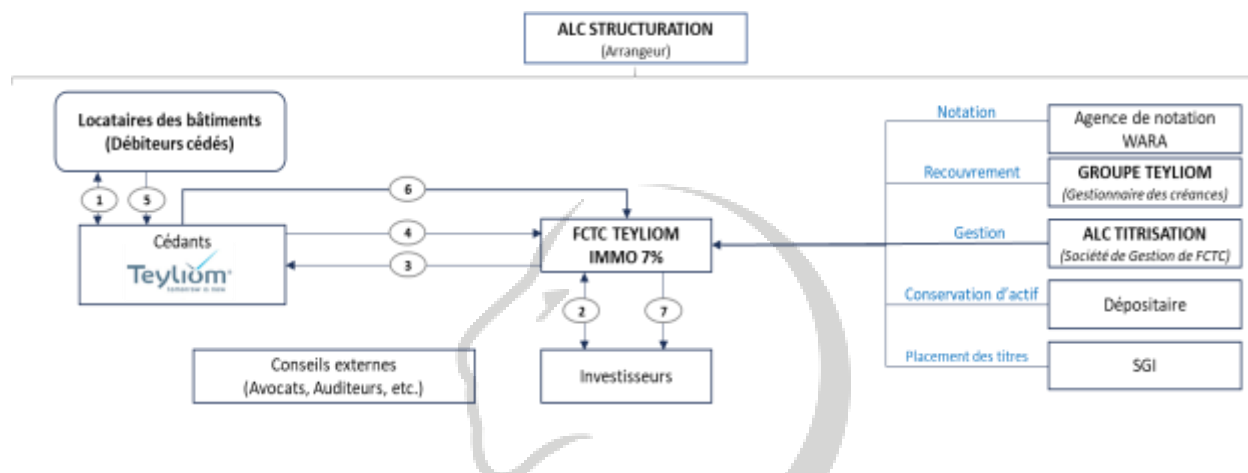
- **Une détérioration à court terme de la notation des obligations seniors émises par le FCTC TEYLIOM IMMO 7% serait la conséquence :** i) d'une crise économique, politique ou sanitaire soudaine et de grande ampleur dans l'un ou l'autre des pays à l'origine des créances titrisées ; ii) d'une détérioration sévère, au-delà de nos tests de stress et de sur-stress, du portefeuille de loyers sous-jacents°; ou iii) de la matérialisation des risques opérationnels et/ou juridiques rendant le recouvrement des créances plus malaisé ou les délais de remboursement des créances plus longs.
- Au total, WARA estime que la probabilité d'occurrence des scénarios défavorables est équivalente à celle des scénarios favorables à court terme, justifiant notre perspective **stable**.
- Enfin, la notation des obligations seniors du FCTC TEYLIOM IMMO 7% sera soumise à une **revue semestrielle** par WARA.



DESCRIPTION DE L'OPÉRATION DE TITRISATION

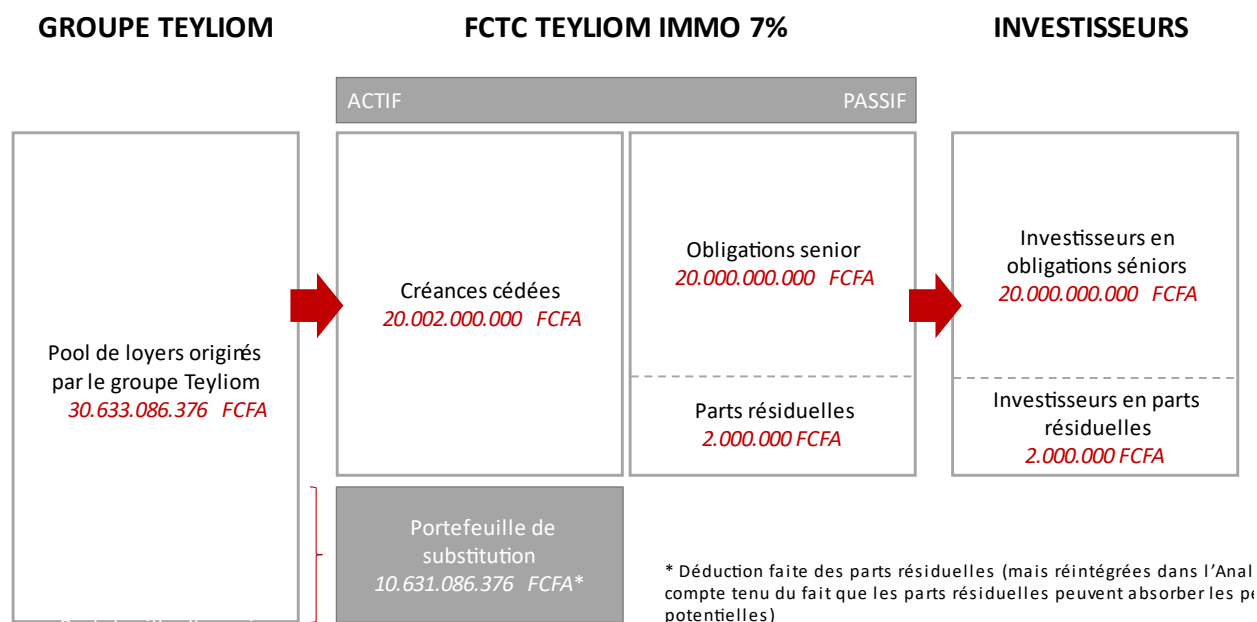
La structure

La structure de l'opération de titrisation du compartiment FCTC TEYLIOM IMMO 7% se présente comme suit :



1. Contrat de bail en cours entre le groupe Teyliom et les locataires des bâtiments
2. Emission d'obligations sur le marché financier par le FCTC et levée de fonds
3. Versement aux Cédants des fonds levés en vue de l'acquisition des créances des Cédants par le FCTC
4. Cession des créances (loyers) au FCTC par les Cédants (avec le cas échéant et ce selon les incidences fiscales de cette opération, démembrement de la propriété des bâtiments et transfert de l'usufruit au FCTC)
5. Paiement périodique des loyers par les débiteurs cédés aux Cédants, agissant en tant que Gestionnaire des créances pour le compte du FCTC
6. Reversement des loyers collectés par les Cédants sur le compte bancaire du FCTC
7. Paiement du service de dette par le FCTC aux investisseurs

Le bilan d'ouverture du compartiment FCTC TEYLIOM IMMO 7% se présente comme suit :



Les termes résumés de l'émission de titres

CARACTERISTIQUES CLES	DENOMINATION / COMMENTAIRES
Emetteur	FCTC TEYLIOM IMMO 7% (compartiment 2021-2028)
Cédants	Différentes sociétés du groupe Teyliom
Société de gestion	Africa Link Capital Titrisation (ALC Titrisation)
Objet	Emission d'obligations et de parts résiduelles adossées aux loyers cédés par le groupe Teyliom, en vue du refinancement du bilan du groupe
Nature des créances cédées	Loyers attachés à la location de six (6) immeubles détenus par le groupe Teyliom au Sénégal, en Côte d'Ivoire et au Mali
Rechargement	Possible : Le Fonds pourra procéder à l'émission de nouvelles obligations lors d'un ou de plusieurs rechargement(s)
Tranching	Tranche sénior : obligations souscrites par les investisseurs Tranche equity : parts résiduelles souscrites par le Cédant
Montant des tranches	Tranche sénior : 20.000.000.000 FCFA (2.000.000 x 10.000 FCFA) Tranche equity : 2.000.000 FCFA (2 x 1.000.000 FCFA)
Date d'émission	Juin 2021
Maturité	84 mois
Recouvrement des créances	Trimestriel
Amortissement des obligations	Trimestriel après 1 an de grâce ; coupons trimestriels
Taux cible des obligations	7%

Les Cédants et le portefeuille

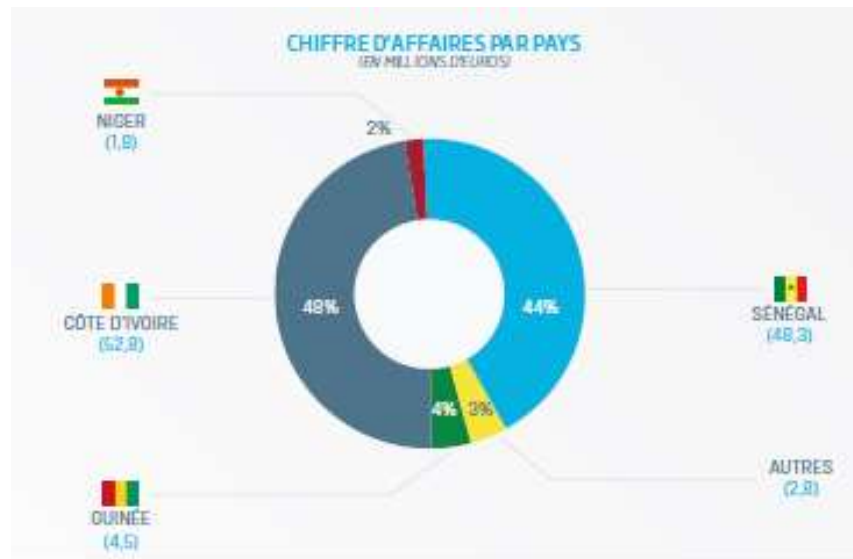
Les Cédants

- Les Cédants sont différentes sociétés du groupe Teyliom
- WARA n'a pas assigné de notation de contrepartie au groupe Teyliom, car la qualité de crédit des Cédants n'a pas d'incidence sur la notation des obligations seniors émises par le FCTC

Les Cédants de l'opération de titrisation sont deux entités du groupe Teyliom. Teyliom est un Groupe présent dans différents secteurs d'activité en Afrique de l'Ouest et Centrale. Le Groupe a pour ambition d'être un investisseur de référence sur le continent africain. En se voulant innovant et proactif, il s'engage dans l'avenir économique de l'Afrique. Le Groupe réalise son développement opérationnel à partir de sa holding Teyliom International qui contrôle l'ensemble des véhicules par métier : Teyliom Properties (immobilier), Teyliom Hospitality (hôtellerie), Teyliom Finance (banque et finance), Teyliom Industries (secteur manufacturier), Teyliom Telecom (télécommunications) et Teyliom Energies (secteur énergétique). Au 31 décembre 2020, le Groupe était constitué de 61 sociétés réparties en Afrique et en Europe, avec un effectif total de près de 1 500 employés. Les principales données financières du groupe Teyliom se présentent comme suit :

EUR '000	2020	2019	2018
Chiffre d'affaires	80 910	110 157	156 398
Résultat opérationnel	6 049	20 012	40 146
Résultat net	-	617	11 196
Fonds propres	184 193	202 882	188 260
Dettes bancaires	267 981	264 431	249 498
Total bilan	1 453 694	1 317 224	1 283 846
Flux de trésorerie cumulés	-	61 785	6 926
Investissements d'exploitation	-	276 253 -	84 712

Le groupe dispose d'une bonne diversification par pays et par métiers. La répartition du chiffre d'affaires du groupe par pays se présente comme suit :



La répartition du chiffre d'affaires du groupe par métiers se présente comme suit :



Par conséquent, eu égard à la bonne diversification du groupe par pays et par métiers, **sa probabilité de survie à horizon 7 ans, dans la perspective de la gestion des loyers est maximale.**

Le portefeuille cédé

Le portefeuille cédé (dont le montant est de 30.633.086.376 FCFA, y compris le surdimensionnement de 10.633.086.376 FCFA) se constitue de loyers (HT) nés du démembrement de l'usufruit attaché à des immeubles détenus par le groupe Teyliom ; les locataires sont au nombre de 93, dont 59 boutiques du centre commercial Sea Plaza à Dakar, 26 sociétés occupant des bureaux en Côte d'Ivoire, au Sénégal et au Mali et 8 particuliers occupant l'immeuble Waterfront à Dakar. La répartition des créances cédées par contrepartie se présente comme suit (à la date d'émission), laissant apparaître une assez bonne diversification du portefeuille malgré des expositions importantes au Sénégal :

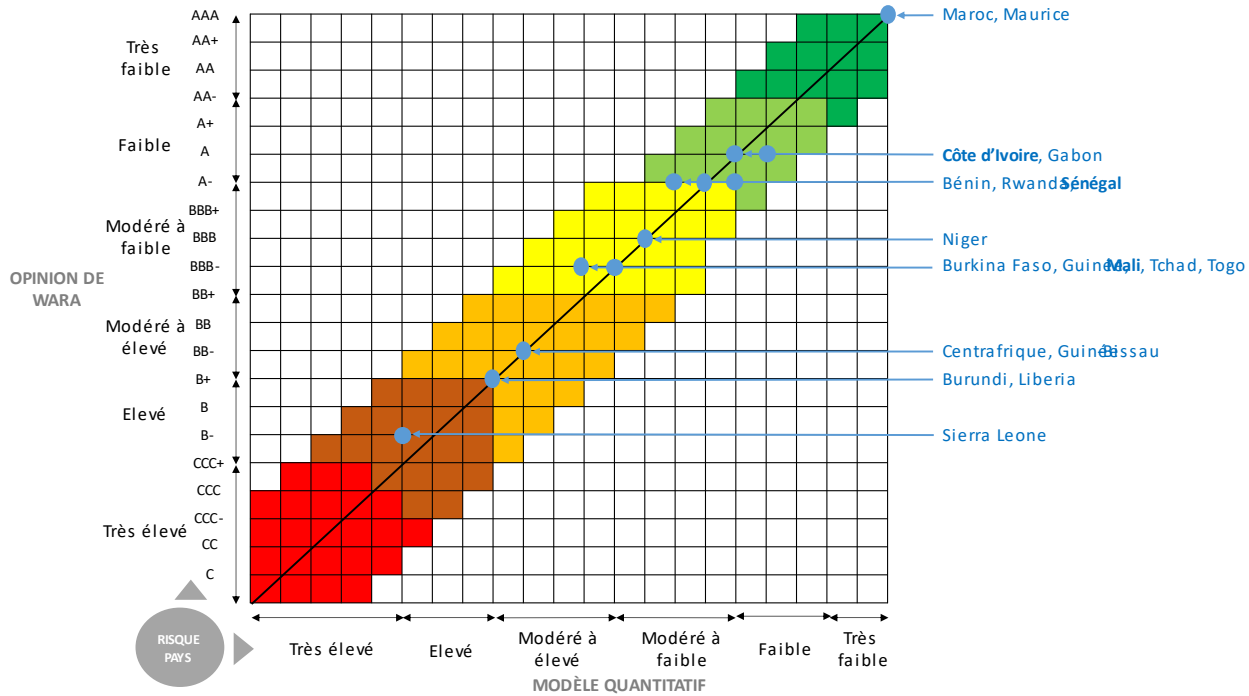
NOM DE L'ACTIF	TYPE D'ACTIF	PAYS	NOMBRE DE LOCATAIRES	TAUX D'OCCUPATION	SURFACE TOTALE (M²)	SURFACE UTILISEE (M²)	TOTAL DES LOYERS A COLLECTER (FCFA)	TOTAL DES LOYERS A COLLECTER (%)
MTN BUILDING	BUREAUX	COTE D'IVOIRE	1	100,0%	3 662	3 662	3 057 600 000	10,0%
ATRYUM	BUREAUX	SENEGAL	8	67,2%	7 344	4 825	4 053 257 936	13,2%
RIVONIA	BUREAUX	SENEGAL	7	94,3%	3 162	3 160	2 643 060 000	8,6%
WATERFRONT	RESIDENTIEL	SENEGAL	8	47,8%	2 668	2 372	1 307 619 096	4,3%
TRILENIUM 2	BUREAUX	MALI	10	68,8%	7 915	5 441	3 631 441 716	11,9%
SEA PLAZA	COMMERCIAL	SENEGAL	59	97,1%	17 812	9 912	15 940 107 628	52,0%
		TOTAL	93	83,6%	42 563	29 372	30 633 086 376	100,0%

Comme en définitive les loyers cédés sont assez bien représentatifs des économies nationales des locataires, analytiquement la qualité de crédit de ces expositions épouse (en première analyse) celle de leurs souverains selon nous. En effet, le secteur de l'immobilier locatif est fortement procyclique, c'est-à-dire puissamment corrélé à la macroéconomie nationale.

WARA procède donc à l'Estimation de Crédit des trois Etats où se situent les actifs immobiliers desquels sont extraits les chroniques de loyers. Ces Estimations de Crédit souverains dérivent d'une analyse quantitative et qualitative des facteurs de résilience macroéconomique de chacun de ces quatre pays, reportée sur le graphique ci-dessous. Le modèle quantitatif que WARA utilise comme point d'ancrage relie les principaux ratios macroéconomiques de chacune des 4 économies nationales à leur score de risque-pays. WARA se donne ensuite le loisir de diverger de ce score d'un ou deux points, à la hausse ou à la baisse, en fonction des caractéristiques qualitatives de ces économies nationales. En définitive, le Sénégal (ec.A-), le Mali (ec.BBB-) et la Côte d'Ivoire (ec.A) se trouvent tous dans la catégorie de risque-pays « modéré à faible ».

A titre comparatif, les cartes des scores de ces quatre souverains sont reportées sur le tableau suivant :

WEST AFRICA RATING AGENCY



Estimation de Crédit de la Côte d'Ivoire

Estimation de Crédit du Sénégal

Estimation de Crédit du Mali

De:	SPTA		NS (échelle régionale)
	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/D

Par conséquent, on en déduit les Estimations de Crédit des loyers cédés, de la manière suivantes :

CONTREPARTIES	% DU PORTEFEUILLE	VALEUR DES LOYERS	ESTIMATION DE CREDIT	PERSPECTIVE
SENEGAL	78,2%	23 944 044 660	ec.A-	Stable
MALI	11,9%	3 631 441 716	ec.BBB-	Stable
COTE D'IVOIRE	10,0%	3 057 600 000	ec.A	Stable
TOTAL	100,0%	30 633 086 376		

ANALYSE

Le portefeuille de créances sous-jacentes

Le portefeuille sous-jacent à l'opération de titrisation du FCTC TEYLIOM IMMO 7% se présente comme suit :

Superficies louées	Pays	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
MTN Building	COTE D'IVOIRE	3 662 m ²	3 662 m ²	3 662 m ²	3 662 m ²	3 662 m ²	3 662 m ²	3 662 m ²	3 662 m ²
ATRYUM	SENEGAL	4 825 m ²	4 825 m ²	4 825 m ²	4 825 m ²	5 095 m ²	5 095 m ²	5 095 m ²	5 095 m ²
RIVONIA	SENEGAL	3 160 m ²	3 160 m ²	3 160 m ²	3 160 m ²	3 160 m ²	3 160 m ²	3 160 m ²	3 160 m ²
WATERFRONT	SENEGAL	2 372 m ²	2 372 m ²	2 372 m ²	2 372 m ²	2 372 m ²	2 372 m ²	2 372 m ²	2 372 m ²
TRILENIUM 2	MALI	5 441 m ²	5 441 m ²	5 441 m ²	5 441 m ²	5 541 m ²	5 541 m ²	5 541 m ²	5 541 m ²
SEA PLAZA	SENEGAL	9 912 m ²	9 912 m ²	9 912 m ²	9 912 m ²	9 912 m ²	9 912 m ²	9 912 m ²	9 912 m ²

Durée moyenne de location	Pays	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
MTN Building	COTE D'IVOIRE	12	12	12	12	12	12	12	12
ATRYUM	SENEGAL	8	8	9	10	10	11	11	11
RIVONIA	SENEGAL	12	12	12	12	12	12	12	12
WATERFRONT	SENEGAL	7	9	10	10	10	10	10	10
TRILENIUM 2	MALI	8	8	9	10	10	11	11	11
SEA PLAZA	SENEGAL	11	11	12	12	12	12	12	12

Prix au m ² (TTC)	Pays	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
MTN Building	COTE D'IVOIRE	9 941	9 941	9 941	9 941	9 941	9 941	9 941	9 941
ATRYUM	SENEGAL	17 160	17 160	17 160	17 160	17 160	17 160	17 160	17 160
RIVONIA	SENEGAL	10 960	10 960	10 960	10 960	10 960	10 960	10 960	10 960
WATERFRONT	SENEGAL	7 338	7 338	7 338	7 338	7 338	7 338	7 338	7 338
TRILENIUM 2	MALI	11 572	11 572	11 572	11 572	11 572	11 572	11 572	11 572
SEA PLAZA	SENEGAL	20 660	20 660	20 660	20 660	20 660	20 660	20 660	20 660

% Loyers impayés	Pays	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
MTN Building	COTE D'IVOIRE	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
ATRYUM	SENEGAL	15%	15%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
RIVONIA	SENEGAL	45%	45%	40%	40%	35%	35%	35%	35%
WATERFRONT	SENEGAL	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
TRILENIUM 2	MALI	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
SEA PLAZA	SENEGAL	23%	20%	20%	15%	15%	10%	10%	10%

Locatifs encaissés / An (HT)	Pays	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	Total 2021-27
MTN Building	COTE D'IVOIRE	436 800 000	436 800 000	436 800 000	436 800 000	436 800 000	436 800 000	436 800 000	436 800 000	3 057 600 000
ATRYUM	SENEGAL	579 036 848	579 036 848	579 036 848	579 036 848	579 036 848	579 036 848	579 036 848	579 036 848	4 053 257 936
RIVONIA	SENEGAL	377 580 000	377 580 000	377 580 000	377 580 000	377 580 000	377 580 000	377 580 000	377 580 000	2 643 060 000
WATERFRONT	SENEGAL	186 802 728	186 802 728	186 802 728	186 802 728	186 802 728	186 802 728	186 802 728	186 802 728	1 307 619 096
TRILENIUM 2	MALI	518 777 388	518 777 388	518 777 388	518 777 388	518 777 388	518 777 388	518 777 388	518 777 388	3 631 441 716
SEA PLAZA	SENEGAL	2 277 158 233	2 277 158 233	2 277 158 233	2 277 158 233	2 277 158 233	2 277 158 233	2 277 158 233	2 277 158 233	15 940 107 628
Total		4 376 155 197	4 376 155 197	4 376 155 197	4 376 155 197	4 376 155 197	4 376 155 197	4 376 155 197	4 376 155 197	30 633 086 376

Valeur nominale de l'émission sénior FCFA	20 000 000 000
Surdimensionnement FCFA	10 633 086 376
Surdimensionnement %	53%

Le taux de surdimensionnement est de 53%, ce qui est robuste et constitue un facteur positif de notation. Le volume de l'émission obligataire est de 20 milliards de FCFA, contre 30,6 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 en principal de 10,6 milliards de FCFA afin de sélectionner, à l'actif du FCTC, les créances du portefeuille qui offrent le meilleur profil de performance, i.e. de recouvrement.

La diversification géographique du portefeuille de créances est satisfaisante tandis que sa granularité est adéquate et que sa diversification sectorielle est considérée comme nulle par WARA : la diversification totale du portefeuille est en définitive un facteur neutre de notation. D'un point de vue géographique, le volume des créances du portefeuille (y compris le portefeuille de substitution) est réparti sur trois pays ouest-africains. Les niveaux de corrélation entre ces pays ne sont pas unitaires, et une certaine concentration existe au Sénégal. Au total, les bénéfices de diversification géographiques sont positifs. En outre, la granularité du portefeuille de référence (y compris le portefeuille de substitution) est adéquate : 93 contreparties composent ce portefeuille, dont l'encours moyen (HT) est de 329 millions FCFA sur 7 ans, soit 47 millions FCFA par an, soit 4 millions FCFA par mois. Les baux sont longs (8 à 12 ans). En outre, eu égard à la bonne qualité des actifs expertisés par CBRE, le risque de vacance est faible. Cela dit, eu égard aux taux d'impayés constatés, la qualité de crédit de certaines contreparties sénégalaise paraît faible, conduisant les Cédants à titriser non pas les loyers facturés, mais les loyers collectés. Enfin, par souci de conservatisme, nous ne retenons aucun bénéfice de diversification sectorielle : nous classons en effet toutes les contreparties dans le secteur tertiaire, quand bien même quelques locataires soient des sociétés industrielles, notamment au Mali.

Résultats du test de stress 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 TEYLIOM IMMO 7% 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 géographique (autrement dit macro-économique) ;
3. Prise en compte des bénéfices de diversification sectorielle ;
4. Application d'hypothèses de sur-stress en scénario extrême (i.e. « *worst-case scenario* »).

Compte tenu de la sévérité très élevée des hypothèses quantitatives de stress et de sur-stress en scénario extrême, WARA estime que la qualité de crédit intrinsèque des émissions séniors du compartiment FCTC TEYLIOM IMMO 7% se situe au niveau de tAA.

Etape 1 : calcul de la perte attendue stressée

PA DU PORTEFEUILLE STRESSE AVANT BENEFICES DE DIVERSIFICATION							
	Volume %	Volume FCFA	Taux de défaut stressé à 84 mois %	Taux de non-recouvrement stressé à 84 mois %	Perte attendue à 84 mois %	Perte attendue (PA) à 84 mois FCFA	PA
SENEGAL (ec.A-)	78,2%	23 944 044 660	2,50%	70%	1,75%	419 020 782	PA(S)
MALI (ec.BBB-)	11,9%	3 631 441 716	4,00%	80%	3,20%	116 206 135	PA(M)
COTE D'IVOIRE (ec.A)	10,0%	3 057 600 000	2,40%	60%	1,44%	44 029 440	PA(C)
TOTAL	100,0%	30 633 086 376	2,67%	71%	1,89%	579 256 356	

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 $PA = PD \times TDNR$). Pour stresser la PD, WARA applique des taux de défaut plus conservateur, allant de 2,4% pour la contrepartie ivoirienne disposant du meilleur rating à 4% pour la contrepartie malienne disposant du rating le plus faible. Pour stresser le taux de non-recouvrement en cas d'impayé, WARA s'éloigne du taux normal de 50% à 84 mois pour appliquer des taux beaucoup plus conservateurs allant de 60% pour la Côte d'Ivoire à 80% pour le Mali.

Au total, la PA stressée du portefeuille, compte tenu de ces hypothèses de stress, se situe à 1,89% ou 579,3 millions de FCFA, ce qui est relativement faible (5,4%) en comparaison du portefeuille de substitution de 10.633,1 millions de FCFA.

Etape 2 : prise en compte des bénéfices de diversification géographique

Le fait que le portefeuille mis à la disposition du FCTC TEYLIOM IMMO 7% soit composé de loyers dans trois pays porte en lui des bénéfices de diversification géographique. WARA, en étape 2, s'emploie à quantifier ces bénéfices de diversification géographique.

Cela commence par un calibrage des corrélations géographiques entre ces quatre pays, sur la base des taux de corrélation du PIB réel de chacune de ces économies, 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.

CORRELATIONS GEOGRAPHIQUES			
Matrice CC	PA(S)	PA(M)	PA(C)
PA(S)	100%	70%	60%
PA(M)	70%	100%	60%
PA(C)	60%	60%	100%

	PA(S)	PA(M)	PA(C)
Matrice C	419 020 782	116 206 135	44 029 440

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

VARIANCE-COVARIANCE GEOGRAPHIQUE			
Matrice MC	PA(S)	PA(M)	PA(C)
PA(S)	100%	49%	36%
PA(M)	49%	100%	36%
PA(C)	36%	36%	100%
Matrice C x MC	491 812 386	337 376 916	236 711 130

Les résultats de la diversification géographique sont les suivants :

RESULTATS DIVERSIFICATION GEOGRAPHIQUE (PRE-DIVERSIFICATION SECTORIELLE)				
	PA diversifiée géographiquement (FCFA)	PA non-diversifiée géographiquement (FCFA)	Bénéfice de diversification géographique (FCFA)	Calcul mathématique
PA(P) FCFA	505 674 931	579 256 356	73 581 425	$(C \times MC \times C)^{1/2}$
TOTAL	505 674 931	579 256 356	73 581 425	

	PA diversifiée géographiquement (%)	PA non-diversifiée géographiquement (%)	Bénéfice de diversification géographique (%)
PA(P) %	1,65%	1,89%	12,70%
TOTAL	1,65%	1,89%	12,70%

La PA stressée ajustée de la diversification géographique exhibe un bénéfice de diversification géographique de 73,6 millions de FCFA, réduisant la PA stressée du même montant.

Au total, la PA stressée du portefeuille, compte tenu des bénéfices de diversification géographique, se situe à 1,65% ou 505,7 millions de FCFA, ce qui reste faible (4,8%) en comparaison du portefeuille de substitution de 10.633,1 millions de FCFA.

Etape 3 : prise en compte des bénéfices de diversification sectorielle

Le portefeuille étant concentré sur le secteur tertiaire, il n'y a aucun bénéfice de diversification sectorielle :

RESULTATS DIVERSIFICATION SECTORIELLE				
	PA diversifiée sectoriellement (FCFA)	PA non-diversifiée sectoriellement (FCFA)	Bénéfice de diversification sectorielle (FCFA)	Calcul mathématique
PORTEFEUILLE FCFA	505 674 931	505 674 931	-	$(P \times M \times P)^{1/2}$

	PA diversifiée sectoriellement (FCFA)	PA non-diversifiée sectoriellement (FCFA)	Bénéfice de diversification sectorielle (FCFA)
PORTEFEUILLE %	1,65%	1,65%	0,00%

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	7,00%
Taux nominal moyen pondéré	3,50%
Taux de créances impayées actuel	0,00%
Taux de créances impayées normal	2,67%
Stress sur les impayés (x3)	8,00%
Portefeuille de réserve	-5,95%
Haircut en principal sur le portefeuille	2,06%
Haircut en taux d'intérêt	25,00%
Sur-stress macro sur la PA du portefeuille	20,00%

Nous faisons l'hypothèse que les obligations servent un taux d'intérêt de 7%, un chiffre qui servira à l'actualisation de la valeur future du portefeuille dans 84 mois à la valeur de la date d'émission. Le taux normal de créances impayées centré sur une valeur de 2,67% à 7 ans est sur-stressé 3 fois, passant à 8,00%. De ce taux stressé est déduite une quote-part très conservatrice des créances additionnelles (ou « portefeuille de réserve » - voir l'encadré ci-dessous), ce qui nous amène la valeur nette du « haircut » de 2,06%. Nous faisons aussi l'hypothèse conservatrice et sévère d'une détérioration supplémentaire de 25% des intérêts perçus et de 20% de la PA, capturant le risque (certes improbable) du défaut de l'un des 3 pays au cours de la vie des obligations.

Le portefeuille de réserve

Il existe un portefeuille de « créances additionnelles » susceptibles d'alimenter le FCTC en cas de stress sur les créances de base du portefeuille. Ces créances additionnelles constituant le portefeuille de réserve seront extraites de l'immeuble Canebière situé en Côte d'Ivoire et administré par la SCI Malado. La date de complétion de l'immeuble est prévue en juin 2021 et le montant total des loyers sur la période 2021-2027 devrait être de 5.824 millions de FCFA TTC (4.775,7 millions FCFA HT), soit 19% de la valeur du portefeuille de base de 30.633,1 millions FCFA HT. Compte tenu des incertitudes quant à la date de livraison du bien et à son taux futur d'occupation, nous opérons un « haircut » de 75% de valeur des loyers sur la période, et ne retenons que 25% de ce montant en déduction du taux stressé d'impayé de 8%.

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

RESULTATS DU MODELE SUR-STRESSE DE PORTEFEUILLE	VALEURS
Portefeuille de base FCFA	30 633 086 376
Rémunération du portefeuille FCFA	3 598 000 000
Portefeuille post-haircut FCFA	32 700 999 806
PA sur-stressée FCFA	(606 809 918)
Valeur résiduelle du portefeuille à 84 mois FCFA	32 094 189 888
Valeur actuelle du portefeuille FCFA	19 986 648 469
Valeur contractuelle du passif FCFA	20 000 000 000
Excédent (déficit) économique en fonds propres FCFA	-13 351 531
Excédent (déficit) économique en fonds propres %	-0,0668%

Après « haircut », le portefeuille total s'élève à 32.701 millions de FCFA. De ce montant est à déduire la PA sur-stressée (i.e. la PA stressée multipliée par 120%), équivalente à 606,8 millions de FCFA. La valeur résiduelle du portefeuille à 84 mois est donc de 32.094,2 millions de FCFA qui, actualisée, correspond à 19.986,6 millions de FCFA.

Le tableau des pertes attendues (PA) idéalisées, i.e. des déficits de fonds propres économiques, se présente comme suit :

	1	2	3	4	5	6	7
AAA	0,0000%	0,0001%	0,0004%	0,0010%	0,0016%	0,0023%	0,0032%
AA+	0,0003%	0,0017%	0,0055%	0,0116%	0,0171%	0,0233%	0,0317%
AA	0,0007%	0,0044%	0,0143%	0,0259%	0,0374%	0,0500%	0,0634%
AA-	0,0017%	0,0105%	0,0325%	0,0556%	0,0781%	0,1022%	0,1283%
A+	0,0032%	0,0204%	0,0644%	0,1040%	0,1436%	0,1868%	0,2340%
A	0,0060%	0,0385%	0,1221%	0,1898%	0,2569%	0,3319%	0,4169%
A-	0,0214%	0,0825%	0,1980%	0,2970%	0,4015%	0,5215%	0,6715%
BBB+	0,0495%	0,1540%	0,3080%	0,4565%	0,6050%	0,7850%	0,9850%
BBB	0,0935%	0,2585%	0,4565%	0,6600%	0,8690%	1,1190%	1,4190%
BBB-	0,2310%	0,5775%	0,9405%	1,3090%	1,6775%	2,0775%	2,6275%
BB+	0,4785%	1,1110%	1,7215%	2,3100%	2,9040%	3,7040%	4,8040%
BB	0,8580%	1,9085%	2,8490%	3,7400%	4,6255%	6,0755%	7,9255%
BB-	1,5455%	3,0305%	4,3285%	5,3845%	6,5230%	8,2630%	10,4130%

Au total, au terme de ce sur-stress sévère, notre analyse du portefeuille laisse apparaître un léger déficit de «°fonds propres économiques » de 13,4 millions de FCFA, soit **0,0668%** du montant nominal de l'émission d'obligations séniors. Ce déficit économique de 13,4 millions de FCFA est commensurable, à 7 ans, à une notation intrinsèque de **tAA**.

A partir de cette approche quantitative menant à une notation intrinsèque de tAA pour les obligations séniors du compartiment FCTC TEYLIOM IMMO 7%, WARA applique deux ajustements qualitatifs :

- **Le rehaussement d'un cran à tAA+ en raison de l'existence d'un fonds de réserve et d'une ligne de liquidité** fournie par NSIA Banque Côte d'Ivoire dont l'estimation de crédit (ec.A/Stable/w-3) n'est pas une contrainte pour la notation des obligations séniors du FCTC (le montant de la ligne de liquidité est de 1 milliard de FCFA) ; et
- **Le rehaussement d'un cran supplémentaire à tAAA en raison de l'existence d'hypothèques.** Les hypothèques portent sur les immeubles ci-après désignés avec une faculté de réalisation par attribution conventionnelle au FCTC de la pleine propriété des actifs concernés :
 - ATRYUM estimé à 7.100.078.568 FCFA, et
 - SEA PLAZZA Centre Commercial estimé à 17.002.405.440 FCFA

En définitive, l'ajustement qualitatif net total appliqué à notre modèle quantitatif est de **+2 crans**, modifiant la notation des obligations séniors du FCTC TEYLIOM IMMO 7% de tAA à **tAAA**.

Les flux de trésorerie

Chronique des flux de liquidité

A l'**actif** du FCTC, le recouvrement des loyers est **trimestriel**, tandis que le passif rémunère les coupons **trimestriellement** et que le principal est aussi remboursé **trimestriellement** après un an de grâce. La chronique des flux de trésorerie sur 28 trimestres se présente comme suit :

RECouvreMENT DES LOYERS						COMPORTEMENT DES OBLIGATIONS SENIORS				
Trimestres	Loyers recouvrés	Rémunération de la trésorerie	Total Trésorerie disponible	Échéances	Trésorerie nette	Trimestres	Principal	Intérêts	Service de la dette	Frais de fonctionnement
1	802	1	802	429	373	1	-	350	350	79
2	1 094	5	1 467	429	1 038	2	-	350	350	79
3	1 094	10	2 133	429	1 704	3	-	350	350	79
4	1 094	15	2 798	429	2 369	4	-	350	350	79
5	1 094	20	3 463	1 252	2 211	5	833	350	1 183	69
6	1 094	19	3 305	1 237	2 068	6	833	335	1 169	68
7	1 094	18	3 162	1 222	1 940	7	833	321	1 154	68
8	1 094	17	3 034	1 207	1 826	8	833	306	1 140	68
9	1 094	16	2 920	1 182	1 738	9	833	292	1 125	57
10	1 094	16	2 832	1 167	1 665	10	833	277	1 110	57
11	1 094	15	2 759	1 152	1 607	11	833	263	1 096	56
12	1 094	15	2 701	1 137	1 564	12	833	248	1 081	56
13	1 094	15	2 658	1 112	1 545	13	833	233	1 067	46
14	1 094	15	2 639	1 097	1 542	14	833	219	1 052	45
15	1 094	15	2 636	1 082	1 553	15	833	204	1 038	45
16	1 094	15	2 647	1 067	1 580	16	833	190	1 023	44
17	1 094	15	2 674	1 043	1 632	17	833	175	1 008	34
18	1 094	16	2 726	1 028	1 698	18	833	160	994	34
19	1 094	17	2 792	1 013	1 779	19	833	146	979	33
20	1 094	17	2 873	998	1 876	20	833	131	965	33
21	1 094	18	2 970	973	1 997	21	833	117	950	23
22	1 094	19	3 091	958	2 134	22	833	102	935	22
23	1 094	20	3 228	943	2 285	23	833	88	921	22
24	1 094	21	3 379	928	2 451	24	833	73	906	21
25	1 094	23	3 545	903	2 642	25	833	58	892	11
26	1 094	24	3 736	888	2 848	26	833	44	877	11
27	1 094	26	3 943	873	3 070	27	833	29	863	10
28	1 386	28	4 455	858	3 598	28	833	15	848	10
TOTAL	30 633	472		27 036			20 000	5 775	25 775	1 261

En situation normale, l'opération présente un profil de liquidité sain, ce qui est un facteur neutre de notation. En effet, l'excédent de trésorerie dégagée par l'opération devrait être de l'ordre de 3.598 millions de FCFA, soit 18% de la valeur nominales des obligations émises par le FCTC sur 84 mois, i.e. +2,6% par an.

Stress de liquidité

Toutefois, WARA applique un stress de liquidité à la chronique des flux de trésorerie, qui reflète certaines des hypothèses du stress et du sur-stress de portefeuille. En effet, nous faisons l'hypothèse extrême suivante, afin de mesurer la résilience du modèle de cash flows : un « haircut » de 10% net sur le recouvrement mensuel de *chacune* des créances, ce qui est très sévère.

Le comportement des flux de trésorerie en est significativement modifié, comme suit :

RECOURVEMENT DES LOYERS						COMPORTEMENT DES OBLIGATIONS SENIORS				
Trimestres	Loyers recouvrés	Rémunération de la trésorerie	Total Trésorerie disponible	Échéances	Trésorerie nette	Trimestres	Principal	Intérêts	Service de la dette	Frais de fonctionnement
1	722	1	722	429	293	1	-	350	350	79
2	985	4	1 278	429	849	2	-	350	350	79
3	985	8	1 833	429	1 405	3	-	350	350	79
4	985	12	2 389	429	1 960	4	-	350	350	79
5	985	15	2 945	1 252	1 693	5	833	350	1 183	69
6	985	13	2 677	1 237	1 440	6	833	335	1 169	68
7	985	11	2 425	1 222	1 203	7	833	321	1 154	68
8	985	9	2 187	1 207	980	8	833	306	1 140	68
9	985	7	1 965	1 182	783	9	833	292	1 125	57
10	985	6	1 767	1 167	600	10	833	277	1 110	57
11	985	4	1 585	1 152	432	11	833	263	1 096	56
12	985	3	1 417	1 137	280	12	833	248	1 081	56
13	985	1	1 265	1 112	152	13	833	233	1 067	46
14	985	0	1 137	1 097	39	14	833	219	1 052	45
15	985	(1)	1 024	1 082	(58)	15	833	204	1 038	45
16	985	(1)	926	1 067	(141)	16	833	190	1 023	44
17	985	(2)	843	1 043	(199)	17	833	175	1 008	34
18	985	(2)	785	1 028	(242)	18	833	160	994	34
19	985	(3)	743	1 013	(270)	19	833	146	979	33
20	985	(3)	715	998	(283)	20	833	131	965	33
21	985	(2)	702	973	(271)	21	833	117	950	23
22	985	(2)	714	958	(244)	22	833	102	935	22
23	985	(2)	740	943	(202)	23	833	88	921	22
24	985	(1)	782	928	(145)	24	833	73	906	21
25	985	(1)	839	903	(64)	25	833	58	892	11
26	985	0	921	888	33	26	833	44	877	11
27	985	1	1 018	873	145	27	833	29	863	10
28	1 247	4	1 392	858	534	28	833	15	848	10
TOTAL	27 570	82		27 036			20 000	5 775	25 775	1 261

WARA note les conclusions saillantes suivantes :

- **Le FCTC TEYLIOM IMMO 7% résiste assez bien à ces conditions extrêmes de stress et de sur-stress sur son portefeuille** (modulo le financement par la ligne de liquidité de la position nette de trésorerie potentiellement fragile identifiée dans le tableau ci-dessus), ce qui conforte la notation de ses obligations seniors dans la catégorie de rating tAAA ;
- **L'excédent de trésorerie à date de maturité serait alors de 534 millions de FCFA, ce qui est relativement limité mais toujours adéquat en valeur absolue et en comparaison de la valeur faciale des obligations à la date d'émission (20 milliards de FCFA).** La trésorerie nette devient négative avec un stress de liquidité de -12%, assez proche de notre stress de liquidité standard de -10%, **justifiant une fois encore l'existence de la ligne de liquidité (bien calibrée à 1 milliard de FCFA et mise à disposition par NSIA Banque Côte d'Ivoire), laquelle contribue au rehaussement de la notation des obligations du FCTC de sa valeur intrinsèque (tAA) à sa valeur de contrepartie (tAAA).**

Les autres facteurs de risque

Risques opérationnels

Les risques opérationnels sont a priori minimes. En effet, la probabilité que le groupe Teyliom soit dans l'incapacité financière, économique ou technique de collecter / recouvrer les loyers objets de l'opération de titrisation est limitée, eu égard à sa taille et à la diversification de ses métiers et de la géographie de ses opérations. Compte tenu de la notation intrinsèque élevée du portefeuille et des facteurs qualitatifs positifs recensés plus haut, nous estimons légitime que le rating des obligations du FCTC atteigne la catégorie maximale tAAA. La maturité longue des obligations n'apparaît pas comme une contrainte à la notation tAAA, sachant les nombreux garde-fous qui accompagnent cette opération de titrisation.

Risques juridiques

La qualité de la documentation juridique relative à cette opération de titrisation est très bonne. L'opération repose essentiellement sur les conventions et documents suivants :

- la Note d'Information ;
- le Règlement du Fonds ;
- le Règlement du Compartiment ;
- la Convention de Cession et de Recouvrement de Créances ;
- la Convention de Dépositaire ;
- la Convention de Placement ;
- la Convention de Ligne de Liquidité ;
- la Convention de Compte Spécialement Affecté ;
- la Convention de Nantissement des Créances ;
- la Convention de Nantissement de Compte Bancaire ;
- toute convention de Gestionnaire de Substitution à conclure après la Date d'Emission;
- la Convention d'Hypothèque ;
- les Quittances Subrogatives ;
- la Convention de Délégation de police d'assurance
- la Convention de Prise Ferme ; et
- tout autre document requis en application de ces documents.

La documentation juridique a été préparée par Asafo&Co, en pleine conformité avec les textes qui régissent les opérations de titrisation en UEMOA. Juridiquement, le FCTC TEYLIOM IMMO 7% est un fonds commun de titrisation de créances, régi par le Règlement n°02/2010/CM/UEMOA relatif aux fonds communs de titrisation de créances et aux opérations de titrisation dans l'UEMOA (le « Règlement n° 02/2010/CM/UEMOA ») et par ses différents textes d'application, en particulier, l'Instruction n° 43/2010 relative à l'agrément des fonds communs de titrisation de créances, au visa de leurs notes d'informations ainsi qu'aux modalités de placement de leurs titres sur le marché financier régional de l'UEMOA (« l'Instruction n° 43/2010 »).

Risque de valeur résiduelle

Le risque de valeur résiduelle est minime. C'est un facteur neutre de notation. Les loyers sont perçus trimestriellement et le service de la dette est lui aussi trimestriel (intégrant des coupons trimestriels et un amortissement trimestriel du principal). Par conséquent, les décalages de trésorerie devraient rester limités tout au long de la vie des obligations, réduisant considérablement le risque de valeur résiduelle à la date de maturité des obligations.





W A R A

© 2021 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.