

Louvain School of Management

Analyse fondamentale des actions , valorisation d'une entreprise : SIPEF

Author: Guillaume Parmentier

Supervisor(s) : Philippe Gregoire

Academic year 2020-2021

AVANT PROPOS :

Ce mémoire est réalisé dans le but d'obtenir un diplôme en sciences économiques et de gestion option *international finance* , à la Louvain School of Management de l'Université Catholique de Louvain-la-Neuve.

Ayant une première formation en comptabilité et étant passionné par les marchés financiers, j'ai décidé de réaliser mon mémoire sur la valorisation des entreprises via l'analyse du cours d'une action.

Au travers de ce mémoire, je vous propose de découvrir le domaine de l'analyse fondamentale des actions et la manière dont on procède pour évaluer la valeur d'une entreprise avec le cas de l'entreprise SIPEF. L'objet sera d'émettre une recommandation sur l'achat, la vente ou la conservation du titre.

Ce mémoire a été l'exercice le plus enrichissant de mes études et m'a permis découvrir de manière concrète en quoi consiste le métier d'analyste financier.

Il m'a permis également de mettre en pratique toute les méthodes d'analyse apprises durant mon cursus.

Ces méthodes permettent de réaliser un diagnostic de l'environnement interne et externe de l'entreprise, de réaliser un diagnostic sur la performance financière future de l'entreprise et finalement de valoriser une entreprise selon plusieurs modèles.

REMERCIEMENTS :

Je tiens à adresser mes remerciements à toutes les personnes qui ont contribué à la rédaction de mon mémoire.

Je souhaite remercier mon promoteur Monsieur Grégoire, de m'avoir donné l'opportunité de réaliser ce travail. Je le remercie également pour sa patience et ses conseils.

Je tiens ensuite à remercier mes parents qui m'ont soutenu durant toutes mes études, et particulièrement, ma mère pour tout son dévouement, sa disponibilité et ses précieux conseils durant l'élaboration de ce mémoire.

Finalement, je voudrais remercier tout le corps enseignant avec lequel j'ai tant appris.

Merci à tous.

Table des matières

INTRODUCTION	1
1 Revue de littérature	3
2 Le cas SIPEF	5
2.1 Présentation de la société	5
2.1.1 Ses domaines d'activité	5
2.1.2 Son actionnariat	6
2.1.3 Sa cotation sur le stock market :	6
2.1.4 Analyse macro, description du secteur d'activité	7
2.1.4.1 Le marché des matières grasses et la démographie	7
2.1.4.2 Le marché de l'huile de palme	8
2.1.4.3 L'offre	9
2.1.4.4 La demande	10
2.1.4.5 Le leader sur le marché des huiles végétales	11
2.1.4.6 Le cours mondial de l'huile de palme	12
2.1.5 Diagnostic de l'environnement du marché de l'huile de palme	13
2.1.5.1 Les opportunités	13
2.1.5.2 Les menaces	13
2.2 Analyse empirique : Étude descriptive	16
2.2.1 La production d'huile de palme	16
2.2.2 Le rendement de l'huile de palme	17
2.2.3 La stratégie d'expansion de Sipef	19
2.2.4 Les autres activités du groupe	20
2.3 Analyse financière 2019	20
2.3.1 Comptes de résultat de 2016 à 2019	20
2.3.1.1 Le chiffre d'affaires	20
2.3.1.2 Le coût des ventes	21
2.3.1.3 La marge brute (MB)	21
2.3.1.4 Les dépenses générales et administratives	22
2.3.1.5 Le résultat opérationnel	22
2.3.1.6 Le résultat financier	22
2.3.1.7 Résultats avant et après impôts	22
2.3.1.8 Les dividendes	23
2.3.2 Prévisions	23
2.3.2.1 Estimation de la productivité	23
2.3.2.2 Estimation des hectares plantés	24
2.3.2.3 Prévision de la production	25
2.3.2.4 Estimation du prix	26
2.3.3 Compte de résultat prévisionnel	29
2.3.3.1 Estimation du revenu	29
2.3.3.2 Estimation du coût des ventes et des frais généraux :	31
2.3.3.3 Estimation du taux imposition	32
2.3.3.4 Estimation des dépenses en investissement et amortissements (capex)	32
2.3.3.5 Estimation du working capital	33
Afin d'estimer le fond de roulement de l'entreprise nous avons utilisé le ratio entre le montant de fond de roulement et le chiffre d'affaires qui est de 36,7% en 2019.	33
Nous avons gardé cette proportion pour nos projections ce qui nous permet de calculer la variation en fonds de roulement chaque année comme on peut le voir dans le tableau 12.	33
2.4 Valorisation	33
2.4.1 Calcul du WACC	33
2.4.1.1 Évaluation de la structure du capital	34

2.4.1.2	Calcul du coût des fonds propres	34
2.4.1.3	Calcul du coût de la dette	35
2.4.1.4	Calcul du WACC	35
2.4.2	Valorisation par flux de trésorerie actualisés	35
2.4.2.1	Détermination des free cash-flow (FCF)	36
2.4.2.2	Détermination de la terminal value (TV) selon 2 méthodes	36
2.4.2.3	Valeur de l'action	38
2.4.3	Évaluation par la méthode comparative	38
2.4.4	Valorisation finale	41
2.5	Analyse des risques	42
2.5.1	Cartographie des risques :	44
3.	Conclusion	46
4.	Bibliographie	47

INTRODUCTION

L'analyse financière est une méthode de compréhension de l'entreprise basée sur ses états comptables mais qui ne peut être réduite à cette seule analyse, elle doit être enrichie par des informations économiques sur le secteur de l'entreprise étudiée. Elle doit permettre ainsi de porter un jugement argumenté sur la performance et la situation financière de l'entreprise. (Marion, 2015)

Le métier d'analyste financier a pour objectif de porter une appréciation à la fois historique et prédictive sur l'entreprise. (Parienté, 2013)

En effet, l'analyse financière d'une entreprise a pour objet le capital et la richesse économique actuelle et future de l'entreprise. Selon qu'elle est destinée aux prêteurs ou aux actionnaires, la lecture et les objectifs sont différents. L'analyse financière du prêteur est un diagnostic du risque de crédit alors que l'analyse financière à destination des actionnaires est un diagnostic boursier. (de la Bruslerie, 2014)

Ce diagnostic est réalisé par la valorisation de la société. C'est une opération complexe qui va au-delà des considérations financières que représentent les bilans et les comptes de résultat. De nombreux facteurs plus qualitatifs que quantitatifs influencent de manière non négligeable, la valorisation finale de la société. Il s'agit entre autres, de la potentialité du marché, du développement de l'entreprise, de ses opportunités et ses menaces.

Les professionnels utilisent différentes méthodes et modèles que l'on retrouvera de façon plus ou moins prédominant dans toute évaluation d'entreprise. Le choix de la méthode est prépondérant et dépend du profil de chaque entreprise. (Rachel, 2020) Valoriser une société c'est calculer la valeur financière d'une entreprise en tenant compte des données comptables passées et du potentiel de développement de la société.¹

L'objectif de ce mémoire est d'apporter des éléments de réponse quant à la valeur d'un actif ainsi d'émettre une recommandation sur la performance attendue d'un titre. C'est au travers d'un cas pratique, que nous pourrons répondre à cet objectif. Nous avons choisi de valoriser la société SIPEF afin d'émettre une recommandation.

La Société Internationale de Plantations et de Finance (SIPEF) a été créée en 1919 en Belgique. SIPEF N.V. est une société industrielle agroalimentaire qui détient des participations majoritaires dans des entreprises de plantations tropicales dont elle assure

¹ Source : <https://actufinance.fr/fusions-acquisitions/techniques-valorisation.html>

l'exploitation et la gestion. Bien qu'implantée en Belgique, les activités d'exploitation de l'entreprise se situent dans des pays tropicaux.

Le cours de son action a oscillé entre 60 et 70 € en 2017 et 2018 avant de plonger courant 2019 pour atteindre son niveau le plus bas à 35 €. Il a ensuite connu une croissance jusqu'à 55 € début 2020 mais l'action Sipef s'est rapidement stabilisée entre 40 et 45 €.

La première partie reprend les notions théoriques d'analyse financière et plus spécifiquement les méthodes de valorisation.

Ensuite, nous présentons la société Sipef, nous analysons son secteur d'activité en nous concentrant sur le marché de l'huile de palme que nous avons trouvé indispensable de détailler afin de mieux appréhender l'analyse et les prévisions.

L'analyse empirique étudiera la production et le rendement d'huile de palme ainsi que la stratégie du groupe. Nous aborderons enfin l'analyse financière sur base des comptes de 2016 à 2019 et nous calculerons les prévisions au niveau de la production, de la productivité et du prix. Ce qui nous permettra de présenter un compte de résultat prévisionnel utile dans l'élaboration des free cash-flow de 2020 à 2023. Les montants utilisés dans ce travail sont en US\$ comme dans les comptes consolidés publiés par le groupe.

Nous pourrions alors passer à la valorisation proprement dite. Deux méthodes ont été retenues : la méthode des flux de trésorerie actualisés et la méthode des entreprises comparatives. La première nécessite :

- le calcul du *WACC* qui sera utilisé comme taux d'actualisation pour la projection des free cash-flow.
- la détermination de la *terminal value* selon 2 méthodes : *l'exit multiple de l'EBITDA* et la méthode de Gordon Growth

Deux méthodes des entreprises comparatives sont appliquées également.

La première consiste à évaluer le prix de l'action en fonction du nombre d'hectares de palmiers détenus et confronter cette quantité avec la capitalisation boursière afin d'établir une valeur par hectare. Cette méthode est spécifique au marché de l'huile de palme.

La seconde consiste en l'analyse du ratio entre la valeur de l'entreprise et l'EBITDA, nous avons donc récupéré les données concernant ce ratio pour toutes les entreprises comparables afin d'estimer un intervalle pour le multiple de l'EBITDA.

Les résultats obtenus pour chaque méthode sont alors pondérés équitablement afin de présenter un intervalle de valorisation du titre.

Cette analyse nous a permis d'émettre une recommandation d'achat comprise entre 45,97 et 68,39 €.

1 Revue de littérature

L'analyse financière consiste à établir un diagnostic financier de l'entreprise sur la base de données historiques et ensuite, à en déduire des prévisions sur l'évolution future de celle-ci. Elle se base sur les comptes annuels et sur certains éléments extracomptables tels les cours de bourse, les taux d'intérêt, ... (Ooghe, van Wymeersch, 1996)

Elle traite des informations comptables et des informations de gestion qui permettent de porter un jugement sur les risques passés, présents et futurs qui découlent de la situation financière d'une entreprise. L'analyse financière est un outil de la gestion financière qui permet de présenter l'état de santé de l'entreprise, au niveau de sa rentabilité, sa liquidité et sa solvabilité. Ce diagnostic financier permet alors de comprendre l'évolution passée de l'entreprise, d'apprécier son potentiel de développement et de lui donner une valorisation.

L'analyse financière est utile pour les gestionnaires, les actionnaires, les investisseurs, les prêteurs et aussi les salariés. Elle fournit les informations nécessaires aux différentes parties. Elle peut donc être définie comme une démarche qui s'appuie sur l'examen critique de l'information comptable et financière fournie par une entreprise à destination des tiers ayant pour but d'apprécier le plus objectivement possible sa performance financière et économique, sa solvabilité et son patrimoine. (Deisting, Lahille, 2017)

Les analystes financiers représentent une catégorie d'acteurs importante des marchés financiers. L'analyste financier émet des recommandations d'investissement concernant une action et définit à cette occasion une valorisation. Par ce processus, il souligne les écarts entre la valeur intrinsèque d'un actif et son cours de bourse et, en même temps, fait converger le prix vers la valeur d'équilibre. (Bayle, Schwartz, 2005).

On peut distinguer deux approches de l'analyse financière, l'analyse fondamentale et l'analyse technique. Cette dernière est basée sur l'étude des mouvements passés des cours de Bourse afin d'établir des prévisions.

Alors que l'analyse fondamentale est basée sur le fait qu'il existe une valeur « intrinsèque » pour chaque actif, calculée par la méthode de l'actualisation des flux de liquidités. Cette valeur est alors comparée au cours de Bourse. (Bayle, Scwartz, 2005).

Cette approche prédomine dans nos travaux.

Le concept d'évaluation des entreprises dont fait l'objet ce mémoire est riche en recherches et en théories basées sur des concepts clés développés dans les années 50 par Durand, Gordon ou encore Shapiro.

Le but de ce mémoire n'est pas de passer en revue et de commenter chaque méthode et sa construction, mais d'appliquer ces méthodes en vue de valoriser une entreprise.

Néanmoins, il semble essentiel de citer ces deux méthodes : la valorisation par flux de trésorerie actualisée et l'analyse comparative.

La première méthode d'évaluation d'actif utilisée est la méthode d'actualisation via les flux de trésorerie de l'entreprise pour établir la valeur intrinsèque d'un actif qui souvent diffère de la valeur du marché et permet de se positionner en tant qu'acheteur ou vendeur.

Cette valeur intrinsèque comme l'a définie Damodoran, reflète une vision objective et neutre d'un analyste financier qui utilise les données disponibles dans son environnement et qui va grâce à cela construire un raisonnement pour projeter les cash-flow futurs de l'entreprise. Ils seront par la suite, actualisés par un facteur reflétant la valeur de l'argent dans le temps ainsi que les risques du marché.

Il convient donc de projeter ces flux sur une période future en estimant chaque facteur du calcul selon l'analyse réalisée au préalable, lors du recueil des données de l'entreprise. La bonne compréhension du *business model* de l'entreprise est essentielle afin d'appréhender la façon dont l'entreprise génère des flux. Mais également la façon dont elle les répartit entre les investisseurs et les investissements internes permettant la croissance de l'entreprise.

Ces flux doivent être actualisés avec un paramètre propre à chaque entreprise et sa structure, le coût moyen pondéré du capital ou *WACC* sert de taux d'actualisation pour l'exercice de valorisation d'un actif.

La seconde méthode utilisée dans ce travail consiste à comparer la valeur des entreprises du même secteur d'activité via des multiples du revenu, de l'EBIT ou encore de l'EBITDA.

Cette méthode ne cherche pas à établir la valeur intrinsèque d'un actif mais à comparer la valeur actuelle de plusieurs entreprises qui opèrent dans le même domaine.

Grâce à cette méthode, on peut potentiellement repérer des anomalies d'évaluation qui seront alors naturellement corrigées par le marché.

Dans le cadre du marché de l'huile de palme, la principale source de comparaison est la valeur en dollars par hectare de palmiers exploités.

Cette mesure permet de comparer la performance de ces entreprises sur le marché boursier en fonction du nombre d'hectares qu'elles exploitent.

Il faut tout de même émettre des réserves sur cette méthode car chaque entreprise choisie pour faire des comparaisons possède ses propres sources diversifiées de revenus et sa propre identité.

2 Le cas SIPEF

2.1 Présentation de la société

2.1.1 Ses domaines d'activité

Sipef est un groupe actif dans le domaine de l'agro-industrie, il est spécialisé dans la production d'agriculture tropicale de manière durable. Comme l'illustre le schéma de la figure 1, Sipef produit principalement de l'huile de palme ainsi que d'autres produits comme des bananes et des plantes (fleurs d'ananas), du caoutchouc et du thé dans différents pays tels l'Indonésie, la Papouasie Nouvelle-Guinée et la Côte d'Ivoire.

Figure 1 : Sipef : La répartition géographique de la production par hectares et la répartition de la production en tonnes par activité



Source : <https://www.sipef.com/media/2221/sip-ar19-part-1-company-report-en.pdf>

82% des plantations sont situées en Indonésie alors que la Papouasie Nouvelle-Guinée et la Côte d'Ivoire comptent respectivement 17 % et 1 % des exploitations.

L'huile de palme (HP) produite par le groupe en 2019 équivaut à 85 % de sa production totale. Le reste de la production est constitué à 9 % de bananes, 4 % de caoutchouc et 2 % de thé.

Dans un souci de diversification, Sipef consacre aussi une infime partie de ses activités dans des services de gestion comme les assurances.²

² Ce secteur d'activité représente moins de 1% du CA et le groupe communique très peu voir pas du tout sur son développement.

2.1.2 Son actionnariat

Figure 2 : Structure de l'actionnariat

Ackermans & van Haaren NV	3 668 770	34.68%	02/07/2020
Cabra NV***	1 001 032	9.46%	02/07/2020
Priscilla Bracht***	0	0.00%	02/07/2020
Theodora Bracht***	2 000	0.02%	02/07/2020
Victoria Bracht***	0	0.00%	02/07/2020
Cabra P***	100 000	0.95%	02/07/2020
Cabra T***	100 000	0.95%	02/07/2020
Cabra V***	100 000	0.95%	02/07/2020
SIPEF own shares	160 000	1.51%	02/07/2020
Total	5 131 802	48.51%	

La figure 2 détaille la structure de l'actionnariat de l'entreprise. Au 31 décembre 2019, le capital est de 44 733 752 dollars représenté par 10 579 238 actions sans valeur nominale, chacune d'elles ayant un droit de vote.

Ackermans & van Haaren NV and Group Bracht jointly control SIPEF

Source : <https://www.sipef.com/hq/investors/shareholders-information/shareholders-structure/>

L'actionnaire majoritaire est Ackermans and van Haaren NV qui détient 34,68% des parts du groupe. Il est suivi par le groupe Cabra qui possède 9,46% des parts. Sipef, quant à elle, ne détient que 160 000 actions propres³ représentant 1,51% du capital.

Le reste des actions est détenus par le public.

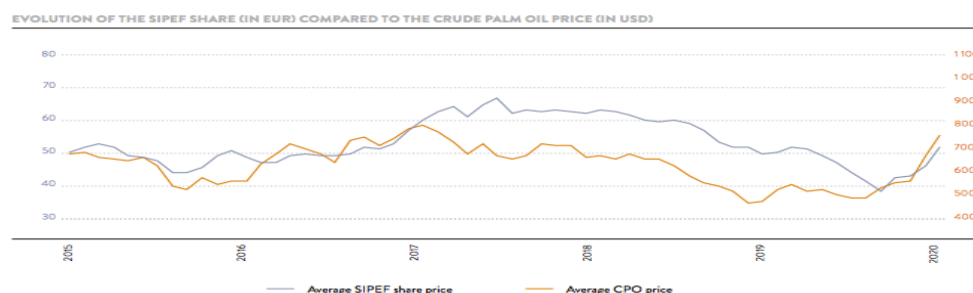
2.1.3 Sa cotation sur le stock market :

Sipef est cotée sur le marché Euronext depuis 1919, date de sa fondation.

Le tableau 3 nous montre le lien entre la valeur de l'action et le cours de l'huile de palme.

L'évolution de ces valeurs sur les 5 dernières années fait apparaitre une forte corrélation. Ce qui s'explique, entre autres, par la part importante de la vente d'huile de palme dans le chiffre d'affaires du groupe.⁴ La corrélation évidente (illustrée à la figure 3) entre le cours de l'huile de palme et la valeur de l'action Sipef nous amène à nous concentrer principalement sur l'analyse du marché de l'huile de palme.

Figure 3 : Évolution de l'action Sipef comparée au prix de l'huile de palme en dollar US



³ Ces actions ne permettent pas de droit de vote.

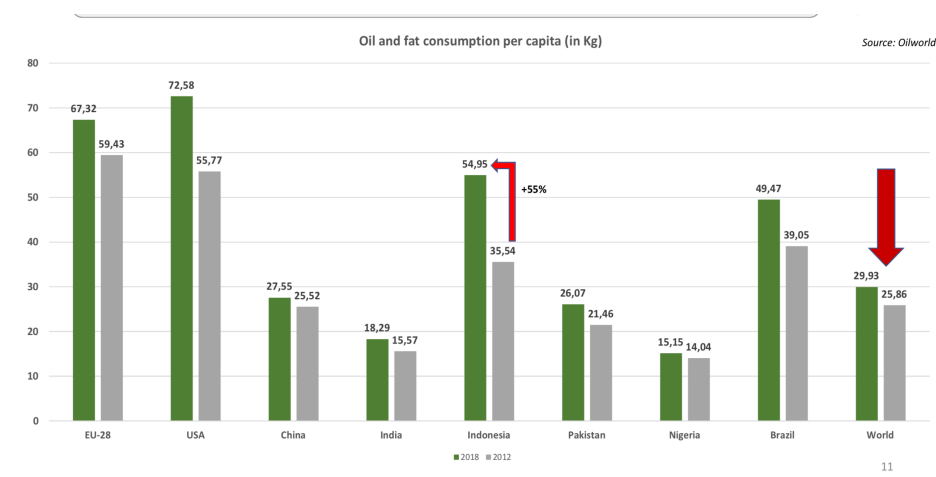
⁴ L'huile de palme représente 85% du CA et plus de 90% de la marge brut du groupe.

Source : Données Sipef

2.1.4 Analyse macro, description du secteur d'activité

2.1.4.1 Le marché des matières grasses et la démographie

Figure 4 : Répartition géographique de la consommation de matières grasses en kg par personne



Source : <https://www.sipef.com/media/2133/analyst-presentation-degroof-petercam.pdf>

La consommation mondiale de matières grasses est en constante évolution.⁵ La figure 4 compare la quantité consommée en kilogrammes par personne entre 2012 et 2018, au niveau mondial, elle est passée de 25,86 kg à près de 30 kg, soit une variation de 15%.

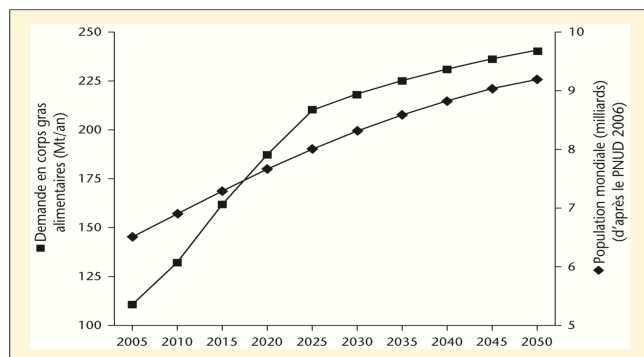
La plus forte augmentation se situe en Indonésie où par ailleurs, le groupe est très actif. L'Indonésie voit sa consommation progresser de 55% en seulement 6 ans. Le Brésil, un autre pays du sud, connaît une augmentation de la consommation de 27%. Toutefois, les plus gros consommateurs par habitant sont les États-Unis dont la consommation a progressé de 30% depuis 2012, prenant ainsi la première place après les européens.

La croissance de la consommation de matières grasses par personne et la croissance de la démographie assureront un accroissement de la demande⁶. La démographie est un paramètre important dans ce marché. La prévision d'une expansion de la population durant les prochaines années permet de prévoir une augmentation de la consommation de matières grasses.

⁵ Cette augmentation est liée à l'augmentation démographique comme on peut le voir sur la figure 5

⁶ Si le nombre de consommateurs augmentent et que la consommation augmente, on peut conclure que la demande va augmenter.

Figure 5 : Évolution comparée de la population mondiale et de la demande en corps gras alimentaires (source : SIPEF)



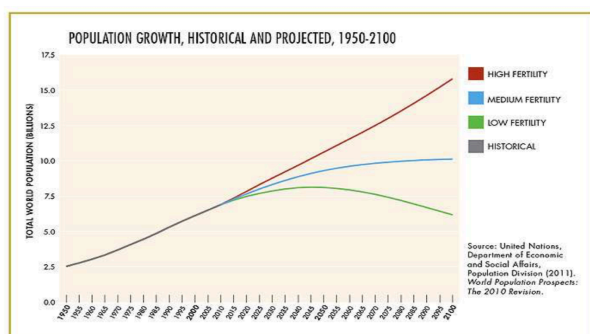
La consommation croissante d'huile végétale par personne combinée à la croissance de la démographie assurera un accroissement de la demande. Cette hypothèse est illustrée dans la figure 5 qui compare et projette sur un même graphique l'évolution de la population

mondiale et la demande en corps gras. Ce graphique fait apparaître clairement la corrélation entre ces deux variables.

La consommation croissante d'huile végétale par personne combinée à la croissance de la démographie assurera un accroissement de la demande. Cette hypothèse est illustrée dans la figure 5 qui compare et projette sur un même graphique l'évolution de la population mondiale et la demande en corps gras. Ce graphique fait apparaître clairement la corrélation entre ces deux variables.

Figure 6 : Croissance démographique et projection selon 3 hypothèses de fertilité

Source : <https://www.sipef.com/media/2133/analyst-presentation-degroof-petercam.pdf>



La figure 6 propose une projection de la croissance démographique selon 3 hypothèses de fertilité. En retenant l'hypothèse la plus raisonnable d'une fertilité moyenne, la courbe de la démographie (en bleu sur le graphique) reste croissante et donc la demande de

matières grasses sera croissante également.

2.1.4.2 Le marché de l'huile de palme

Après avoir étudié le marché des corps gras dans son ensemble, nous allons nous intéresser au marché de l'huile végétale et plus précisément de l'huile de palme.⁷

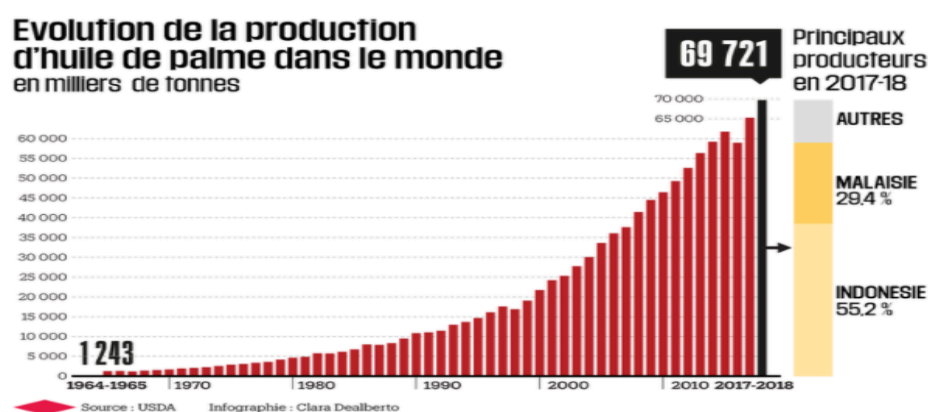
⁷ représentant 85% du chiffre d'affaire de SIPEF

2.1.4.3 L'offre

La figure 7 met en évidence la courbe croissante de la production d'huile de palme sur ces 50 dernières années avec un accroissement plus important depuis 20 ans. L'Indonésie et la Malaisie se partagent plus de 80% de la production.⁸

La production est en constante évolution, liée directement à l'augmentation de la consommation de matières grasses.

Figure 7 : Production d'huile de palme de 1965 à 2018



Source : https://www.liberation.fr/france/2018/06/08/biocarburant-total-jette-de-l-huile-de-palme-sur-le-feu_1657762

Des controverses existent au sujet de l'huile de palme. Son impact sur la santé dû sa haute teneur en acides gras saturés et son impact sur l'environnement auxquels viennent s'ajouter les mauvaises conditions de travail liées à la culture des palmiers à huile ont provoqué de nombreuses campagnes contre ce produit. Néanmoins, la demande d'huile de palme, privilégiée pour son rendement, est en forte expansion.

La corrélation mise en évidence précédemment entre la démographie et la consommation de matières grasses⁹ se vérifie aussi pour la consommation d'huile de palme. Sachant que la croissance démographique devrait se poursuivre, on peut faire l'hypothèse d'un accroissement de la production d'huile de palme pour autant que le produit ne soit pas substitué.

⁸ 55,2% pour l'Indonésie et 29,4% pour la Malaisie , cela représente 80% de la production

⁹ Voir la figure 5

2.1.4.4 La demande

L'Inde, la Chine et l'Europe sont les plus gros importateurs du marché mais c'est l'Indonésie qui est le plus gros consommateur comme le montre les figures 8 à 10. La demande a fortement augmenté en Chine et en Indonésie ces dernières années

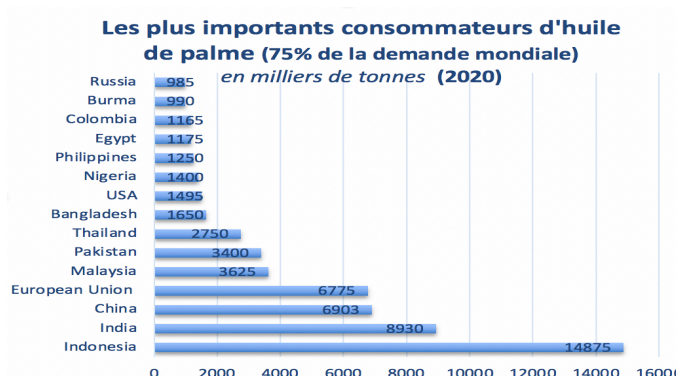


Figure 10 : Classement des pays consommateurs d'huile de palme en milliers de tonnes

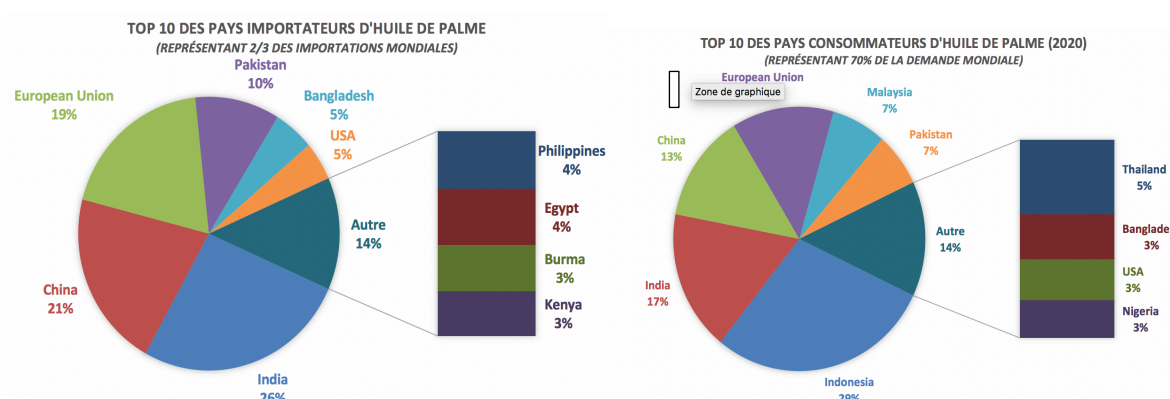
Source : Guillaume Parmentier, voir annexe ,

USDA, oilseeds world market and trade

L'élévation du niveau de vie dans ces pays émergents à forte population ainsi que la croissance démographique entraînent un accroissement de la demande. La consommation des indonésiens représente à elle seule 20% du marché comme on peut le voir dans la figure 9.

Figure 8 : Principaux importateurs

Figure 9 : Principaux consommateurs d'huile de palme



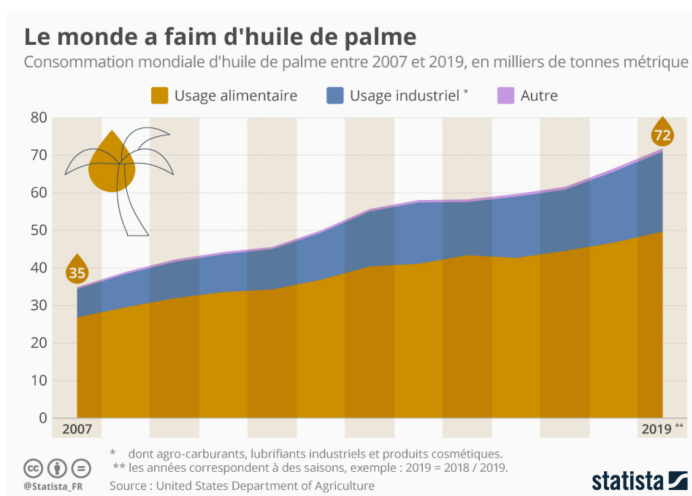
Source : Guillaume Parmentier, données : USDA, oilseeds world market and trade

Les États-Unis ont une demande d'huile de palme relativement peu élevée¹⁰ toutefois ils sont les plus grands consommateurs de matières grasses, comme l'illustre la figure 4 vue précédemment. Les américains préfèrent l'huile de soja d'autant plus qu'ils la produisent à grande échelle.¹¹

¹⁰ La consommation des USA ne représente que 3% comme on peut le voir à la figure 9.

¹¹ Information tirée du site : <https://www.statista.com/statistics/301044/edible-oils-consumption-united-states-by-type/>)

Figure 11 : Les différentes utilisations de l'huile de palme



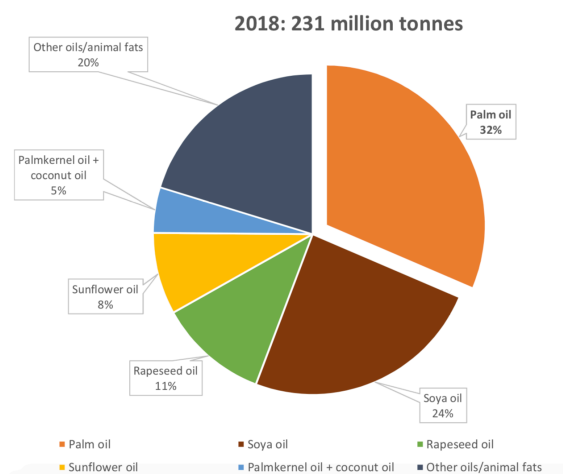
L'huile de palme en tant qu'huile alimentaire prédomine sur le marché. Toutefois son utilisation dans l'industrie en tant que biocarburant ou cosmétique s'intensifie d'année en année comme l'illustre la figure 11.

Source :

<https://fr-statista.com/infographie/19534/consommation-mondiale-huile-de-palme-et-repartition-par-usage/>

2.1.4.5 Le leader sur le marché des huiles végétales

Figure 12 : Le marché mondial de l'huile végétale



Source : données Sipef

notamment dans la production de carburant.

L'huile de palme, leader sur ce marché, doit son succès à un rendement à l'hectare nettement supérieur aux autres oléagineux et à un faible coût de production. Son excellent rendement et ses faibles coût de production lui confèrent un avantage concurrentiel qui le place en première position sur le marché.¹²

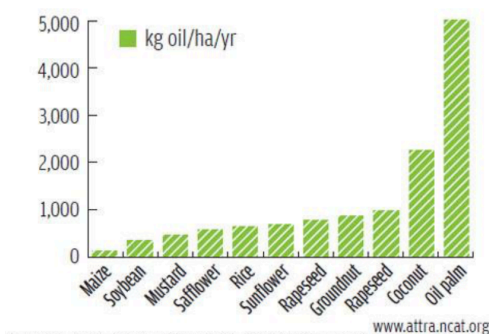
Le marché des corps gras est alimenté par l'huile de palme, de soja, de colza, de tournesol ainsi que d'autres graines ou fruits tels les arachides, le coco, l'olive, le coton ou le lin. La plupart de ces huiles peuvent remplir deux fonctions, soit une utilisation alimentaire représentant 90% de la production soit une utilisation industrielle

¹² Voir annexe 1 pour l'étude des avantages concurrentiels de l'huile de palme.

Figure 13 : Rendement pour 1 kg d'huile / ha / an

Cheap and versatile

Palm is affordable as it has the highest oil yield



La figure 13 illustre la comparaison de rendement des différents produits du marché reflète cet avantage concurrentiel concernant la productivité. La rentabilité par hectare excellente et sa performance est également confirmée dans la figure 14 (voir annexe 1) qui détaille les ressources utilisées.

Source : Downtoearth

Les quantités de pesticides, de fertilisants et d'énergie sont moindres que pour ses principaux concurrents, le soja et le colza. À cet avantage compétitif de rendement s'ajoute la facilité dans le conditionnement et donc dans le transport, grâce entre autres à sa durée de conservation plus longue.

L'huile de palme est indéniablement la plus compétitive.¹³

2.1.4.6 Le cours mondial de l'huile de palme

L'huile de palme est soumise à un cours contrôlé qui évolue chaque jour à la bourse de Kuala Lumpur, le marché de référence de cette matière première.

Le groupe Sipef se base sur le cours CIF¹⁴ Rotterdam qui est un inco¹⁵ exclusivement maritime.

Les cours sur ces deux places sont représentés sur les figures 15 et 16 de fin 2016 à aujourd'hui. (voir annexe 2)

Après une tendance baissière depuis 2017, le cours grimpait sans relâche depuis septembre 2019 jusqu'à atteindre son plus haut niveau en 3 ans au début de l'année 2020 : « pour la première fois, la production allait être inférieure à ce qu'on prévoyait de consommer », explique Antoine de Gasquet, président de Baillon Intercor, courtier en huiles végétales.¹⁶

¹³ Conclusion de l'analyse concurrentielle de l'huile de palme basée sur l'annexe 1

¹⁴ CIF : cost insurance freight

¹⁵ Inco¹⁵ : international commercial terms sont des termes commerciaux prédéfinis et publiés par la « international chamber of commerce », en lien avec les lois de commerce internationale

¹⁶ Informations tirées de : les Échos, Etienne Goetz, 01/07/ 2020

Ce qui peut s'expliquer notamment par des achats dits de précipitation dus au coronavirus en Asie. Ensuite, le cours s'effondre à cause de l'ampleur mondiale de la crise de la covid jusqu'en mai où la tonne d'huile de palme commence à reprendre de la hauteur pour retrouver en novembre 2020 un haut niveau.¹⁷

2.1.5 Diagnostic de l'environnement du marché de l'huile de palme Analyse stratégique et concurrentielle

2.1.5.1 *Les opportunités*

- liées à la démographie et à la croissance du marché :

Comme expliqué supra, la corrélation entre l'expansion de la population et la demande d'huile est avérée. De plus, tant que cette demande progresse Sipef peut renforcer sa production sans craindre des surplus.

L'intérêt dans les biocarburants constitue aussi un facteur de croissance de la demande.

- liées aux développements technologiques :

Sipef engage des dépenses importantes dans le développement technologique comme des nouvelles machines ou des engrais plus performants en conformité avec la stratégie du groupe qui a pour objectif d'augmenter la productivité.¹⁸

Ceci est d'autant plus important qu'il y a de moins en moins de nouvelles terres cultivables.¹⁹

2.1.5.2 *Les menaces*

- liées au cours mondial :

Les matières premières sont soumises à des cours mondiaux contrôlés et centralisés. Nous avons vu précédemment que le cours est devenu plus volatile dernièrement, dépendant des phénomènes géopolitiques.

Le marché du biocarburant est un atout intéressant pour l'huile de palme. Grâce à son avantage de coût par rapport au pétrole, elle est compétitive sur ce marché.²⁰

¹⁷ Le cours de l'huile de palme est disponible à l'annexe 2 : figure 15 et 16.

¹⁸ Informations tirées des comptes annuels de sipef 2019

¹⁹ Les contraintes climatiques et environnementales pour la production d'huile de palme sont telles que les terres disponibles à la culture dans les pays potentiels deviennent de plus en plus rares.

²⁰ Voir annexe 1 pour les avantages concurrentiels de l'huile de palme

Néanmoins si les cours mondiaux du pétrole chutent comme ce fut le cas avec la crise du coronavirus, le pétrole deviendrait alors nettement plus avantageux et provoquerait une diminution de la demande en biocarburant.²¹

Ce phénomène est tout à fait exceptionnel et non prévisible. En temps normal, le pétrole peu concurrentiel n'influence pas la demande de biocarburant.²²

- liées au risque sur la santé :

L'huile de palme est réputée mauvaise pour la santé en raison de son fort taux d'acides gras saturés, qui augmentent le mauvais cholestérol.

Cette réputation est discutable car elle ne représenterait pas un danger tant qu'elle est consommée avec modération.²³

Malgré les campagnes anti-huile de palme qui se multiplient et les menaces de taxes, la demande globale mondiale n'a pas encore été impactée.

- liées aux tensions avec les pays importateurs :

L'Inde, un des plus gros consommateurs, a cette année, boycotté l'huile de palme malaysienne en réponse à des critiques émises par le premier ministre malaisien sur la politique indienne.²⁴ Les cours se sont dès lors affolés.

Un autre exemple de discordance vient de l'UE qui a décidé que le biocarburant à base d'huile de palme n'entrerait pas en compte dans ses objectifs concernant l'utilisation d'énergies renouvelables en 2030, restreignant son usage.²⁵

- liées aux catastrophes écologiques :

L'exploitation de palmiers pose énormément de questionnements sur les respects écologiques et elle est pointée du doigt dans les médias comme étant le principal responsable de la

²¹ Le cours du pétrole et celui de l'huile de palme sont repris à l'annexe 2

²² Le pétrole est un substitut tant que son prix est bas par rapport à son cours historique.

²³ Voir article : <https://www.europe1.fr/sante/huile-de-palme-quels-effets-sur-la-sante>

²⁴ Voir article : <https://www.capital.fr/entreprises-marches/une-impressionnante-chute-pour-lhuile-de-palme>.

²⁵ Voir article : <https://www.euractiv.fr/section/energie/news/eu-throws-the-ball-to-member-states-to-monitor-red-ii-implementation/>

déforestation dont le but est de libérer de l'espace pour les plantations de palmiers. Des millions d'hectares de forêts sont détruits par le feu.

Les arbres ne jouent plus leur rôle d'absorbeur de gaz à effet de serre et la libération du CO₂ emprisonné lors de la destruction des forêts a un impact très négatif sur l'environnement, la biodiversité et la santé des habitants.

Une certification a été mise en place par plusieurs ONG et professionnels, basée sur la transparence, la préservation des ressources naturelles et de la biodiversité, ainsi que le respect des employés.

Concernant Sipef, l'engagement est total sur le plan du développement durable.²⁶

- liées à l'impact sanitaire des plantations d'huile de palme :

La déforestation provoque des fumées très toxiques et serait responsable de plus de 100 000 morts entre l'Indonésie et la Malaisie. La santé de nombreux enfants est également touchée par les conséquences de ces feux.²⁷

- liées à la pression de la concurrence de l'huile de soja

L'huile de soja est le concurrent direct de l'huile de palme. Les arguments concernant la santé

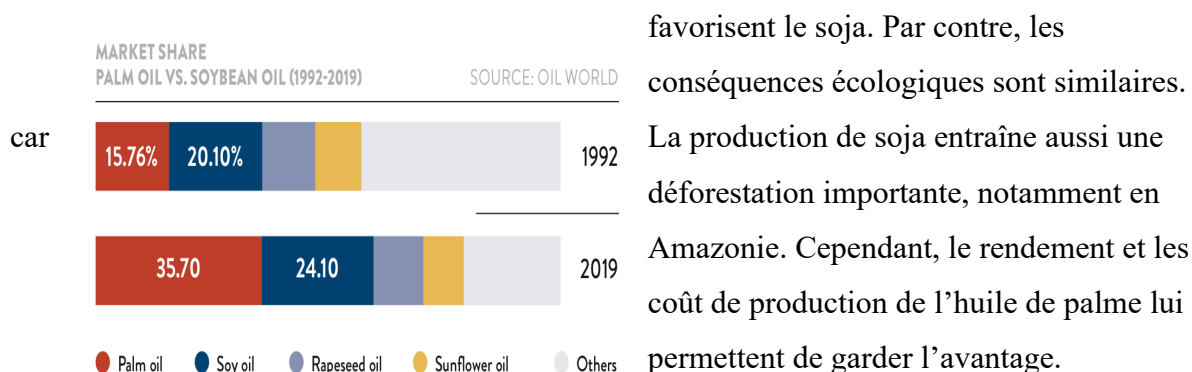


Figure 17 : Parts de marché de l'huile de palme versus huile de soja

Source : <https://www.sipef.com/media/2221/sip-ar19-part-1-company-report-en.pdf>

Il faudrait 8 fois plus de terres cultivées pour remplacer l'huile de palme par l'huile de soja, la bannir serait pire pour l'environnement. Actuellement, l'huile de palme profite d'un marché du soja tendu et des mauvaises récoltes d'huiles concurrentes de colza ou de tournesol.²⁸

²⁶ Sipef publie un rapport sur le développement durable lié à ses activités (sipef.Com/investors)

²⁷ Voir article : <https://www.greenpeace.fr/lhuile-de-palme-met-feu-aux-forets-dasie>

²⁸ Voir article : <https://www.geo.fr/environnement/huile-de-palme-ses-veritables-consequences-sur-lenvironnement-193387>

2.2 Analyse empirique : Étude descriptive

2.2.1 La production d'huile de palme

Nous allons, dans cette partie, analyser les données des différentes étapes de production , allant de la récolte des fruits jusqu'à l'extraction de l'huile.

Le but sera de prendre conscience de la performance du groupe afin de pouvoir ensuite établir une projection pour les années futures.

Tableau 1 : Production des régimes de fruits de palme frais (en tonnes)

(tons)	FRESH FRUIT BRUNCH PRODUCED						FFB SOLD			FFB PROCESSED		
	Own			Outgrowers			2019	2018	2017	2019	2018	2017
	2019	2018	2017	2019	2018	2017						
INDONESIA	919 919	950 239	879 239	24 362	17 262	15 380	41 514	38 932	40 786	902 767	928 569	853 833
Tolan Tiga Group	312 216	322 834	309 571	637	0	0	2	0	5	312 851	322 834	309 566
Umbul Mas Wesa Group	199 535	208 063	205 157	650	271	0	39152	35127	36850	161 033	173 207	168 307
Agro Muko	339 230	371 098	349 946	18 019	13 496	13 826	2360	0	0	354 889	384 594	363 772
South Sumatra	68 938	48 244	14 565	5 056	3 495	1 554	0	3805	3931	73 994	47 934	12 188
PAPOUASIE N-G	255 515	348 381	332 174	184 875	229 135	224 841	0	0	0	440 390	577 516	557 015
Hagry Oil Palms	255 515	348 381	332 174	184 875	229 135	224 841	0	0	0	440 390	577 516	557 015
TOTAL	1 175 494	1 298 620	1 211 413	209 237	246 397	240 221	41 514	38 932	40 786	1 343 157	1 506 085	1 410 848

Source : Guillaume Parmentier, données Sipef

Sipef produit son huile de palme en Indonésie et en Papouasie Nouvelle-Guinée.

Le tableau 1 reprend le nombre de régimes de fruits de palme frais (french fruit brunch produced, FFB) (en tonnes) récoltés depuis 2017.

La colonne *own* correspond à la production réalisée par les entités propres à Sipef contrairement aux *outgrowers* qui représente les producteurs indépendants.

Il y a 4 groupes principaux détenus par Sipef en Indonésie : Tolan Tiga Group (TTG), Umbul Mas Wesa Group (UMWG), Agro Muko (AM) et South Sumatra (SS).

On observe une grosse évolution sur le site de SS qui constitue une des dernières acquisitions du groupe. La production est passée d'environ 14 500 à 68 000 tonnes entre 2017 et 2019.

TTG et AM sont les deux plus gros sites en terme de production pour le secteur indonésien où les tonnes produites en 2019 sont de respectivement 312 000 et 339 000.

Concernant la Papouasie Nouvelle-Guinée (PNG) , la production a chuté en 2019 suite à un séisme suivi de catastrophes naturelles qui ont amputé les récoltes.

La part de la production confiée à des producteurs indépendants est très faible en Indonésie alors qu'en Papouasie elle occupe une place importante.

Les régimes de fruits vendus sur les différents sites sans transformation (FFB sold) ne représentent qu'une faible part de la production, le reste étant exploité pour extraire l'huile

(FFB processed) et représente en 2019, 1 343 k tonnes soit en légère diminution par rapport aux deux années précédentes. Les mauvaises conditions climatiques en Papouasie Nouvelle-Guinée ont eu un impact néfaste sur les récoltes.

Le tableau 2 reprend le nombre de tonnes d'huile de palme produites par Sipef suite à l'extraction des fruits. La production de 2019 est de 312 514 tonnes.

Ce chiffre en baisse par rapport à 2018 est imputable au séisme en Papouasie, l'Indonésie ne subissant qu'une très légère diminution.

Tableau 2 : Production d'huile de palme (en tonnes)

(tons)	PALM OIL PRODUCTION								
	Own			Outgrowers			Total		
	2019	2018	2017	2019	2018	2017	2019	2018	2017
INDONESIA	204 812	205 426	190 623	4 865	5 644	3 098	209 677	211 070	193 721
Tolan Tiga Group	70 489	72 492	69 477	150	0	0	70 639	72 492	69 477
Umbul Mas Wesa Group	38 089	41 568	39 640	151	63	0	38 240	41 631	39 640
Agro Muko	82 007	85 219	79 827	3 541	3 091	2 929	85 548	88 310	82 756
South Sumatra	14 227	6 147	1 679	1 023	2 490	169	15 250	8 637	1 848
PAPOUASIE N-G	59 829	85 015	81 689	43 008	55 672	55 548	102 837	140 687	137 237
Hagry Oil Palms	59 829	85 015	81 689	43 008	55 672	55 548	102 837	140 687	137 237
TOTAL	264 641	290 441	272 312	47 873	61 316	58 646	312 514	351 757	330 958

Source : Guillaume Parmentier, données Sipef

2.2.2 Le rendement de l'huile de palme

Dans le tableau 3, la colonne « extraction rate » correspond à la proportion d'huile de palme extraite des régimes de fruits de palme (FFB). Ce pourcentage est constant dans le temps et se situe de manière globale à 23%.

Cela signifie que pour 1 tonne de régimes de fruits de palme, on peut obtenir environ 0,23 tonnes (230 kg) d'huile de palme.

Tableau 3 : Production et rendement

(tons)	PALM OIL PRODUCTION			EXTRACTION RATE			NUMBER OF HECTARES PLANTED			PRODUCTIVITY		
	Total											
	2019	2018	2017	2019	2018	2017	2019	2018	2017	2019	2018	2017
INDONESIA	209 677	211 070	193 721	23,23%	22,73%	22,69%	60 269	57 814	55 657	3,48	3,65	3,48
Tolan Tiga Group	70 639	72 492	69 477	22,58%	22,45%	22,44%	13 562	13 502	13 055	5,21	5,37	5,32
Umbul Mas Wesa Group	38 240	41 631	39 640	23,75%	24,04%	23,55%	9 928	9 931	9 925	3,85	4,19	3,99
Agro Muko	85 548	88 310	82 756	24,11%	22,96%	22,75%	19 731	19 330	18 924	4,34	4,57	4,37
South Sumatra	15 250	8 637	1 848	20,61%	18,02%	15,16%	17 048	15 051	13 753	0,89	0,57	0,13
PAPOUASIE N-G	102 837	140 687	137 237	23,35%	24,36%	24,64%	13 707	13 687	13 621	7,50	10,28	10,08
Hagry Oil Palms	102 837	140 687	137 237	23,35%	24,36%	24,64%	13 707	13 687	13 621	7,50	10,28	10,08
TOTAL	312 514	351 757	330 958	23,27%	23,36%	23,46%	73 976	71 501	69 278	4,22	4,92	4,78

Source : Guillaume Parmentier, données Sipef

La colonne « number of hectares planted » renseigne le nombre d'hectares exploités par le groupe.²⁹

Tandis que le nombre d'hectares exploités en Papouasie est stable ces dernières années, Sipef accroît de façon constante ses hectares de champs en Indonésie et plus précisément sur le site de South Sumatra. En 2019, le groupe exploite près de 74 k d'hectares au total.

Ces données nous permettent de calculer la rentabilité par hectare (ha) afin de déterminer combien de tonnes (T) sont produites par hectare planté. Ce ratio est un indicateur intéressant de la performance du groupe qui peut être comparé avec les résultats des concurrents.

La colonne « *productivity* » nous montre des résultats intéressants quant à la productivité d'un hectare planté. Celle-ci varie fortement entre les 2 pays, alors qu'en Indonésie elle s'élève en moyenne à 3,48 T/ha qui équivaut à la moyenne mondiale.³⁰

En PNG ce chiffre atteint le double et même plus si on regarde les années 2018 et 2017 qui sont plus représentatives d'une année normale (sans catastrophe naturelle) ce qui peut s'expliquer par une maturité plus importante des plantations et des essais génétiques probants.³¹

Toutefois, il y a une disparité importante entre les différents sites indonésiens, le site de SS étant plus récent et encore en plein développement, son rendement est très faible.

En excluant le résultat de ce site, la productivité en Indonésie serait de 4,47 T/ha ce qui reste néanmoins beaucoup plus faible que la PNG affichant un niveau de 7,5 T/ha en 2019 malgré des conditions climatiques difficiles et 10 T/ha les autres années qui représente le rendement des meilleurs génotypes.

Comblent l'écart entre ces rendements est un des défis majeurs des acteurs du marché, les producteurs, les scientifiques et les gestionnaires de plantation.

On sait que grâce au site de SS, la productivité moyenne en Indonésie va s'améliorer dans un avenir proche.

²⁹ Hectares appartenant au groupe + les hectares exploités par les sous-traitants et petits producteurs.

³⁰ Informations tirées des études de marchés mondiales de l'huile de palme et ses acteurs, voir article : <https://www.techniques-ingenieur.fr/actualite/articles/lhuile-de-palme-une-productivite-incomparable>.

³¹ Sipef investit beaucoup dans le développement des techniques agricoles et biologiques.

2.2.3 La stratégie d'expansion de Sipef

La rareté des terres disponibles et les dégâts écologiques liés à la déforestation obligent le groupe à concentrer ses objectifs sur le rendement par hectare.

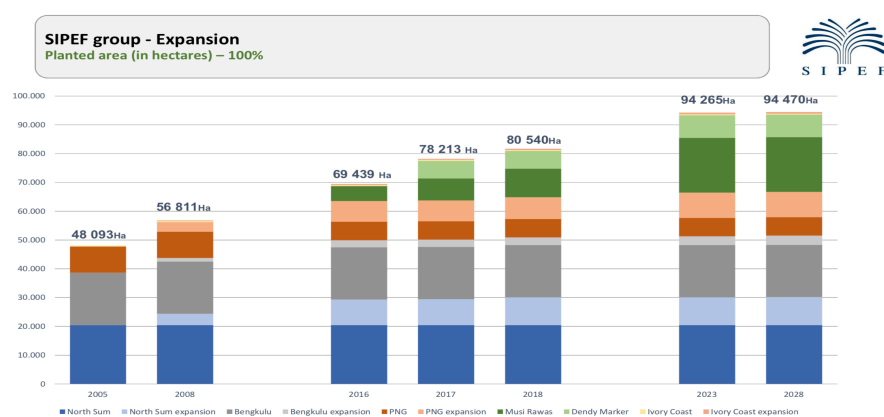
Les épisodes climatiques violents de plus en plus fréquents nécessitent une réorganisation de l'activité afin d'anticiper dans la mesure du possible les conséquences de ces imprévus.

L'objectif est d'optimiser le fonctionnement des palmeraies installées, tout en impactant au minimum les hommes et l'environnement.

La stratégie d'expansion prévue par l'entreprise et détaillée dans le rapport de Degroof-Petercam consiste à développer sa production externalisée.³²

L'objectif en terme de production est d'atteindre 450k tonnes d'huile de palme³³ en 2023 et en terme de superficie 94k hectares plantés. La figure 18 nous renseigne sur les sites qui pourront encore être étendus (en vert), ils se situent au sud de Sumatra en Indonésie.

Figure 18: Objectifs d'expansion de terres cultivées



L'objectif de l'entreprise à très long terme est de doubler la production d'huile de palme pour passer à 1% de la production mondiale contre 0,5% actuellement.

Néanmoins cette stratégie était déjà en place fin 2018 mais l'année 2019 semble avoir ralenti la croissance et les objectifs de l'entreprise. Sipef dans son rapport annuel communique sur ces mauvais résultats et les justifie par les événements climatiques, trois éruptions

³² La présentation est disponible sur le site de Sipef.com , (<https://www.sipef.com/media/2133/analyst-presentation-degroof-petercam.pdf>)

³³ L'objectif de production est communiqué par le groupe au début de l'année 2020, un objectif de 430K semble plus en lien avec les résultats communiqués tout au long de l'année 2020.

volcaniques en PNG et des conditions météorologiques exceptionnelles en Indonésie. Sipef conclut en confirmant que les objectifs à long terme peuvent toujours être atteints.³⁴

2.2.4 Les autres activités du groupe

Le bénéfice du groupe provient principalement de l'huile de palme. Comme en atteste le tableau de la figure 19, les autres activités représentent une part peu significative.

Le deuxième domaine d'activité le plus rentable englobe les productions de bananes et de fleurs.

Le secteur du caoutchouc a, quant à lui, une marge brute négative qui s'est accentuée encore en 2019.

Une mauvaise année aussi pour le thé qui voit sa marge passer dans le rouge.

Sachant que l'huile de palme représente 85% du chiffre d'affaires et environ 93% de la marge brute, nous avons décidé de baser notre analyse exclusivement sur l'huile de palme afin d'établir nos résultats prévisionnels.³⁵

Figure 19 : Marge brute consolidée par activité

Consolidated gross profit				
In KUSD (condensed)	31/12/2019	%	31/12/2018	%
Palm oil	34 445	92.7%	68 800	95.4%
Rubber	-2 244	-6.0%	-1 065	-1.5%
Tea	-370	-1.0%	627	0.9%
Bananas and plants	4 697	12.6%	2 793	3.9%
Corporate and others	634	1.7%	941	1.3%
Total	37 162	100%	72 096	100%

Source : https://www.sipef.com/media/2355/20201209_analyst-presentation.pdf

2.3 Analyse financière 2019

2.3.1 Comptes de résultat de 2016 à 2019³⁶

2.3.1.1 Le chiffre d'affaires

Après une forte progression de 20% en 2017, le chiffre d'affaires régresse de plus de 14% en 2018 et près de 10% en 2019 pour afficher un chiffre de 248 millions s'expliquant par la productivité inattendue en PNG qui a souffert de catastrophes naturelles.

D'autres facteurs tels la baisse du cours de l'huile de palme, celle du prix du caoutchouc ou du prix du thé ont eu un impact négatif sur les résultats.

³⁴ Les objectifs à long terme sont ceux fixés pour 2028.

³⁵ Les résultats pour le caoutchouc et les bananes étant mauvais en 2020 selon les communiqués de Sipef, nous avons ciblé l'analyse sur le produit clés de l'entreprise.

³⁶ Les comptes de résultat 2016 à 2019 sont disponibles à l'annexe 3

Le seul secteur d'activité en progression est la production de bananes dont le résultat a connu un bond de plus de 28%.³⁷

2.3.1.2 *Le coût des ventes*

En 2019, il est de 212 millions représentant 85,4% du revenu. Alors que le résultat a diminué, le coût des ventes a augmenté. En 2017, on constate le phénomène inverse à savoir une expansion du revenu de 20% et un coût des ventes stable. L'année suivante, il progresse légèrement malgré un revenu décroissant.

En 2019, le coût de la main d'œuvre a augmenté de 6.7%³⁸ en Indonésie corrélé avec l'inflation. Après une dévaluation de la monnaie de 54,6% en 10 ans³⁹, il semblerait que le cours rentre dans une phase de stabilisation. On peut donc supposer que le coût de la main d'œuvre va continuer à être revalorisé car l'augmentation du coût de la main d'œuvre était précédemment compensé par une dévaluation du cours RUPIAH/USD.

En PNG, le coût s'est accru de 26% en raison des éruptions volcaniques impactant la productivité des plantations. Ce chiffre a un caractère exceptionnel et ne doit pas être retenu dans les estimations futures bien que les catastrophes naturelles soient de plus en plus présentes.

Nous avons calculé le ratio « cost of sales/hectare » permettant d'évaluer le coût des ventes pour 1 hectare.⁴⁰ Ce ratio affiche une proportion relativement constante (environ 3%) entre ces deux variables. Le coût des ventes englobe tous les coûts liés à l'exploitation, il augmentera donc logiquement avec le développement des hectares exploités.

Ce ratio sera utile pour prédire le coût des ventes.

2.3.1.3 *La marge brute (MB)* ⁴¹

La MB globale de la compagnie représente entre 26% et 37% du revenu de 2016 à 2018 alors qu'en 2019, elle chute à 15%. Une analyse par produit permettra de comprendre cette régression.

³⁷ La répartition des revenus et de la marge brute par produit est disponible en annexe 7

³⁸ Informations communiquées par le groupe dans ses comptes annuels 2019

³⁹ Le cours USD/Rupiah est disponible en annexe 8

⁴⁰ Calcul disponible à l'annexe 3

⁴¹ Tableau de marge brute par produit disponible au point 2.4.4, figure 19

La marge brute de l'huile de palme a chuté de 50% impactant de ce fait, le total.

Les MB du caoutchouc et du thé ont subi une forte régression, de respectivement moins 111% et moins 159%. Seul le secteur des bananes a gagné en rentabilité avec une augmentation de la marge brute de 68% en 2019.

2.3.1.4 Les dépenses générales et administratives

Les dépenses générales et administratives sont relativement similaires pour la troisième année consécutive en 2019 malgré un volume de ventes moins important.

2.3.1.5 Le résultat opérationnel

Il a considérablement chuté en 2019, passant de 42 689k \$ en 2018 à 4 940k \$ l'année suivante ne représentant que 2% du CA. La performance du groupe par rapport au potentiel de leurs produits n'a pas été optimisée.

Le résultat de 2017 est, quant à lui, de plus de 90 millions \$, le plus élevé ces dernières années. Les rentrées ont été fructueuses alors que les charges sont restées au même niveau. L'incidence des catastrophes naturelles, comme nous l'avons déjà évoqué, peut être majeure. Ce facteur d'incertitude peut freiner la croissance du groupe, si on compare le potentiel de 2017 et les résultats de 2019, il apparaît évident que les résultats sont fortement impactés.

2.3.1.6 Le résultat financier

Le résultat financier fait apparaître une augmentation des revenus financiers depuis 2016 pour atteindre 2 161k \$ en 2019. Les charges financières ayant, elles aussi, fortement augmenté en 2019, le déficit financier est plus important.

2.3.1.7 Résultats avant et après impôts

Les mauvais résultats de 2019 font ressortir un bénéfice avant impôt de 852k \$ alors que l'année précédente le groupe affichait un bénéfice de près de 40 millions de dollars et 90 millions de dollars en 2018.

En effet, ce ratio entre 2016 et 2018 se situe plus ou moins entre 27 et 36%.

Dès lors que le bénéfice chute fortement la part des impôts ne subit pas la correction de façon proportionnelle. Les avances sur impôts sont calculées sur le résultat de l'année N-1

expliquant de ce fait un montant d'impôt supérieur au bénéfice qui fait ressortir une perte après impôt.

2.3.1.8 Les dividendes

La distribution de dividendes se réalise en fin d'exercice en concertation avec le conseil d'administration.

Le cash-flow est utilisé en interne pour financer l'expansion des activités tout en poursuivant une politique de distribution des dividendes si les finances du groupe le permettent.

L'allocation entre les dividendes et le montant alloué aux investissements, appelée le pay out ratio, s'élève à 30% pour Sipef depuis 2014.

Afin de respecter ce ratio fixé par le conseil d'administration, le groupe a décidé en 2019 de ne pas verser de dividendes. La figure 20 (voir annexe 5) illustre l'historique de la distribution des dividendes depuis 2004.

2.3.2 Prévisions

Afin de prévoir le résultat de 2020 et des années ultérieures, il convient dans un premier temps d'analyser la production de chaque plantation et la rentabilité par hectare afin d'établir un revenu prévisionnel.

2.3.2.1 Estimation de la productivité

On va tout d'abord analyser la productivité par hectare et par site d'exploitation. La plantation de Tolan Tiga est à maturité, sa productivité semble optimisée au regard de la moyenne du marché et des objectifs du groupe. En nous basant sur l'historique, nous avons retenu l'hypothèse de faire varier aléatoirement un chiffre entre 5,20 et 5,37.

Pour les sites de UMWG et AM, le groupe a communiqué sur ses objectifs de productivité qui sont de 5 T/ ha en 2023.⁴²

Nous avons fait le choix d'une évolution constante de la productivité aux cours des 4 prochaines années pour arriver à une production d'environ 5 t/ha.

⁴² Communication réalisée par le groupe dans les présentations disponibles sur sipef.com

Tableau 5 : Productivité

	PRODUCTIVITY			PREDICTION PRODUCTIVITY			
	2019	2018	2017	2020	2021	2022	2023
INDONESIA	3,48	3,65	3,48	3,81	4,04	4,23	4,39
Tolan Tiga Group	5,21	5,37	5,32	5,21	5,37	5,32	5,21
Umbul Mas Wesa Group	3,85	4,19	3,99	4,19	4,46	4,72	4,99
Agro Muko	4,34	4,57	4,37	4,57	4,70	4,84	4,97
South Sumatra	0,89	0,57	0,13	1,27	1,65	2,03	2,41
PAPOUASIE N-G	7,50	10,28	10,08	10,00	10,00	10,00	10,00
Hagry Oil Palms	7,50	10,28	10,08	10,00	10,00	10,00	10,00
TOTAL	4,22	4,92	4,78	5,05	5,24	5,38	5,52

Source : Guillaume Parmentier

Concernant South Sumatra, nouveau projet, où la plantation est très jeune avec un faible taux de productivité mais avec une perspective de croissance conséquente due au développement et à l'exploitation de ce nouveau site, nous avons choisi de nous baser sur l'augmentation moyenne historique du site qui est de +0,38 T/ha par année.

La plantation de PNG observe une rentabilité par hectare nettement supérieure aux champs indonésiens. L'explication est multifactorielle et résulte aussi de conditions météorologiques favorables. Bien que des catastrophes naturelles surviennent avec violence et font chuter la rentabilité.

Nous retenons une rentabilité par hectare de 10 tonnes correspondant à la production dans des conditions normales.

2.3.2.2 Estimation des hectares plantés

Concernant les hectares, nous soulignons la difficulté d'acquérir de nouveaux espaces de plantations mais SIPEF a fait l'acquisition à South Sumatra de nouveaux espaces.

Le site de TTG atteint presque son niveau maximum de terres exploitables, les augmentations des dernières années peuvent être attribuées au récent partenariat avec des petits producteurs et également des petites acquisitions.

Nous avons décidé d'utiliser la croissance historique du site pour établir une augmentation constante jusqu'en 2023. Les chiffres sont repris dans le tableau 6.

Le site du UMWG arrive à maturité et l'exploitation ne devrait plus beaucoup évoluer voire même légèrement diminuer les prochaines années au regard de l'ancienneté des plantations. Afin d'intégrer ce paramètre dans nos prévisions, nous avons appliqué un léger correcteur négatif en nous basant sur les chutes historiques.

Le site de AM connaît également augmentation constante d’hectares exploités qui devrait se poursuivre jusqu’en 2023. Nous avons appliqué un pourcentage de croissance annuellement en nous basant sur le taux de variation des années précédentes.

Le site de South Sumatra, quant à lui, représente le principal outil d’expansion du groupe avec un objectif de croissance d’hectares exploités atteignant environ 28 000 en 2023. Cette plantation est la principale acquisition du groupe ces dernières années, les plantations sont donc très jeunes et la perspective d’exploitation est énorme. Si on suit la logique de croissance maintenue ces dernières années, le taux est de 13% par an.⁴³

En appliquant ce paramètre de croissance on arrive à 28 407 hectares exploités en 2023 ce qui semble cohérent avec les objectifs du groupe.

2.3.2.3 Prédiction de la production

Nous disposons du nombre d’hectares prévisionnel par site et de la productivité moyenne pour chacun de ces sites, nous pouvons alors projeter une quantité prévisionnelle de tonnes d’huile de palme produite.

Tableau 6 : Prédictions productivité et production

	PREDICTION PRODUCTIVITY				PREDICTION HA PLANTED				PREDICTION OIL PALM			
	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
INDONESIA	3,81	4,04	4,23	4,39	62 769	65 829	69 242	73 054	227 225	248 628	270 032	293 847
Tolan Tiga Group	5,21	5,37	5,32	5,21	13 562	13 622	13 683	13 744	70 639	73 138	72 818	71 585
Umbul Mas Wesa Group	4,19	4,46	4,72	4,99	9 928	9 925	9 922	9 919	41 618	44 246	46 872	49 496
Agro Muko	4,57	4,70	4,84	4,97	19 731	20 140	20 558	20 985	90 142	94 711	99 430	104 305
South Sumatra	1,27	1,65	2,03	2,41	19 548	22 142	25 079	28 407	24 826	36 534	50 911	68 461
PAPOUASIE N-G	10,00	10,00	10,00	10,00	13 707	13 727	13 747	13 767	137 070	137 270	137 471	137 672
Hagry Oil Palms	10,00	10,00	10,00	10,00						0	0	0
TOTAL	5,05	5,24	5,38	5,52	76 476	79 556	82 989	86 821	364 295	385 898	407 502	431 519

Source : Guillaume Parmentier

Le tableau 6 présente les quantités en tonnes d’huile de palme prévisionnelles produites par le groupe. La plantation de TTG produirait entre 70 et 73 tonnes par an. Cette variation vient du fait que la productivité est variable. Elle dépend plus de facteurs externes que de l’expertise interne.⁴⁴ La plantation de UMWG affiche une production croissante imputable à l’expansion probable de la productivité. La plantation de AM devrait suivre également le même mouvement que celle de Umbul grâce à une productivité croissante.

⁴³ Taux moyen de croissance historique

⁴⁴ Nous avons choisi l’option de la faire varier de aléatoirement entre 2020 et 2023 pour refléter une incertitude de production comprise dans un intervalle.

Enfin la plantation de South Sumatra affiche une réelle augmentation de production qui permet au groupe de booster sa production globale en Indonésie de 227 225 T en 2020 à 293 847 T en 2023 soit une augmentation d'environ 30%.

La production en PNG reste constante avec environ 137k T par an.

La production globale du groupe passerait de 364 295 à 431 519 tonnes en 2023, soit une augmentation de 18% en 4 ans.

Cette estimation correspond au meilleur scénario possible pour le groupe. En effet, nous avons vu précédemment que les sites subissent de nombreuses catastrophes naturelles et d'autres éléments incontrôlables tels des maladies dans les plantations. Ces facteurs sont difficilement maîtrisables et viennent perturber le bon déroulement de la culture. On considérera dans ce travail 431K tonnes comme la capacité de production maximale que peut atteindre le groupe en 2023.⁴⁵

Sachant que, historiquement, le groupe a rarement atteint ses objectifs de production annoncés et afin de coller le plus à la réalité, nous fixons une production entre 400t et 430t , allant de l'hypothèse la moins favorable à la plus favorable.

Après avoir estimé la production d'huile de palme, nous allons estimer le prix de vente pour ces quatre années, de 2020 à 2023.

2.3.2.4 Estimation du prix

Précédemment, nous avons vu que le cours de l'huile de palme est très variable et que la demande était croissante corrélée avec la démographie.

L'offre, quant à elle, se heurte au problème de pénurie et de rareté des terres exploitables. Afin de satisfaire la demande, la solution réside dans l'amélioration de la productivité par hectare.

Néanmoins, l'exploitation d'huile de palme étant pérenne, il n'y avait pas assez de programmes scientifiques qui travaillaient sur l'amélioration de la croissance et de la rentabilité contrairement au maïs, par exemple.

Actuellement, de plus en plus de recherches se concentrent sur le sujet pour essayer d'augmenter la rentabilité par hectare. SIPEF est d'ailleurs un des acteurs majeurs dans le financement de ces projets scientifiques. À priori, la demande mondiale importante et l'offre limitée renforceront le cours de l'huile de palme à long terme.

⁴⁵ Ce qui est légèrement en dessous des objectifs annoncés par le groupe qui était de 450KT

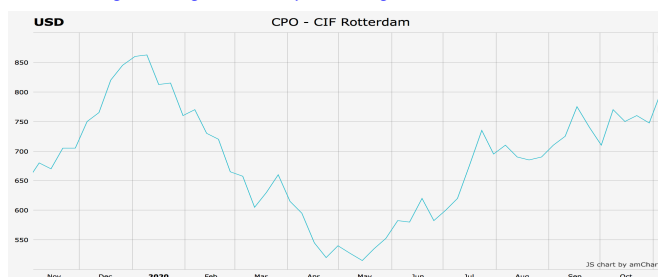
Toutefois, il est très difficile de prédire avec précision un cours pour chaque année, trop de facteurs peuvent l'influencer et aussi des événements imprévisibles comme le coronavirus qui a provoqué un affolement sur les marchés avec une hausse des cours, due à des achats de panique, suivie d'une chute en-dessous des 600\$.

Qu'en est-il du cours actuel ?

Figure 20 : Évolution sur 1 an du cours de l'huile de palme

USD CPO-CIF Rotterdam

Source : <http://www.palmoilanalytics.com/price/16>



Fin décembre 2019, le cours atteignait un pic à 840\$/T avant de chuter jusqu'à 515\$/T à la mi-mai 2020. Ensuite, il connaît une nouvelle ascension pour atteindre 800\$/T en novembre 2020. On

sait que SIPEF a vendu 94% de sa production à 704\$/T en 2020. Nous utiliserons ce niveau de cours pour estimer le revenu de 2020.

Nouvelle taxes à l'export à partir de 2021 :

Début décembre 2020, l'état Indonésien a imposé une augmentation de ses prélèvements à l'exportation.

Comme on peut le voir sur la figure 21 (voir annexe 4), le prélèvement s'élevait auparavant à un montant fixe de 55\$/T au-delà de 620\$/T. Le calcul sera désormais complètement différent puisque le montant à payer augmente en fonction du prix de la tonne.

L'impact va être important sur la marge brute qui sera donc considérablement réduite. À ce nouvel impôt, s'ajoute la taxe à l'export qui, elle, reste inchangée et évolue également en fonction du prix de vente de la tonne d'huile de palme.

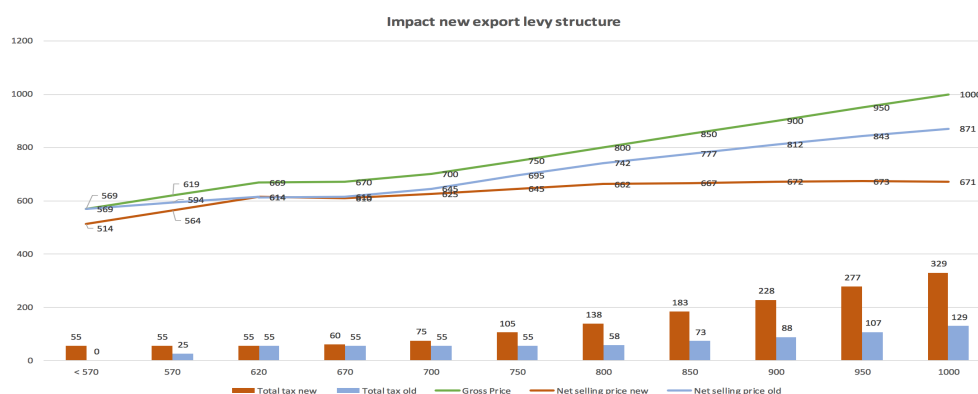
Dans le communiqué de presse du groupe de décembre⁴⁶, les spécialistes estiment que l'impact sera de 2 millions de \$ sur les résultats consolidés de 2020 et qu'en 2021 les quantités impactées seront de 230K tonnes de CPO. La façon dont le groupe va s'organiser pour ne pas réduire drastiquement ses résultats, est à ce stade, encore inconnue. La solution la plus simple serait d'exporter le moins possible et vendre au maximum sa production en

⁴⁶ Communiqué de presse disponible sur le site Sipef.com

Indonésie. L'accroissement de la demande dans ce pays est donc un facteur très favorable. Sachant que la proportion du CA réalisé en Indonésie a subi un accroissement de 7 à 37%⁴⁷ entre 2018 et 2019, le groupe doit poursuivre ses efforts dans cette logique et vendre au meilleur prix aux indonésiens afin d'être compétitif et de minimiser les effets de cette nouvelle mesure.

Le graphique ci-dessous permet de résumer les nouvelles mesures de taxation et de prélèvement mises en place par l'Indonésie :

Figure 22 : Impact des nouveaux prélèvements



Source : https://www.sipef.com/media/2355/20201209_analyst-presentation.pdf

Ce graphique illustre le fait que les prélèvements augmentent proportionnellement au prix de vente, cela compense l'augmentation du prix et le rend assez linéaire (courbe rouge).

Si la tonne se vend à 700\$, le prix de vente réel est de 625\$/T alors que si la tonne se vend 1000\$ le prix de vente réel est quant à lui de 671\$/T, on observe donc que pour une variation du prix de vente de 300\$/T, l'effet se réduit à un accroissement de seulement 46\$/T.

Afin de déterminer un prix de vente pour les années futures, nous avons décidé d'établir une proportion des produits vendus hors Indonésie à 60%⁴⁸ de la production pour un prix moyen estimé de 648\$/T ($= (625 + 671) / 2$).

Pour déterminer le prix de vente des 40% restants, nous avons imaginé trois scénarios avec trois niveaux de prix. La production n'étant pas exportée, il n'y aura pas de prélèvements, le prix de vente net sera donc plus élevé. En se référant au marché, le prix peut fluctuer entre 700 et 1000 \$/T pour 2020.

⁴⁷ Le tableau comparatif de la répartition géographique des revenus entre 2018 et 2019 est disponible à l'annexe 9

⁴⁸ La proportion des 60% correspond aux communications faites par le groupe sur l'impact de la taxe

Les scénarios X,Y et Z utilisés dans le tableau 7, intègrent le prix à l'exportation pour 60% et le prix en Indonésie pour 40%. Pour 2020, nous choisissons un prix de 700\$/T que nous faisons varier de plus ou moins 50\$/an. Les 2 premières hypothèses évoquent un accroissement du prix suite soit à un ralentissement, soit à une stabilité du prix. La troisième hypothèse est une croissance continue.

On peut néanmoins affirmer selon l'analyse du marché que la demande ne cessera d'augmenter et si on tient compte d'une insuffisance de l'offre qui ne pourra pas satisfaire toute la demande, une croissance du prix chaque année semble le scénario le plus envisageable.

2.3.3 Compte de résultat prévisionnel

En nous aidant des projections des hectares et de la productivité du groupe du tableau 6, nous allons déterminer un revenu prévisionnel pour les années 2020 à 2023.

Pour rappel, nous basons notre analyse uniquement sur les prévisions de vente de l'huile de palme représentant entre 84 et 86% du chiffre d'affaires depuis 2016.

Les plantations de caoutchouc vont être remplacées petit à petit par des plantations de palmiers. Le thé représente, quant à lui, un marché peu rentable et sur lequel Sipef ne met pas beaucoup d'effort financier.

2.3.3.1 Estimation du revenu

Pour les revenus de 2020, on sait que le prix de vente est de 704\$/T pour 94% de la production. Nous fixons un prix de vente par tonne de 700\$ pour la totalité de la production 2020.

Concernant la quantité produite, le groupe prévoit une progression de 10% moins ambitieuse que prévue pour atteindre environ 331KT en 2020.

Afin d'estimer les revenus de 2021 à 2023 nous utilisons les 3 scénarios pour la production ainsi que les 3 scénarios de prix de vente variant de 50\$/T/année.⁴⁹

Nous obtenons donc 3 hypothèses de production combinées avec les 3 hypothèses de prix de vente par tonne, dont le détail est repris dans le tableau 7.

⁴⁹ La valeur de 50\$/T a été choisie car elle est à celle utilisée pour les analyses de sensibilité du prix dans les comptes annuels de Sipef.

Tableau 7 : Estimation des revenus (\$)
 Source : Guillaume Parmentier.

Scénarios	2020	2021	2022	20223
Quantités (en tonnes)				
A	331 177	385 898	407 502	431 519
B	331 177	358 665	388 434	415 000
C	331 177	353 234	376 759	400 000
Prix (en us\$)				
X	700	650	700	750
Y	700	700	750	800
Z	700	750	800	850
Revenu (scénario A)				
AX	231 824 091	250 833 989	285 251 696	323 639 071
AY	231 824 091	270 128 911	305 626 817	345 215 009
AZ	231 824 091	289 423 833	326 001 938	366 790 947
Revenu (scénario B)				
BX	231 824 091	233 132 241	271 903 926	311 250 000
BY	231 824 091	251 065 490	291 325 635	332 000 000
BZ	231 824 091	268 998 740	310 747 344	352 750 000
Revenu (scénario C)				
CX	231 824 091	229 601 891	263 731 329	300 000 000
CY	231 824 091	247 263 575	282 569 282	320 000 000
CZ	231 824 091	264 925 259	301 407 234	340 000 000

Dans le tableau 8, nous avons pondéré les scénarios du prix de vente de la manière suivante : le scénario X à 20% , le scénario Y à 40% et le scénario Z à 40%. En effet, l'hypothèse d'une augmentation du prix de vente semble la plus probable.

Afin d'affiner l'analyse, nous avons pondéré les différentes hypothèses de prix en fonction de la probabilité de leur réalisation, tout en s'appuyant sur le marché qui est favorable à un prix croissant.

Tableau 8 : Estimation des revenus \$
 pondération des prix (\$)

Nous obtenons une projection des revenus selon les différents scénarios de prix et de production.

A étant le scénario le plus optimiste et C étant le plus pessimiste.

Le CA réalisé par la vente d'huile de palme étant estimé, il faut maintenant déterminer

la proportion que représente ce revenu dans le chiffre d'affaires global. À noter que la moyenne historique est de 85%.⁵⁰

D'autre part, l'activité liée au caoutchouc va progressivement disparaître au profit de nouvelles plantations de palmiers. Seule la production de bananes garde une part importante du CA. Nous retenons dès lors le taux de 85% en 2020 et nous l'augmentons d'un point par an pour atteindre 88% en 2023. Ce qui nous permet d'obtenir une projection de revenu total de l'entreprise.

Scénarios	2020	2021	2022	20223
projection du revenu HP selon les différents scénarios				
A	231 824 091	273 987 895	309 701 841	349 530 196
B	231 824 091	254 652 140	295 209 977	336 150 000
C	231 824 091	250 795 912	286 336 872	324 000 000
projection du revenu total selon les différents scénarios				
A	272 734 225	318 590 576	355 979 128	397 193 405
B	272 734 225	296 107 140	339 321 813	381 988 636
C	272 734 225	291 623 154	329 122 841	368 181 818

Source : Guillaume Parmentier

⁵⁰ Moyenne calculée sur une période de 5 ans.

2.3.3.2 Estimation du coût des ventes et des frais généraux :

Tableau 9 : Coût des ventes

Source : Sipef

In KUSD	2019	2018
Estate charges	130 438	129 769
Processing charges	31 065	32 263
FFB/CPO/latex purchases	23 808	23 105
Stock movement	3 663	1 033
Changes in fair value	889	-2 134
Sales charges	21 286	19 138
Cost of sales	211 149	203 174

Le coût des ventes pour Sipef se divise en 6 catégories distinctes, les «estate charges» représentant les charges utiles à la production, les «processing charges» comprenant toutes les charges relatives à la transformation des produits agricoles de base en produits agricoles finis, les «purchases»

englobant tous les achats auprès de tiers (petits exploitants) ou d'associés et de coentreprises. On remarque que le montant du COS («cost of sales» ou coût des ventes) est quasiment identique en 2018 et 2019 alors que le CA a diminué d'environ 10%. Le COS a donc augmenté. Le groupe explique cela par le coût de la main d'œuvre qui a progressé de 11,8% depuis 2018.

Les charges liées à la main d'œuvre utilisée sont un facteur important dans le COS. Le ratio entre le nombre d'hectares exploités et le coût des ventes soit le COS par hectare d'exploitation nous paraît intéressant à calculer.

En effet, le chiffre d'affaires dépend du prix de vente du produit fini et du taux d'extraction de l'huile de palme, mais le nombre de travailleurs par hectare reste constant ainsi que son coût qui n'est pas influencé ni par le prix de vente ni par la performance de l'extraction.

Le taux de 2019 est de 2,87 de COS par hectare exploité, le taux historique se situe entre 2,80 k et 2,88 k \$ par hectare exploité.⁵¹

Nous fixons un taux de 2,90 pour 2020 et nous appliquons une hausse de 0,02 points par année correspondant à la probable augmentation du coût de la main d'œuvre et la stabilisation de la monnaie.

Concernant les frais généraux, ils sont stables entre 2017 et 2019 avec un montant compris entre 31 et 32 000 k. Ce montant est corrigé par une augmentation de 2% annuel.⁵²

⁵¹ Taux historique disponible à l'annexe 2

⁵² Le taux de 2% a été choisi comme correcteur des frais généraux pour refléter l'inflation probable des frais généraux chaque année.

2.3.3.3 Estimation du taux imposition

Tableau 10 : historique imposition

	2015	2016	2017	2018	2019
EBIT	20 770	46 026	169 266	39 597	852
Tax paid	-6 185	-12 384	-24 045	-14 155	-6 772
Tax rate	26,54%	27%	25%	27,12%	20,42%
Effective tax rate	30%	27%	14%	36%	795%
Difference	-3%	0%	11%	-9%	-774%

Source: Guillaume Parmentier

Le taux d'imposition se situe chaque année depuis 2015 entre 25 et 27%.

Il connaît une diminution en 2019.

Le système d'imposition consiste en

avances sur impôt courant de l'année basées sur le chiffre de l'année précédente ce qui explique la différence entre le taux théorique et le taux effectif, notamment en 2019 où l'écart est considérable .

Si le résultat avant impôt connaît une forte variation d'une année à l'autre, le taux effectif de l'année suivante sera d'autant plus impacté.

Pour 2020, on peut donc s'attendre à une augmentation forte du résultat donc un taux effectif plus bas que le taux d'imposition, on fait alors l'hypothèse d'un taux effectif de 15%.

Si le résultat avant impôt continue d'augmenter comme nous l'avons projeté dans le PNL⁵³ alors le taux d'impôt historique de 20% proposé en 2020 semble un taux cohérent pour les années 2021, 22 et 23.

2.3.3.4 Estimation des dépenses en investissement et amortissements (capex)

Tableau 11: historique des dépenses en amortissement et investissement (US\$)

	2015	2016	2017	2018	2019
revenu	225 935	266 962	321 641	275 000	248 000
EBIT	20 770	46 026	169 266	46 974	852
depreciation	28 126	28 789	35 308	38 745	42 285
depreciation/ca	12%	11%	11%	14%	17%
acquisition	41 305	37 890	58 335	46 594	56 638
acquisition/ca	18%	14%	18%	17%	23%

Source: Guillaume Parmentier

Afin d'estimer les dépenses en investissement ainsi que les amortissements nous avons analysé les ratios historiques par rapport au CA. On

observe une augmentation constante du montant des amortissements depuis 2015 en terme de valeur et également en terme de proportion du CA.

Les amortissements atteignent 42 285 k \$ en 2019 et cela correspond à 17% du CA.

Les dépenses en investissement sont quant à elles plus volatiles. Néanmoins, on observe une valeur très élevée en 2017 qui s'explique par l'acquisition de parts dans une filiale pour 78k\$.

Si on ne tient pas compte de cette valeur⁵⁴ les dépenses en investissement présentent un ratio de 18% par rapport au CA en 2017.

⁵³ PNL : profit and loss

⁵⁴ Cette valeur est considérée comme exceptionnelle.

La moyenne historique d'investissements correspond à 18% du chiffre d'affaires si on ne tient pas compte de l'investissement à caractère exceptionnel de 2017.

Le niveau d'investissements devrait continuer à progresser proportionnellement au CA, nous retenons l'hypothèse que les amortissements continueront de croître chaque année de 10% pour garder la même proportion entre CA/amortissements, soit 17% en 2019.

2.3.3.5 Estimation du working capital

Afin d'estimer le fond de roulement de l'entreprise nous avons utilisé le ratio entre le montant

	2019	2020	2021	2022	2023
revenu	247 956	272 734	296 107	339 322	381 989
working K	91 000	100 093	108 671	124 531	140 190
variation		9 093	8 578	15 860	15 659

Source : Guillaume Parmentier

de fond de roulement et le chiffre d'affaires qui est de 36,7% en 2019.

Nous avons gardé cette proportion pour nos projections ce qui nous permet de calculer la variation en fonds de roulement chaque année comme on peut le voir dans le tableau 12.

2.4 Valorisation

2.4.1 Calcul du WACC

Le WACC est l'abréviation anglaise de « weighted average cost of capital » qui représente le coût moyen pondéré du capital.

Pour actualiser les free cash-flow, nous devons déterminer le taux d'actualisation de l'entreprise.

La formule utilisée pour calculer le WACC dans ce travail est la suivante :

$$\text{WACC} = K_d(1 - \text{taux impôt}) * W_d + W_e * K_e \text{ avec :}$$

$K_d(1 - \text{taux impôt})$ = coût de la dette net d'impôt

W_d = poids de la dette

W_e = poids des fonds propres

K_e = coût des fonds propres

Trois étapes importantes sont nécessaires: l'évaluation de la structure du capital, le calcul du coût des fonds propres et le calcul du coût de la dette.

2.4.1.1 Évaluation de la structure du capital

L'entreprise possède 10 579 238 actions, le cours retenu est de 46 € qui correspond à la valeur moyenne de cette fin d'année 2020.

La valeur des fonds propres est donc de 486 644 950 €

Concernant les dettes nettes, le montant total est de 136 000 k €⁵⁵

$$V = 486\,644\,950 + 136\,000\,000 = 650\,644\,950 \text{ €}$$

$$W_d = D/V = 0,22$$

$$W_e = E/V = 0,78$$

2.4.1.2 Calcul du coût des fonds propres

Deux modèles connus, le modèle MEDAF et le modèle de Gordon Shapiro permettent le calcul de cette variable.

Nous privilégions le modèle MEDAF dans ce travail car il n'y a pas eu de distribution des dividendes en 2019, le modèle de Gordon Shapiro semble donc moins approprié.

Le modèle MEDAF utilise la formule suivante :

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

- R_f correspond au taux sans risque et se réfère généralement aux bons émis par l'État où se situe l'entreprise, nous utilisons pour Sipef la valeur émise par le gouvernement belge dont le rendement de l'obligation est de -0,258.⁵⁶
- β correspond au risque systématique ou spécifique associé à la société.
Il se calcule normalement en effectuant une régression linéaire des rendements passés d'une action avec les rendements passés du portefeuille du marché représentés en général par les rendements d'un indice boursier.
Dans le cadre de ce travail, c'est le β du secteur « farming/agriculture » qui est utilisé : 0,99.⁵⁷
- La valeur $(R_m - R_f)$ correspond à la prime de risque du marché qui est la prime de risque moyenne requise pour investir dans un actif risqué et non risqué.

⁵⁵ Le taux de change utilisé est de 1,20.

⁵⁶ Cette valeur correspond aux taux pris en octobre sur le site : <https://www.guide-epargne.be/epargner/olo-10-ans.html?referrer=https%3A%2F%2Fwww.google.com%2F>

⁵⁷ Beta sectoriel fourni par Damodaran :

http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/totalbeta.html

Nous utilisons ici, la valeur pour la Belgique fournie par les études de Pablo Fernandez qui est de 6,2% avec un écart-type de 1,2%.⁵⁸

Le calcul coût du capital s'établit comme suit :

$$KE = -0,258\% + 0,99 (6,2\%) = 5,88\%$$

2.4.1.3 Calcul du coût de la dette

En se basant sur les résultats de 2019, la dette nette est de 136 000 k et les charges financières sont de 4 088 k.

Nous avons donc un ratio de charges financières / dettes nettes = 3%

Il faut ensuite multiplier ce nombre par (1- taux d'imposition), le taux d'imposition utilisé est de 20%.⁵⁹

Le coût de la dette s'élève à 3% * 80%, soit 2,4%.

2.4.1.4 Calcul du WACC

Nous pouvons désormais calculer le WACC avec la formule suivante :

$$WACC = Kd(1 - \text{taux impôt}) * Wd + We * Ke$$

$$0,024 * 0,22 + 0,78 * 0,0588 = 5,13\%$$

La valeur du WACC paraît très faible comparée aux valeurs utilisées dans les rapports de SIPEF.

Ce calcul du WACC fait donc l'objet d'une analyse de sensibilité et plus précisément, au niveau du *cost of capital* car il représente environ 80%⁶⁰ de la valeur du WACC.

2.4.2 Valorisation par flux de trésorerie actualisés

Afin de valoriser le cours de l'action, il faut projeter les free cash-flow et déterminer la *terminal value* actualisée de l'entreprise à l'aide du WACC.

⁵⁸ Les valeurs sont tirées de l'étude de Pablo Fernandez, source : https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3358901

⁵⁹ Taux d'impôt estimé fixé précédemment dans le travail.

⁶⁰ Proportion établie entre les dettes et le capital dans le calcul du WACC

Nous basons nos projections sur un taux d'actualisation de 7% car l'analyse de sensibilité autour du *WACC* situe notre facteur entre 4,5 et 6,5% (voir annexe 10) alors que dans les comptes annuels de Sipef le facteur utilisé se situe entre 7,5 et 8,5%.⁶¹

De plus, si l'on se réfère aux données publiées par PWC sur les taux moyen du *WACC* utilisé par les entreprises belges, le secteur des biens de consommation qui reflète le mieux le secteur de SIPEF se situe entre 6 et 7%.⁶²

Le taux de 7% nous paraît le plus cohérent par rapport aux incertitudes actuelles du marché.

2.4.2.1 Détermination des free cash-flow (FCF)

Nous avons projeté les flux de trésorerie jusqu'en 2023 pour les 3 scénarios définis précédemment et dans un second temps nous avons déterminé la valeur terminale actualisée au travers de deux méthodes : *l'exit multiple* et le modèle de croissance continue de Gordon. L'actualisation de ces cash-flow est calculée avec le *WACC* de 7%.

Sur le tableau 13, on peut voir la construction du FCF en partant de l'EBIT.

Tous les montants ont été exposés dans les développements précédents. On obtient pour le scénario neutre (B) une somme des *discounted free cash-flow* (DFCF) de 86 817 K \$.

Tableau 13 : Free cash flow

en US\$	2020	2021	2022	2023	TOTAL
EBIT	18 954,00	31 163,00	62 040,00	91 038,00	
Taxes	(2 843,10)	(6 232,60)	(9 306,00)	(13 655,70)	
Depreciations	46 513,50	51 164,85	56 281,34	61 909,47	
Capex	(49 092,16)	(53 299,29)	(61 077,93)	(68 757,95)	
Variation working k	(9 638,93)	(8 624,61)	(15 946,21)	(15 744,06)	
Free cash flow	3 893,31	14 171,36	31 991,19	54 789,76	
DCFC	3 763,81	12 803,71	27 012,89	43 237,06	86817
Period	0,50	1,50	2,50	3,50	
Discount rate	0,97	0,90	0,84	0,79	

Source: Guillaume Parmentier

L'étape suivante consiste à définir la *terminal value* de l'entreprise .

2.4.2.2 Détermination de la terminal value (TV) selon 2 méthodes

- Méthode de *l'exit multiple* :

Cette méthode consiste à évaluer la valeur terminale grâce à un multiple de l'estimation de l'EBITDA pour l'année 2023.

L'analyse des ratio EV/EBITDA des entreprises comparables a permis d'estimer les ratios entre x8,07 (35ème percentile) et x8,68 (voir méthode comparable)

⁶¹ Valeur utilisée dans les comptes annuels de Sipef 2019

⁶² Le rapport de Price Waterhouse Cooper (PWC) est disponible sur le site : <https://www.pwc.fr/fr/vos-enjeux/transactions/evaluation/valuation-corner.html>

Sur les 5 dernières années, la moyenne du multiple EV/EBITDA⁶³ pour Sipef est de 10,4, le niveau le plus bas étant en 2015 de x9,4.

Nous avons donc défini 3 tranches de multiple : la tranche basse, moyenne et haute pour une valeur respective de : x8,07 , x9,4 et x10,4.

La valeur actuelle de Sipef de x13,90 (voir tableau 21 p. 40) ne reflète pas la valeur normale car l'Ebitda des années 2019 et 2020 est bien en-dessous du niveau normal.

Nous avons donc décidé de nous baser sur le percentile le plus bas de l'échantillon comme tranche basse, la valeur de 2015 pour la tranche moyenne et finalement la moyenne des 5

Tableau 14 : 3 cases exit value

ebitda	152 947		
multiple	8,1x	9,4x	10,4x
TV	974 028	1 134 555	1 255 252
dettes net	165 000		
TV actualisée	809 028	969 555	1 090 252
share value \$	78	93	105
share value €	65	78	87

Source: Guillaume Parmentier

dernières années comme tranche haute.

Cela semble cohérent avec les données historiques du ratio.

Le tableau 14 reprend la valeur de la *terminal value* actualisée⁶⁴ pour les 3 tranches ainsi que la valeur de l'action en dollar et en euro.

- Méthode de Gordon Growth :

Tableau 15 : Terminal value US\$

FCF2024	44.015
TV	846.449
TV actualisée	667.971
Dettes net	165.000
TV actualisée	502.971

Source: Guillaume Parmentier

Le taux utilisé pour la croissance à long terme est fixé à 1,80 correspondant à la moyenne pondérée entre le taux européen (1,63%) et le taux du marché asiatique (2,33%) représenté par le taux chinois utilisé comme proxy.

La pondération correspond à la répartition des revenus de l'entreprise (66% Europe et 33% en Asie) . Le free cash-flow FCF2024 correspond au FCF2023 multiplié par (1+g), ensuite le FCF2024 est divisé par (WACC-g).

On soustrait de cette valeur les dettes nettes de l'entreprise pour obtenir la TV, qui est corrigée par le taux d'actualisation pour obtenir la TV actualisée.

⁶³ Voir section x sur l'analyse des entreprises comparables

⁶⁴ La somme des FCF est intégrée dans le calcul pour la détermination de la TV

2.4.2.3 Valeur de l'action

La somme des DFCF et la valeur terminale ayant été calculées, on peut estimer le cours de l'action.

Concernant la valeur terminale obtenue via la méthode de l'exit multiple nous avons décidé de prendre la moyenne des 3 tranches comme base de calcul.

Nous partons donc de la valeur actualisée de la TV de laquelle nous soustrayons les dettes nettes, nous ajoutons ensuite la valeur de la somme des DFCF pour obtenir l'Equity Value. Nous divisons le résultat par le nombre d'actions total pour obtenir une valorisation de l'action en \$ et en €⁶⁵.

Ce raisonnement a été appliqué aux 3 scénarios, le tableau 16 reprend le montant de la valorisation pour chacune des hypothèses.

Tableau 16 : Valorisation selon les 3 scénarios

en \$	scénario A		scénario B		scénario C	
	exit multiple	Gordon	exit multiple	Gordon	exit multiple	Gordon
entreprise value	1 228 330	992 997	1 121 278	667 971	1 016 405	524 348
-dettes nettes	165 000	165 000	165 000	165 000	165 000	165 000
+ DFCF	146 603	146 603	86 817	86 817	70 326	70 326
=equity value	1 209 933	974 600	1 043 095	589 788	921 731	429 674
share outstanding	10 540	10 540	10 540	10 540	10 540	10 540
value Share (\$)	114,79	92,47	98,97	55,96	87,45	40,77
value Share (€)	95,66	77,06	82,47	46,63	72,88	33,97

Source : Guillaume Parmentier

2.4.3 Évaluation par la méthode comparative

Les outils de comparaison pour la performance utilisées par les spécialistes dans ce marché sont : les hectares de palmiers plantés, le taux d'extraction et le taux de production par hectare. (voir annexe 13)

⁶⁵ Le taux de 1,20 est retenu pour la conversion dollars euro

SIPEF présente un bon niveau de performance de production et d'extraction, elle se situe parmi les 3 premiers producteurs.

Par contre, elle possède très peu d'hectares en comparaison avec les leaders du marché. On a repris les principaux concurrents de Sipef listés par l'entreprise elle-même dans ses communications aux actionnaires, les données sont basées sur l'année 2018. Nous avons établi la valeur par hectare pour chaque entreprise par rapport à sa capitalisation boursière.

Tableau 17: méthode des comparables

company	ha palm oil	market cap	value/ha
sime darby	600	9081	15135
golden agri	394	2872	7289
felda global v	339	1415	4174
salin ivomas pratama	251	558	2223
wilmar int	230	14804	64365
kuala lumpur kepong	218	6584	30202
first resources	214	1947	9098
IOI corporation	174	7060	40575
genting plantations	144	1929	13396
bumitama	132	883	6689
eagle high production	126	448	3556
london sumatra	96	591	6156
socfinaf	91	294	3231
sampoerna agro	84	306	3643
sipef	72	705	9792
anglo easteran plantations	66	363	5500
socfinasia	39	381	9769
mp evans	39	538	13795
rea holdings	37	163	4405

Source : Guillaume Parmentier

On remarque que Sipef atteint un niveau de 9 792 \$/ha lorsque le cours de l'action atteignait sa valeur la plus importante en 2018.⁶⁶

En 2020, Sipef affiche un niveau de 7 140 \$/ha.

La moyenne recensée pour les données fournies dans le tableau affiche une valeur de 7 350 \$/ha⁶⁷ (en excluant les 3 valeurs considérées comme extrême).

Grâce à nos prévisions des hectares d'huile de palme établies précédemment, nous avons mis en place une matrice de sensibilité pour valoriser l'action en fonction de la valeur par hectare. Cette matrice varie de 6 000 \$/ha à 12 500 \$/ha.

Tableau 18 : matrice de sensibilité, valorisation de l'action en \$ en fonction des hectares

	6000	6250	6500	6750	7000	7250	7500	7750	8000	8250	8500	8750	9000	9250	9500	9750	10000	10250	10500	10750	11000	11250	11500	11750	12000	12250	12500
2020	43,74	45,56	47,39	49,21	51,03	52,86	54,68	56,50	58,32	60,15	61,97	63,79	65,61	67,44	69,26	71,08	72,90	74,73	76,55	78,37	80,19	82,02	83,84	85,66	87,48	89,31	91,13
2021	45,50	47,40	49,30	51,19	53,09	54,98	56,88	58,78	60,67	62,57	64,46	66,36	68,26	70,15	72,05	73,94	75,84	77,74	79,63	81,53	83,42	85,32	87,22	89,11	91,01	92,90	94,80
2022	47,47	49,45	51,42	53,40	55,38	57,36	59,33	61,31	63,29	65,27	67,25	69,22	71,20	73,18	75,16	77,13	79,11	81,09	83,07	85,05	87,02	89,00	90,98	92,96	94,93	96,91	98,89
2023	49,66	51,73	53,80	55,87	57,94	60,00	62,07	64,14	66,21	68,28	70,35	72,42	74,49	76,56	78,63	80,70	82,77	84,83	86,90	88,97	91,04	93,11	95,18	97,25	99,32	101,39	103,46

Source : Guillaume Parmentier

⁶⁶ La valeur de l'action en 2018 oscillait entre 65 et 55€, le cours historique de l'action est disponible à l'annexe 14

⁶⁷ Calcul de la moyenne disponible à l'annexe 13

Le tableau 18 affiche la valeur de l'entreprise en fonction de la valeur en dollars de 1 hectare. On sait que Sipef se situe en 2020 à 7 140 \$/ha et la moyenne se situe à 7 370 \$/ha.

Nous retenons l'intervalle 7 000 \$/ha et 10 000 \$/ha car en observant la performance de production d'huile de palme par rapport aux hectares possédés (voir annexe 13), Sipef se révèle être le meilleur dans ce domaine. Sa valorisation par hectare devrait, dès lors, être plus élevée que la moyenne étant donné que sa production est plus importante avec le même nombre d'hectares. Les mauvais résultats des dernières années et l'augmentation des hectares font chuter ce ratio. Il devrait logiquement remonter progressivement.

Cette méthode nous permet de valoriser le cours de l'action entre 57,94 \$ et 82,77 \$ selon la quantité d'hectares prévisionnelle définie dans le travail.

L'étape suivante consiste à analyser les ratios EV/EBITDA des entreprises comparatives. Pour rappel, nous avons sélectionné celles-ci sur base de la liste établie par Sipef dans ses rapports.⁶⁸

Tableau 19 : résumé des valeurs EV/revenu, EV/ EBITDA, EV/EBIT pour chaque entreprise comparable

	bumitama	tunas baru	central proteina	london sumatra	eagle high	PT Sampoerna Agro	mp evans	willmar	anglo easte	scofinasia	astra agri
EV/revenu	1,3x	1,3x	0,9x	2,0x	5,9x	2,2x	3,9x	0,9x	1,3x	2,0x	1,5x
EV/LTMebitda	8,0x	5,6x	9,9x	7,3x		8,3x	15,5x	13,9x	7,4x	8,4x	8,7x
EV/LTM ebit	11,3x	8,5x	11,6x	12,6x	-36,4x	14,1x	27,8x	19,6x	12,9x	10,8x	16,6x

Source : Guillaume Parmentier

Tableau 20 : valorisation par la méthode EV/EBITDA

EV/EBITDA	EV 2020	price per share \$
1er quartile	x8,07	528645
median	x8,35	546883
3eme quartil	x8,68	568135

Nous privilégions l'analyse sur le multiple du LTM EBITDA⁶⁹ pour chaque entreprise sélectionnée, étant donné la difficulté à se procurer des valeurs cohérentes sur l'EBITDA 2021 vu la dynamique actuelle du marché.

Tableau 21 : Historical ebitda

Sipef : historical ebitda	
FY-5	9,3x
FY-4	9,8x
FY-3	5,6x
FY-2	10,9x
FY-1	17,2x
FY	x13,90
moyenne	10,4x

Nous pouvons affirmer que les multiples de Sipef se situent au-dessus de la valeur du marché qui est entre 8,07 et 8,68. Afin d'évaluer la valeur du titre de SIPEF selon cette méthode nous multiplions la valeur de l'EBITDA 2020 par les 3 tranches (35ème percentile, médiane, 65ème percentile)

Source : Guillaume Parmentier

⁶⁸ Ces présentations sont disponibles sur sipef.com/présentations

⁶⁹ valeur prise en décembre donc LTM EBITDA += EBITDA 2020

de laquelle nous soustrayons les dettes nettes et divisons par le nombre d'actions en circulation.

Nous obtenons une valorisation bien en deçà de la valeur actuelle du titre sur le marché. Nous analysons, dès lors, le ratio historique EV/EBITDA afin de comprendre pourquoi elle est au-dessus du marché. Les mauvais résultats de 2019 et 2020 ont fait chuté l'EBITDA de manière considérable mais la valeur de l'action a résisté à ces mauvaises performances entraînant l'augmentation du ratio.

Les valeurs historiques sont néanmoins toutes au-dessus des ratios que l'on observe pour les comparables. C'est pourquoi nous fixons des bornes comprises entre x8,07 et x10,4 lors de l'estimation de l'exit multiple. Cette option reflète bien l'historique de la valeur de ce ratio pour SIPEF située légèrement au-dessus des taux normaux.

2.4.4 Valorisation finale

Tableau 23 : Valorisation de Sipef selon 4 méthodes

	méthode Gordon (\$)	methode exit multiple (\$)	méthode comparative ha (\$)	méthode comparative x EBITDA (\$)	moyenne \$	moyenne €
low	40,77	87,45	57,94	34,5	55,17	45,97
mid	55,96	98,97	72,42	36,23	65,90	54,91
high	92,47	114,79	82,77	38,25	82,07	68,39

Source : Guillaume Parmentier

Les différentes méthodes de valorisation étudiées nous amènent à l'estimation de la valeur du titre et à la recommandation d'achat ou de vente.

Chaque méthode de valorisation comprend 3 tranches (low, mid, high). Le tableau 23 résume les différentes hypothèses de travail et présente les résultats de valorisation.

Afin de déterminer un intervalle du cours de l'action, nous calculons la moyenne des 4 méthodes avec une pondération identique afin de représenter au mieux les risques et le potentiel de l'action.

La valorisation de l'action s'établit alors entre 55,17 \$ et 82,07 \$, en appliquant un taux de change de 1,20, nous obtenons un intervalle en euro de (45,97 € ; 68,39 €).

Cet intervalle affiche un prix supérieur au marché, le cours moyen de l'action en décembre 2020 est de 43 €.

Notre recommandation est l'achat pour le titre de Sipef.

2.5 Analyse des risques

1) Risque lié à la non diversification des activités de l'entreprise :

Comme nous l'avons déjà évoqué à maintes reprises, l'huile de palme représente 85% du CA de l'entreprise, qui est donc le domaine d'activité stratégique de Sipef. De plus, le centre de ses activités se situe principalement en Indonésie et une autre partie en PNG. Ceci implique que si un quelconque problème géopolitique, climatique ou autre survient en Indonésie ou en PNG, les résultats du groupe seraient fortement impactés.

2) Risque lié à l'expansion et au nombre de plus en plus restreint de terres disponibles :

La stratégie d'expansion du groupe consiste en une expansion par croissance organique, c'est à dire via l'acquisition de parcelles supplémentaires pouvant être exploitées par le groupe et devant répondre aux contraintes imposées par la certification RSPO.

Il n'est donc pas certain que le groupe puisse acquérir facilement des nouveaux espaces de plantation rentrant dans la catégorie appropriée pour continuer dans une politique durable.

Il y a deux raisons à cela, la disponibilité limitée des terrains ainsi que la concurrence intense qu'imposent les autres grands groupes actifs dans ce domaine.

Il faut donc suivre de près l'acquisition des nouveaux espaces de plantation du groupe pour s'assurer de la croissance que le groupe a ciblé.

3) Risque lié à la dépendance du groupe vis-à-vis de gros clients :

Sipef vend 92% de sa production d'huile de palme sous le flux de certification de la RSPO et de la ISCC qui se bat pour le respect de son utilisation dans l'industrie alimentaire et la production d'énergie verte.

Ceci s'adresse donc à un nombre limité de clients avec qui le groupe a créé une relation de long terme. Ils sont prêts à payer un premium pour la qualité certifiée des produits de Sipef. Le groupe veut dans le futur produire 100% de son huile sous ces mêmes certifications qui sont entièrement traçables. Sipef espère donc qu'un effort similaire de la part de ses clients perdurera dans le futur mais il n'en n'a pas la garantie.

4) Risque lié aux catastrophes naturelles :

Sachant que les activités sont principalement localisées en Indonésie et PNG , ce sont des endroits volcaniques avec de fortes activités sismiques.

La Côte d'Ivoire, quant à elle, est affectée par des tornades récurrentes.

Ensuite, il y a aussi le risque intrinsèque aux plantations comme les insectes ou les maladies des plantes qui peuvent détruire une plantation entière.

Tous ces paramètres sont incontrôlables et ont potentiellement un impact désastreux direct sur les chiffres du groupe.

5) Risque lié aux coûts des matériaux et des produits de l'agriculture :

Les coûts de production sont consacrés en grande partie, pour le fuel des machines mais également pour tous les produits de traitement utilisés dans les plantations comme les fertilisants. Ces produits sont soumis à des fluctuations de coût constantes.

Une trop grosse flambée des prix peut augmenter considérablement les coûts et donc amputer les marges.

6) Risque lié à l'augmentation des coûts de main d'œuvre :

Le coût du travail dans les pays où le groupe est actif pourrait augmenter considérablement à l'avenir, en raison d'une politique protectionniste de la part des autorités locales ou simplement par l'évolution de leur politique sociale.

7) Risque lié au manque de main d'œuvre :

Il y a un besoin énorme de main d'œuvre pour mener à bien une culture complète. Le manque de terrains pousse les groupes à produire dans des endroits de plus en plus éloignés et le manque d'hommes dans ces endroits peut être un risque pour le groupe.

Le prix peut ainsi augmenter en raison de l'insuffisance de main d'œuvre dans ces endroits isolés.

8) Risque lié aux conditions climatiques :

La production du groupe est directement impactée par la météo et les épisodes climatiques.

La température, les précipitations, l'humidité etc.. sont des paramètres qui jouent directement sur la productivité des palmiers.

En effet, les palmiers peuvent être détruits par des forts orages ou des tempêtes, des employés peuvent être blessés également et provoquer une baisse de productivité dans certains sites.

9) Risque lié à la fluctuation du prix de l'huile de palme :

Le chiffre d'affaires et les marges générées dépendent en grande partie des fluctuations des prix du marché, principalement de l'huile de palme .

Les facteurs économiques sur lesquels le groupe n'a aucun contrôle affectent l'offre et la demande de ces produits, ainsi que leurs prix.

Il existe un risque d'un impact négatif sur la rentabilité du groupe. Sur la base du budget 2020, une variation du prix de l'huile de palme de 100 USD CIF Rotterdam par tonne aurait un impact sur le résultat après impôt de quelques 26 millions de dollars par an, sans compter l'impact des droits à l'exportation.

10) Risque lié à la restriction de la certification RSPO en Europe :

La réputation du groupe est basée sur la certification RSPO qui assure une production durable. L'importance de cette certification est en constante progression et devient de plus en plus stricte en Europe. SIPEF n'est pas sûre que les petits producteurs et structures permettent d'étendre l'activité du groupe.

Le groupe ne peut pas se permettre de perdre cette certification car elle lui permet de maintenir sa réputation et donc la vente de ses produits.

2.5.1 Cartographie des risques :

Tableau 24 : cartographie des risques

cartographie des risques				
tres fort				4
fort	5	10	2	8
moyen	1et3	6et7	9	
faible				
	supportable	significatif	important	majeur

Source : Guillaume Parmentier

Les risques que nous venons de décrire, sont répertoriés selon leur numéro d'ordre dans le tableau 24. Cette cartographie des risques est une matrice révélant l'importance de chacun des risques. On visualise plus aisément les risques les plus importants pour l'entreprise.

A la lecture de ce tableau, les risques 4 et 8 ressortent comme étant les plus importants.

Ils sont imprévisibles et impactent drastiquement les résultats du groupe. L'année 2019 en fut la preuve.

L'impact des catastrophes naturelles se répercutent souvent sur plusieurs années, les dégâts sont difficilement réparables à court terme et les plantations mettent des années avant de retrouver leurs productivité normale.

Le risque 2 concerne le manque d'espaces de plantation disponibles qui peut freiner l'expansion. Toutefois, une chute de l'offre globale pourrait faire augmenter le prix si la demande est constante.

Le risque 9 lié à la fluctuation des prix n'est pas un risque si conséquent car avec la nouvelle matrice de taxation, le prix reste très linéaire qu'importe sa fluctuation. (voir 2.3.2.4 nouvelles taxes à l'export)

Les autres risques sont sous contrôle par Sipef et ne représente pas de grandes menaces dans l'atteintes des objectifs.

3. Conclusion

L'analyse du marché de l'huile de palme a permis de mettre en exergue le potentiel de croissance de la demande pour un produit qui devient de plus en plus convoité.

L'analyse des performances financières historiques du groupe nous a éclairé sur la façon dont l'entreprise s'organise pour réaliser des profits et faire croître son volume d'activité.

L'investissement dans l'acquisition de nouveaux espaces de plantation et leur performance de rendement font partie des priorités de Sipef.

Grâce à cela nous avons émis des hypothèses afin de pouvoir projeter les flux de trésoreries jusqu'en 2023. Ceci nous a permis d'appliquer des modèles financiers ayant pour but de valoriser le cours de l'action. Ces modèles financiers ont été complétés avec une analyse comparative des acteurs du marché afin de situer l'entreprise par rapport à ses pairs.

L'analyse des risques complète notre valorisation en mettant l'accent sur les événements climatiques incontrôlables dont les conséquences inéluctables sur la performance du groupe représentent une menace. Ces risques ne peuvent pas être anticipés et ajoutent une incertitude sur la capacité du groupe à tenir ses engagements. L'impact sur le potentiel performance de la valeur du titre sur le marché est non négligeable.

Ce qui nous a amené à valoriser le titre en utilisant une méthode des comparables permettant de refléter ce caractère incertain omniprésent pour chaque entreprise du secteur.

Le choix du WACC à 7% qui est une valeur supérieure aux résultats du calcul effectué dans ce travail permet aussi de refléter le risque de l'activité du groupe tant au niveau climatique que géopolitique.

L'Indonésie, notamment, où se situe une majeure partie de la production connaît une volatilité des monnaies importante et une instabilité politique récurrente.

L'analyse approfondie réalisée nous permet d'émettre une recommandation d'achat dans un intervalle de 45,97 € à 68,39 € reprenant à pondération égale chaque méthode de valorisation.

4. Bibliographie

- A. (2019, 25 septembre). *Greenpeace claims Malaysia's Genting among palm oil groups with most burnt land in Indonesia but firm disputes findings*. Malaysia | Malay Mail. <https://www.malaymail.com/news/malaysia/2019/09/25/greenpeace-claims-genting-group-among-palm-oil-firms-with-most-burnt-land-i/1793954>
- A. (2020a, décembre 31). *US bans shipments from second Malaysian palm oil giant over forced labour*. www.business-standard.com. https://www.business-standard.com/article/international/us-bans-shipments-from-second-malaysian-palm-oil-giant-over-forced-labour-120123100120_1.html
- Associated Press. (2021, 3 janvier). *Child labor in palm oil industry tied to Girl Scout cookies*. <https://www.wvlt.tv>. <https://www.wvlt.tv/2021/01/03/child-labor-in-palm-oil-industry-tied-to-girl-scout-cookies/>
- AvH prévoit toujours de clôturer l'année 2020 avec un « bénéfice net substantiel »*. (2020, 20 mai). Le Soir. <https://www.lesoir.be/301949/article/2020-05-20/avh-prevoit-toujours-de-cloturer-lannee-2020-avec-un-benefice-net-substantiel>
- AVH renforce son emprise*. (2020). lecho. <https://www.lecho.be/entreprises/matieres-premieres/avh-renforce-son-emprise-sur-sipef/10220831.html>
- Avrashkov, L., & Grafova, G. (2013). « EBITDA » – efficiency index of production and economic activity of the enterprise. *Auditor*, 0(10), 49-52. <https://doi.org/10.12737/12690>
- B. (2020b, novembre 10). *Global palm oil demand to reduce by 4%, says MPOC*. Free Malaysia Today.

<https://www.freemalaysiatoday.com/category/nation/2020/11/10/global-palm-oil-demand-to-reduce-by-4-says-mpoc/>

Bayle, E., & Schwartz, M. (2005). A quoi servent les analystes financiers ? *Revue d'économie financière*, 81(4), 211-235. <https://doi.org/10.3406/ecofi.2005.4020>

BBC News Afrique. (2020, 16 décembre). *Déforestation : l'huile de palme sera-t-elle bientôt synthétique* <https://www.bbc.com/afrique/monde-55319304>

Belin, M. (2018, 6 juin). *Huile de palme : quels effets sur la santé ?* Europe 1. <https://www.europe1.fr/sante/huile-de-palme-quels-effets-sur-la-sante-3671828>

Best Management Practices - SIPEF. (2020). SIPEF. <https://www.sipef.com/hq/sustainability/best-management-practices/>

Biodiversity and Social Projects - SIPEF. (2020). SIPEF. <https://www.sipef.com/hq/sustainability/biodiversity-and-social-projects/>

Bourse, R. I. (2020, 2 novembre). *SIPEF sous-valorisé*. Site-InitieDeLaBourse-FR. https://initiedelabourse.levif.be/bourse/avis/actions/sipef-sous-valorise/article-normal-1352497.html?cookie_check=1609693834

Businesscoot. (2020, 7 octobre). *Le marché de l' ; huile de palme - France | Businesscoot*. <https://www.businesscoot.com/fr/etude/le-marche-de-lhuile-de-palme-france>

Buy back own shares - SIPEF. (2020). SIPEF. <https://www.sipef.com/hq/investors/shareholders-information/buy-back-own-shares/>

Certifications records - SIPEF. (2020). SIPEF. <https://www.sipef.com/sustainability/certifications-records/>

Corporate Policies - SIPEF. (2020). SIPEF. <https://www.sipef.com/hq/sustainability/corporate-policies/>

- Damodaran, A. (2006). *Damodaran on Valuation : Security Analysis for Investment and Corporate Finance* (2^e éd.). Wiley.
- Eco, L. L. (2020, 17 janvier). *Avis des brokers sur Sofina, AvH et Sipef*. LaLibre.be. <https://www.lalibre.be/economie/placements/avis-des-brokers-5e20b04ed8ad5830317dea21>
- Fernandez, P. (2011). WACC : Definition, Misconceptions and Errors. *SSRN Electronic Journal*, 1. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1620871>
- Fernandez, P. (2019, 29 mai). *Finance for Managers by Pablo Fernandez* : : SSRN. finance for managers. https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3396089
- Garin, V. (2018, 16 novembre). *Face à l'huile de palme, la Malaisie prend des mesures pour la biodiversité*. RTL.fr. <https://www.rtl.fr/actu/international/huile-de-palme-la-malaisie-prend-des-mesures-pour-sauver-la-biodiversite-7795596228>
- Grievances - SIPEF group - SIPEF*. (2020). SIPEF. <https://www.sipef.com/hq/sustainability/grievances-sipef-group/>
- H., B. V. O. H. (2018). *TRAITE D'ANALYSE FINANCIERE 2018 2 VOL. : COMPTES INDIVIDUELS ET CONSOLIDES, DROIT DES SOCIETES ET IFRS - EDITION 2018 (French Edition)*. ANTHEMIS.
- HOWE, K. E. I. T. H. M., HE, J. I. A., & KAO, G. W. E. N. C. H. I. (1992). One-Time Cash Flow Announcements and Free Cash-Flow Theory : Share Repurchases and Special Dividends. *The Journal of Finance*, 47(5), 1963-1975. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04691.x>
- Indonesia export levy revision*. (2020). fitchratings. <https://www.fitchratings.com/research/corporate-finance/indonesia-export-levy-revision-to-support-crude-palm-oil-prices-stability-key-08-12-2020>

Jong, H. N. (2020, 31 décembre). *Top Indonesian palm oil developments in 2020*. Mongabay Environmental News. <https://news.mongabay.com/2020/12/top-indonesia-palm-oil-news-story-2020/>

KRÜGER, P. H. I. L. I. P. P., LANDIER, A. U. G. U. S. T. I. N., & THESMAR, D. A. V. I. D. (2015). The WACC Fallacy : The Real Effects of Using a Unique Discount Rate. *The Journal of Finance*, 70(3), 1253-1285. <https://doi.org/10.1111/jofi.12250>

La rédaction Les Marchés : le média des acheteurs et vendeurs de produits alimentaires. (2020, 9 décembre). *Huile de palme : la demande pourrait fléchir en 2021*. Les Marchés : le média des acheteurs et vendeurs de produits alimentaires. <https://www.reussir.fr/lesmarches/huile-de-palme-la-demande-pourrait-flechir-en-2021>

Le groupe de plantations Sipef touché par une hausse des taxes indonésiennes. (2020, 3 décembre). Le Soir. <https://www.lesoir.be/341589/article/2020-12-03/le-groupe-de-plantations-sipef-touche-par-une-hausse-des-taxes-indonesiennes>

Lee, S. (2021, 1 janvier). *South Korea's finance of 'green' palm oil drives destruction in Indonesia*. Modern Diplomacy. <https://moderndiplomacy.eu/2021/01/02/south-koreas-finance-of-green-palm-oil-drives-destruction-in-indonesia/>

les marches boursiers, grosse claque pour SIPEF. (2020). L'echo. <https://www.lecho.be/les-marches/dossiers/rallye-boursier/grosse-claque-pour-sipef-et-kinopolis-debriefing-actions-belges/10269797.html>

Lushan, H. (2020, 20 juillet). *Sustainable palm oil seeks breakthrough in China*. China Dialogue. <https://chinadialogue.net/en/food/sustainable-palm-oil-seeks-breakthrough-in-china/>

- Mampaey, S. (2019, 21 mars). *CEO Sipef: « Ban op palmolie zou ontbossing nog doen toenemen »*. De Tijd. <https://www.tijd.be/dossiers/ceo-talks/ceo-sipef-ban-op-palmolie-zou-ontbossing-nog-doen-toenemen/10109693.html>
- Marion, A. (2015). *Analyse financière : Concepts et méthodes*. Dunod.
- McKinsey & Company Inc., Koller, T., Goedhart, M., & Wessels, D. (2020). *Valuation : Measuring and Managing the Value of Companies (Wiley Finance)* (7^e éd.). Wiley.
- Olivier Tichit, SIPEF. (2018, 15 juin). RSPO. <https://eurt.rspo.org/olivier-tichit-sipef/>
- Online, F. E. (2020, 28 juillet). *Modi's Atmanirbhar Bharat : How palm oil cultivation can make India self-reliant in edible oil*. The Financial Express. <https://www.financialexpress.com/economy/modis-atmanirbhar-bharat-how-palm-oil-cultivation-can-make-india-self-reliant-in-edible-oil/2037185/>
- OPLER, T. I. M., & TITMAN, S. H. E. R. I. D. A. N. (1993). The Determinants of Leveraged Buyout Activity : Free Cash Flow vs. Financial Distress Costs. *The Journal of Finance*, 48(5), 1985-1999. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1993.tb05138.x>
- ouest-france.fr. (2020). ouest France. <https://www.ouest-france.fr/monde/etats-unis/conditions-de-travail-indignes-les-etats-unis-ne-veulent-plus-de-l-huile-de-palme-de-malaisie-7105700>
- Palm oil can have devastating effects on the communities that make it — and companies are racing to find a sustainable solution*. (2020, 22 septembre). Business Insider. <https://www.businessinsider.com/palm-oil-plantations-guatemala-grepalma-2020-9?IR=T>
- Pariente, S. (2013). *ANALYSE FINANCIERE ET EVALUATION D'ENTREPRISE + VERSION NUMERIQUEENRICHIE (3 EN 1) (French Edition)*. PEARSON.

Positive Social Impacts - SIPEF. (2020). SIPEF.

<https://www.sipef.com/hq/sustainability/positive-social-impacts/>

Post, T. J. (2020a, août 28). *Shared responsibility key to sustainable palm oil industry in Indonesia.* The Jakarta Post. <https://www.thejakartapost.com/adv/2020/08/28/shared-responsibility-key-to-sustainable-palm-oil-industry-in-indonesia.html>

Post, T. J. (2020b, décembre 21). *Palm oil exports expected to improve next year amid global economic recovery.* The Jakarta Post.
<https://www.thejakartapost.com/news/2020/12/21/palm-oil-exports-to-improve-next-year-amid-global-economic-recovery-association.html>

Présentation. (2020, 22 décembre). SIPEFCI. <https://sipefci.ci/presentation/>

Production responsable d'huile de palme. (2020). WWF France. <https://www.wwf.fr/champs-daction/alimentation/matieres-premierres-agricoles/huile-palme>

R. (2019, 28 janvier). *Global Palm Oil Industry.* prnewswire.

<https://www.prnewswire.com/news-releases/global-palm-oil-industry-300785117.html>

Richardson, S. (2006). Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Studies*, 11(2-3), 159-189. <https://doi.org/10.1007/s11142-006-9012-1>

Shareholders' meeting - SIPEF. (2020). SIPEF.

<https://www.sipef.com/hq/investors/shareholders-information/shareholders-meeting/>

Sime Darby Plantation sells 52%-owned Singapore-based unit for US\$8.6m. (2020, 1 juin). The Edge Markets. <https://www.theedgemarkets.com/article/sime-darby-plantation-sells-52owned-singaporebased-unit-us86m>

Slate.fr. (2021, 2 janvier). *Nestlé, Ferrero... nouvelles révélations sur l'huile de palme et le travail d'enfants*. <http://www.slate.fr/story/198778/nestle-ferrero-nouvelles-revelations-sur-lhuile-de-palme-et-le-travail-denfants>

Sustainability Reports - SIPEF. (2020). SIPEF.
<https://www.sipef.com/hq/sustainability/sustainability-reports/>

Sustainable Approach - SIPEF. (2020). SIPEF.com.
<https://www.sipef.com/sustainability/sustainable-approach/>

Taylor, M. (2020, 8 décembre). *No such thing as « sustainable » palm oil, says Indonesian youth activist*. U.S. <https://www.reuters.com/article/indonesia-climate-activist-trfn>

Traceability Tool - SIPEF. (2020). SIPEF.
<https://www.sipef.com/hq/sustainability/traceability-tool>

Les comptes annuels de SIPEF 2012 à 2020 ont été consultés durant toute l'élaboration de ce travail. (www.sipef.com/investors)