



Octobre 2017

TOTAL SÉNÉGAL

Sénégal

A-/Stable/w-3

Table des matières

Notations	1
Evolution de la notation de long terme	1
Résumé	1
Analyse des Facteurs de Notation Intrinsèque	5
Carte des Scores	18
Facteurs de Support Externe	20
Données financières et ratios	21
Les autres publications de WARA	25

Notations

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

Evolution de la notation de long terme

WARA note Total Sénégal depuis novembre 2015. Cette notation a été **affirmée** en octobre 2017 à **A-/Stable/w-3** sur son échelle régionale.

Résumé

La notation de long terme de Total Sénégal est 'A-' en devise régionale ; cette notation est équivalente au plafond souverain sénégalais

WARA a affirmé la notation de long terme de Total Sénégal de '**A-**' en devise régionale. Cette notation se situe au même niveau que le plafond souverain sénégalais, lequel s'établit –selon WARA– à '**A-**'. WARA a aussi affirmé la notation de court terme de Total Sénégal à '**w-3**'. La perspective attachée à cette notation reste **stable**.

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

Analyste principale

Ndeye THIAW

Email : ndeye.thiaw@rating-africa.org

Analyste support

Oumar NDIAYE

Email : oumar.ndiaye@rating-africa.org

Infos@rating-africa.org

Dakar : +221 33 825 72 22

Abidjan : +225 22 50 18 44

TOTAL SÉNÉGAL

La notation intrinsèque de Total Sénégal, qui ne bénéficie d'aucun facteur de support externe, est de 'A-' selon WARA, ce qui équivaut à un score pondéré total de **2,65/6,00 (en hausse de 0,09 point par rapport à août 2016)**. Ce score inclut un ajustement favorable de **-5%**, ce qui incorpore le support opérationnel qu'apporte son actionnaire majoritaire, à savoir le Groupe Total, première capitalisation boursière de la place de Paris, ainsi que l'avantage important de sa marque. En outre, le Groupe Total est, de loin, le premier distributeur de produits pétroliers dans la zone Afrique et Moyen-Orient, une région en forte croissance.

Le Groupe Total domine l'actionnariat de Total Sénégal, avec 69,1% du capital, répartis entre deux entités du Groupe : Total Africa Ltd. (46%) et Total Outre-Mer (23,1%). Les 30,9% restants sont détenus par des petits porteurs par le biais de la Bourse Régionale des Valeurs Mobilières (BRVM), à la cote de laquelle Total Sénégal est inscrite depuis février 2015. Deux conventions lient Total Sénégal au Groupe Total. En l'espèce, la filiale sénégalaise du Groupe s'appuie sur un contrat d'assistance générale avec Total Outre-Mer (TOM), par lequel TOM fournit un certain nombre de services transversaux à Total Sénégal facturé à 1,42 milliard de F CFA (HT) ; l'autre convention de prestation de services et d'assistance, prévoit symétriquement que Total Sénégal assiste TOM dans des secteurs divers tels que l'hygiène, la sécurité, l'environnement, la logistique, les ressources humaines et l'informatique pour une facturation de 1,89 milliard de F CFA (HT).

WARA considère que l'importance stratégique de Total Sénégal dans son Groupe est faible. En 2016, le Groupe a enregistré un chiffre d'affaires de 149,7 milliards de dollars tandis que la filiale sénégalaise a généré un chiffre d'affaires de 293,5 milliards de F CFA la même année soit 523 millions de dollars. La contribution de Total Sénégal aux revenus du Groupe s'élève donc à 0,3%, ce que WARA considère comme faible. Par conséquent, la notation de long terme en devise régionale de Total Sénégal (**A-**) ne bénéficie d'aucun cran de support externe.

La notation intrinsèque et de contrepartie de Total Sénégal (**A-**) s'appuie sur les facteurs suivants :

Points forts

- **L'environnement macroéconomique est stable au Sénégal**, où le risque-pays est mitigé par un degré satisfaisant de stabilité politique, une société homogène et pacifiée, et des institutions robustes ;
- **Total Sénégal est le leader de la distribution de carburants dans le pays** : sa part de marché est de 35% pour le commerce de détail en stations-service et de 45% pour le commerce général auprès des industriels (Senelec excl.) ;
- **La puissance de la marque Total et le support opérationnel du Groupe sont des avantages indéniables**, alimentés par des produits largement reconnus comme de qualité supérieure un peu partout dans le monde ;
- **Privé de ressources hydrocarbures, le Sénégal régule efficacement le marché intérieur des carburants, un bien vital** : le Comité National des Hydrocarbures (CNH), dont la tutelle est le Ministère de l'Énergie, organise la filière et contribue à la transparence de son fonctionnement ; et
- **La marge des distributeurs de carburant a été récemment revalorisée** : la régulation des prix des carburants au Sénégal prévoit la cristallisation de la marge des distributeurs ; cette dernière a enregistré une hausse de 25% en juin 2015, ce qui signifie en principe de meilleures performances financières pour Total Sénégal à l'avenir (modulo les éventuels effets stock).

Points faibles

- **La politique tarifaire décidée par les autorités publiques est contraignante** : Total Sénégal ne maîtrise pas le prix des carburants qu'elle distribue sur son marché domestique. En revanche, la société met en œuvre une politique de réduction des frais fixes, et mesure le rythme de ses investissements ; elle compte aussi œuvrer pour baisser le taux de la TVA sur les produits pétroliers et élargir l'assiette fiscale.
- **Le stockage reste l'un des défis les plus cruciaux pour Total Sénégal** : d'une part, la re-tarification discrétionnaire mensuelle des produits pétroliers peut générer des effets stocks négatifs de grande ampleur ; et d'autre part, le projet de rationalisation par l'Etat du compartiment stockage de la filière a été différé *sine die*, engendrant un coût d'opportunité important pour Total Sénégal, par le truchement de la société SENSTOCK dans laquelle elle détient des participations ;
- **La concurrence devient de plus en plus intense sur le marché sénégalais des carburants** : 30 concurrents se partagent un marché annuel de 2 millions de tonnes de produits pétroliers blancs et noirs, ce qui force les acteurs historiques comme Total Sénégal à engager de coûteux investissements dans de nouvelles stations-service ;
- **Dans une économie de petite taille, les risques de crédit et de concentration des contreparties sont inévitables** : Total Sénégal souffre, de manière régulière, de la faible discipline de paiement de certaines de ses contreparties, par nature concentrées en nombre et d'un point de vue sectoriel, mais pilote ce risque de manière proactive;
- **La trésorerie est souvent sous tension, ce qui engendre un stock d'endettement de court terme permanent et quasiment assimilable à des ressources longues** : il est difficile pour Total Sénégal de comprimer son besoin en fonds de roulement (créances longues, délais fournisseurs/traders courts et stocks massifs), ce qui pèse sur sa trésorerie et tend à cristalliser un volume important de dette de court terme au passif, de manière quasi-permanente ;
- **Les baisses des prix à la pompe des carburants opérées en janvier et février 2016** : les ventes sont contraintes à un prix inférieur au prix d'achat générant, de facto, des effets de stock négatif qui s'est traduit par un solde de -1,7 milliards F CFA ; et
- **La pression fiscale est soutenue**, comportant un effet adverse sur la rentabilité du distributeur. Total Sénégal a subi un redressement fiscal important en 2016, pour une double imposition de la TVA liée à la vente en vrac sous douane de produits pétroliers.

Perspective

La perspective attachée à la notation de Total Sénégal est **stable**. WARA justifie cette perspective stable par le fait que la filiale sénégalaise du Groupe Total devrait maintenir sa position de leader dans le secteur domestique de la distribution de carburants, après une campagne réussie de reconquête de parts de marché entamée en 2012.

Sachant la puissance de la marque Total, sa différenciation par la qualité et le caractère vital des importations d'hydrocarbures pour le Sénégal, WARA intègre dès à présent l'amélioration attendue des

TOTAL SÉNÉGAL

performances financières de Total Sénégal, effet mécanique de la revalorisation de sa marge réglementaire (dite « de structure ») et de la meilleure maîtrise de ses coûts malgré la faible performance de 2016. De surcroît, l'extension de son réseau de stations-service, fort de sa stratégie multi-services offrant une gamme élargie de produits au-delà des seuls carburants, devrait permettre de renforcer encore davantage Total Sénégal sur son marché domestique.

Une amélioration de la notation de Total Sénégal est tributaire: i) du rehaussement par WARA du plafond souverain sénégalais; ii) d'une adaptation favorable à Total Sénégal des modalités de stockage des carburants et, par conséquent, de l'enregistrement par SENSTOCK d'une rentabilité a minima satisfaisante; iii) du maintien ou de l'amélioration des marges de structure des distributeurs au Sénégal, renforçant ainsi sa marge brute sur coûts variables, et de la maîtrise de ses charges; et iv) la compression de son BFR, à même de dégager une trésorerie plus dense et de stabiliser l'usage de ses lignes bancaires, relativement à la taille de ses fonds propres.

Une détérioration de la notation de Total Sénégal serait la conséquence: i) d'une dégradation du plafond souverain sénégalais; ii) de l'intensification de la concurrence à même d'éroder les parts de marché du leader domestique; iii) de la cession par le Groupe Total de la majorité du capital de sa filiale sénégalaise; iv) de l'affaiblissement durable de la performance financière du distributeur, pour des raisons endogènes (l'inflation des charges) ou exogènes (l'inadéquation de la tarification publique); ou v) de la matérialisation des risques de concentration, et donc de la cristallisation des expositions de crédit sur quelques grands débiteurs industriels en situation de défauts simultanés.

A titre de référence, WARA estime que la probabilité d'occurrence des scénarios favorables est équivalente à celle des scénarios défavorables à moyen terme, ce qui signifie en d'autres termes que la notation actuelle de Total Sénégal contient autant de possibilités de rehaussement que de risques d'abaissement, modulo les contraintes inhérentes au plafond national du Sénégal, que WARA maintient actuellement au niveau de 'A-'.

Analyse des Facteurs de Notation Intrinsèque

Facteurs environnementaux

Environnement macroéconomique

L'environnement macroéconomique est marqué par une tendance de croissance satisfaisante qui repose principalement sur le secteur primaire, une population relativement pauvre, et un déficit de compétitivité pour attirer les investissements étrangers indispensables au développement du pays, aujourd'hui tributaire des investissements domestiques.

Le Sénégal demeure un pays agricole, peu compétitif mais qui subit des réformes structurelles afin de réaliser pleinement son potentiel dans la mise en œuvre du Plan Sénégal Emergent (PSE). La structure du PIB sénégalais par secteur suggère une tertiarisation avancée de la valeur ajoutée du pays. Ce constat a priori doit être fortement nuancé : i) la part du secteur tertiaire dans la production réelle est surévaluée par l'inclusion de la contribution du secteur public ; ii) une partie importante du PIB tertiaire et secondaire, sans doute plus du tiers, est indirectement liée au monde rural ; et enfin, iii) bien que nominalement l'agriculture et la pêche ne représentent que 13% du PIB, le secteur primaire emploie directement et indirectement 64% de la population active et contribue au moins pour la moitié au secteur informel. L'agriculture du Sénégal est caractérisée par la prédominance des cultures commerciales que sont l'arachide, le coton et la canne à sucre. En outre, le mil, le riz, le maïs et le sorgho sont les cultures alimentaires et vivrières, exploitées à plus petite échelle. Cela dit, le Sénégal est un importateur net de produits alimentaires, en particulier le riz, qui représente près de 75% des importations de céréales. Seules 5% des terres sont irriguées, faisant du Sénégal un territoire d'agriculture pluviale de subsistance. De plus, une large partie du Sénégal se trouve sujette à la sécheresse caractéristique de la région du Sahel, avec des précipitations irrégulières, des sols généralement pauvres et des invasions acridiennes récurrentes. Compte tenu de cette structure économique et de la faible productivité du secteur primaire et de ses corollaires agro-industriels et de services liés, la compétitivité hors prix de ce pays est limitée. La parité fixe avec l'euro, une devise forte, ne permet pas non plus au Sénégal de bénéficier d'une compétitivité-prix. Cependant, ces deux dernières années, la croissance économique – au dessus de 6% - est tirée en partie par le secteur primaire grâce aux bonnes conditions météorologiques, à l'amélioration de l'irrigation et aux efforts des autorités visant à améliorer la qualité des semences. Par ailleurs, l'accélération récente des exportations — qui devraient augmenter (en volume) de 8 % par an au cours des cinq prochaines années — a été tirée par les produits chimiques (en particulier les phosphates) et les produits agricoles (en particulier l'arachide). Malgré cela, le classement du Sénégal au titre de l'indice de compétitivité du Forum Economique Mondial est passé du 92ème rang en 2010 au 112ème en 2015 mais reste le 14^{ème} pays africain sur 35 pays.

La population sénégalaise demeure par conséquent pauvre en moyenne, avec des écarts très prononcés entre le milieu rural, très précaire, et le milieu urbain, qui concentre la totalité de la classe moyenne. Le PIB par habitant n'a franchi la barre symbolique des 1000 USD qu'en 2011, et ne devrait pas s'en éloigner substantiellement avant la fin de la décennie. Cela dit, les indicateurs sociaux du Sénégal sont en général meilleurs que ceux des autres pays de la région, comme en témoigne son indice de développement humain de 0,48, soit 3 points de mieux que son voisin ivoirien (0,45). Comme l'économie sénégalaise est tributaire du secteur primaire, donc des conditions climatiques, la croissance réelle autant que nominale, l'inflation et le marché du travail tendent à être volatiles. Dans ces conditions, les cycles économiques sont difficilement prévisibles, ce qui ne fournit pas suffisamment d'incitations à l'investissement de long terme au sein du

TOTAL SÉNÉGAL

secteur privé (dans une certaine mesure compensées par des programmes d'investissements publics), et rebute le secteur bancaire dans son activité d'intermédiation : au total seuls 19% des Sénégalais ont un compte en banque, et presque la moitié de ces comptes sont considérés comme inactifs. Une autre conséquence de cet état de fait est le manque de compétitivité économique traduit par la faiblesse chronique des investissements directs étrangers vers le Sénégal, eux aussi volatiles et cantonnés à 2,4% du PIB en 2016 grâce aux investissements dans le secteur minier, et une tendance de long terme à la baisse, les investissements préférant se diriger vers des territoires plus compétitifs en prix et plus attractifs en rendements.

La consommation des ménages, traditionnellement un moteur de croissance important dans les pays à taux d'épargne faible, demeure contrainte par le coût de la vie, réhibitoire au Sénégal pour les foyers les plus fragiles, en raison de taux d'inflation élevés dans le passé récent. Cela dit, le niveau de la consommation devrait s'améliorer à moyen terme, et cela pour trois raisons : i) le ralentissement tendanciel de l'inflation, qui restera en principe inférieure à 3% jusqu'en 2016 ; ii) une croissance réelle supérieure à 4%, au moins jusqu'en 2017, créatrice d'emplois; et iii) des taux d'investissement (publics et privés, domestiques et étrangers) supérieurs à 30% jusqu'en 2017, dynamisés notamment par les flux étrangers en provenance de la Chine.

Malgré sa volatilité, la croissance réelle au Sénégal est meilleure que prévue (6,5% en 2015), essentiellement grâce à des réformes structurelles notamment dans le domaine agricole et énergétique. La croissance économique a progressé de 6% entre 2014 et 2016 contre 3,5% entre 2011 et 2013. Cette tendance devrait se prolonger, voire se renforcer dans les 3 à 5 ans à venir, grâce à un vaste programme de financement public des projets d'infrastructure du Plan Sénégal Emergent (PSE) par des emprunts sur le marché financier international avec l'émission obligataire de 500 millions d'USD (Eurobond) en 2014 au taux de 8,75% pour une durée de 10 ans et celle plus récente en Avril 2017 pour un montant de 1,1 milliards d'USD à un taux plus favorable de 6,25% pour une durée de 16 ans. Les performances macroéconomiques restent bonnes en 2016 avec un taux de croissance du PIB au-dessus de 6 % pour la 2ème année de suite. En plus, la consolidation budgétaire continue, améliorant ainsi la structure budgétaire avec une augmentation des dépenses d'investissement du Gouvernement et une stabilité des dépenses courantes. Des efforts ont été menés pour réduire le déficit budgétaire qui passe de 5,5% en 2013 à 4,2% en 2016 avec un objectif de se situer à 3% en 2019. Le niveau de la dette reste élevé à 60% du PIB même s'il devrait décroître dans les prochaines années à la faveur de la réduction continue du déficit et des perspectives de croissance avec les récentes découvertes de pétrole. En gros, le Sénégal devra poursuivre les réformes visant à améliorer la résilience de l'économie, la solidité institutionnelle et la transparence. Cela dit, la croissance sénégalaise n'est pas suffisamment riche en emplois: selon les statistiques officielles, le taux de chômage était de 16,6% au 4ème trimestre de 2016 pour la population de 15 ans et plus selon le rapport trimestre de l'Agence Nationale de la Statistique et de la Démographie qui publie des rapports trimestriels sur l'emploi au Sénégal depuis 2015 . Certaines disparités sont à noter : le chômage plus élevé en milieu urbain (16,9%) qu'en zone rural (16,2%) et affecte plus les femmes (24%) que les hommes (10%).

Environnement opérationnel

L'environnement opérationnel sénégalais est caractérisé par une stabilité démocratique avérée et la mise en œuvre du Plan Sénégal Emergent (PSE) qui commence à porter ses fruits en contribuant à une croissance supérieure à 6% pour la 2ème année consécutive ; le secteur de l'énergie y affiche de progrès significatifs.

TOTAL SÉNÉGAL

Le Sénégal a in fine renforcé sa position en tant que l'une des démocraties les plus abouties et les plus stables d'Afrique sub-saharienne. Etant donné que les élections présidentielles auront lieu en 2019, une marge de manœuvre pour accélérer les réformes nécessaires existe. Pour éviter un risque de paralysie politique et faire avancer les réformes, des efforts doivent être déployés pour forger une coalition pour le changement propre à surmonter les obstacles que constituent les intérêts catégoriels.

La stratégie globale de l'Etat sénégalais pour résoudre la problématique de l'énergie vise à i) accroître la capacité de production, ii) réduire les coûts en diversifiant les sources de production et en améliorant la gouvernance et le cadre réglementaire, iii) renforcer le réseau de distribution, notamment par l'électrification en zone rurale et iv) améliorer la prestation des services et accroître l'utilisation de sources d'énergie renouvelables. Des progrès ont été accomplis récemment dans tous ces domaines grâce à des investissements tant publics que privés. En 2016, l'offre d'électricité devrait augmenter de 280 MW, dont 14% d'origine solaire produite par le pays. La production va continuer de s'accroître en 2017, les sources d'énergie renouvelables représentant plus d'un tiers de la nouvelle production, l'objectif à long terme étant que 20% de la production totale d'énergie soit d'origine renouvelable. Ainsi, l'Etat a défini et met en œuvre un programme de mix énergétique avec l'injection de plus de 1000 MW dans le réseau électrique à l'horizon 2025. L'industrie et le commerce, en cas de succès de ce programme, devraient considérablement réduire l'écart entre la croissance potentielle et la croissance constatée, à telle enseigne qu'aujourd'hui, le taux d'utilisation des capacités de production reste inférieur à 70%. Améliorer la production d'électricité ainsi que sa fiabilité, et augmenter les capacités de raffinage sont des enjeux cruciaux, mais des processus lents. Enfin, la corruption est encore perçue comme élevée, et la bureaucratie comme contraignante. Avec la baisse du prix du baril de pétrole, les subventions au secteur de l'énergie ont cessé en 2016. Cette manne a servi à financer un programme d'investissement en infrastructures en milieu rural supporté par le PNUD. L'investissement du secteur privé a contribué à porter le taux d'électrification des ménages dans les zones rurales à plus de 30%, même si le coût de l'électricité pour les consommateurs dans les zones difficiles à atteindre, essentiellement les régions rurales pauvres, est plus élevé que dans les villes. Des mesures sont prises pour répartir équitablement les prix de l'électricité dans l'ensemble du pays par des subventions croisées.

Les projets en cours donnent la priorité au monde rural, et souhaitent soutenir le pouvoir, plutôt que de surinvestir dans de grands projets iconiques voire somptuaires. Aussi, le Sénégal a-t-il reçu l'aval du FMI pour la conduite de son plan de réformes ; en juin 2015, le FMI a autorisé un nouveau programme d'assistance économique sur trois ans, dont les objectifs sont i) l'achèvement d'une croissance durable et inclusive, ii) la stabilité macroéconomique avec une politique fiscale prudente, iii) le renforcement soutenu et la réforme des institutions gouvernementales de l'Etat, et iv) la constitution d'un capital humain fort et d'une protection sociale avérée. La croissance est projetée forte dans le secteur primaire grâce aux bonnes conditions météorologiques, à l'amélioration de l'irrigation et aux efforts des autorités visant à améliorer la qualité des semences. Le phosphate, le raffinage de pétrole et les services de transport connexes devraient aussi alimenter cette croissance.

La découverte de gisements de pétrole et de gaz au large du Sénégal ouvre des opportunités, mais présente des défis. D'après les premières estimations, les réserves de pétrole et de gaz pourraient être importantes. La production de gaz pourrait démarrer dès 2020-21, et celle de pétrole deux années plus tard. En attendant qu'une entreprise internationale réputée fixe un calendrier et des objectifs de production, la production et les recettes de pétrole et de gaz n'ont pas encore été intégrées dans le cadre macroéconomique. Cette découverte est certes susceptible d'avoir un effet positif sur le secteur de l'énergie et sur l'économie en général, mais il sera fondamental de prendre des décisions stratégiques, qui

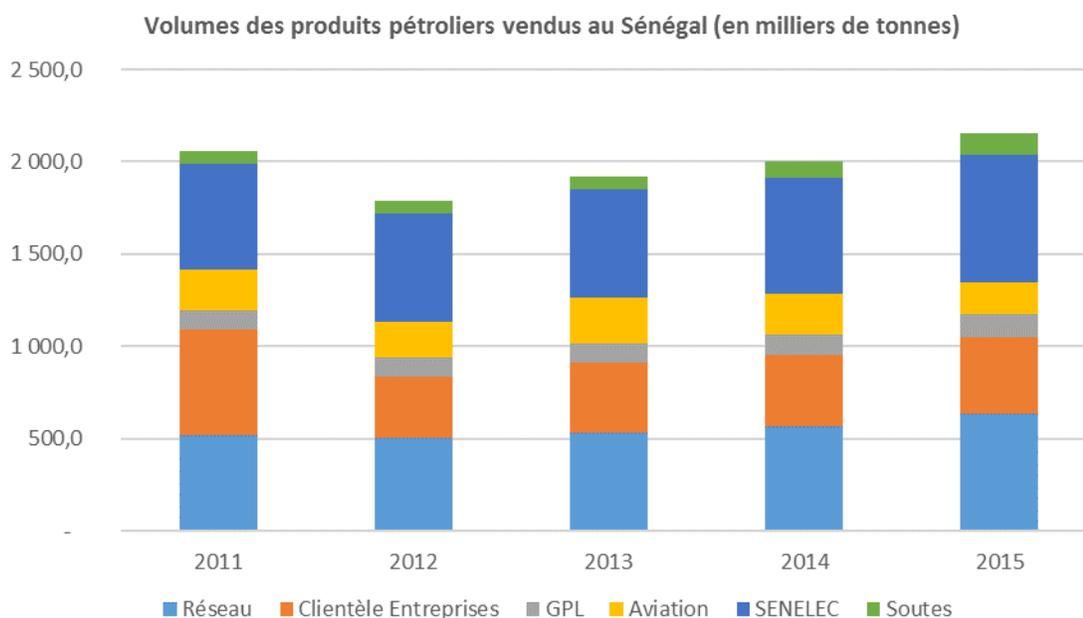
TOTAL SÉNÉGAL

vont de l'opportunité de créer une capacité de raffinage à l'élaboration et l'application du régime fiscal approprié, pour relever les défis que présente la découverte de ressources naturelles.

Environnement sectoriel

Le marché sénégalais des produits pétroliers est stable, bien régulé mais concurrentiel. Le stockage demeure un enjeu important, qui n'a pas encore été résolu

Le marché est stable. Comme le montre le graphique ci-dessous, les volumes de produits pétroliers blancs et noirs vendus au Sénégal sont stables. Le marché sénégalais des carburants est prévisible. C'est un facteur positif de notation. Ce marché s'élève aujourd'hui à un peu plus de 2,15 millions de tonnes. Le réseau, son segment le plus granulaire, est aussi le compartiment le plus important en volume, eu égard au fait que les distributeurs domestiques ne fournissent pas la SENELEC (la société sénégalaise d'électricité), laquelle s'approvisionne directement auprès de la Société Africaine de Raffinage (SAR), domiciliée à Dakar. Le taux de croissance naturel du marché intérieur des carburants au Sénégal (hors lubrifiants et export/négoce) est compris entre 6 et 7% par an depuis le creux de 2012, en ligne avec l'évolution de la consommation dans le pays. En outre, compte tenu du caractère vital de l'énergie en général, et des hydrocarbures raffinés en particulier, ce marché apparaît comme acyclique, malgré la volatilité des prix du brut sur le marché international. Trois phénomènes contribuent à réduire l'élasticité de la demande sénégalaise de carburants aux prix mondiaux du brut : i) le Sénégal n'est pas un pays producteur d'hydrocarbures et doit importer l'intégralité de sa consommation ; ii) ce qui l'incite à amortir, via la fiscalité, la volatilité des prix à la pompe par rapport à celle des prix du brut ; iii) en l'absence de substituts aux hydrocarbures pour la fourniture d'énergie, ce qui rend ce secteur sensible et, pour tout dire, vital.



Note : marché intérieur uniquement, hors lubrifiants et export/négoce

En outre, le marché est correctement régulé. C'est un facteur positif de notation. En effet, l'industrie pétrolière au Sénégal est régulée par le Ministère de l'Énergie qui assure la tutelle technique du Comité National des Hydrocarbures (CNH). Les principaux textes encadrant l'activité du secteur pétrolier sont la loi N°98-05 du 8 janvier 1998 portant Code Pétrolier et la loi N° 98-31 du 14 avril 1998 relative aux activités

TOTAL SÉNÉGAL

d'importation, de raffinage, de stockage, de transport et de distribution des hydrocarbures. La structure de prix des produits pétroliers, établie par le CNH, est révisée toutes les 4 semaines environ. Le CNH fixe le prix « ex-dépôt » (prix d'achat des produits raffinés à la SAR) ainsi que le prix de vente au consommateur. La marge distributeur est fixe. La plupart des prix des produits pétroliers sont régulés, à l'exception des lubrifiants et des carburants utilisés pour l'aviation. En revanche, la politique tarifaire décidée par les autorités publiques est contraignante : c'est la fiscalité qui fait office de variable d'ajustement. Comme les approvisionnements auprès de la SAR incluent cette fiscalité, les effets stocks peuvent être négatifs ; compte tenu des volumes importants traités par Total Sénégal, les effets ciseaux défavorables d'un mois sur l'autre peuvent absorber la marge de structure du distributeur. Total Sénégal ne maîtrise pas le prix des carburants qu'elle distribue sur son marché domestique, mais la société pilote la réduction de la hausse de ses charges jugées galopante, et mesure le rythme de ses investissements. Cela dit, la SAR n'approvisionne qu'en partie le marché domestique (hors SENELEC), ce qui permet à Total Sénégal de compenser, quoique partiellement, les possibles effets négatifs de la volatilité fiscale discrétionnaire.

En revanche, le marché est fortement concurrentiel. 30 concurrents se partagent le marché, dont 1 « major » (Total), 4 sociétés internationales (Oil Libya, Vivo, Oryx et désormais Puma, une marque de la société Trafigura), et 25 acteurs de plus petite taille, essentiellement domestiques. Les concurrents de Total sont très agressifs, tant dans le segment réseau qu'auprès des clients industriels. Par exemple, à Dakar et dans les alentours de la capitale, il existe plus de 600 stations-service, ce qui force les grandes marques à investir massivement et à innover, générant des coûts supplémentaires, tandis que la marge (fixée par l'Etat) demeure quant à elle fixe. L'intensité concurrentielle du secteur est un facteur négatif de notation, en ce qu'elle induit des comportements de marché à même de comprimer la rentabilité des acteurs. Dans ces conditions, les incitations à la prise de risque excessive peuvent être fortes, ce qui peut par contagion détériorer la qualité de crédit des distributeurs de produits pétroliers.

Enfin, la question épineuse du stockage semble se dénouer. Le projet de rationalisation par l'Etat du compartiment stockage de la filière a été différé *sine die*, engendrant un coût d'opportunité important pour Total Sénégal, par le truchement de SENSTOCK, déficitaire. En résumé, les dernières élections présidentielles ont conduit à ajourner le projet antérieur qui consistait à repenser radicalement la géographie du stockage des produits pétroliers au Sénégal, donnant la part belle à SENSTOCK, dans le capital de laquelle Total Sénégal détient une part de 28,7% à fin 2016. Les investissements ayant été réalisés, cet ajournement *sine die* a considérablement réduit les volumes en transit dans les cuves de stockage de SENSTOCK et par conséquent sa rentabilité. Ce projet semble pourtant logique et raisonnable : il consiste à désengorger le Port de Dakar et la ville, et à centraliser une grande partie des activités de stockage sur des sites dédiés, plus faciles d'accès et plus efficaces d'un point de vue logistique. Avec l'arrivée de Puma Energy dans l'actionnariat de SENSTOCK, la part de Total Sénégal s'est diluée de 35% à 28,7%. Les ajustements structurels opérés ont permis à SENSTOCK de s'équilibrer financièrement et de dégager un résultat positif à fin 2015. Aujourd'hui, l'enjeu pour SENSTOCK réside toujours dans la sécurisation des stocks et dans la création d'un sea-line qui permettrait de renforcer son autonomie et de décharger des navires de grandes capacités. Total Sénégal est optimiste quant à une résolution favorable de cette question ; WARA partage ce point de vue, quoique des incertitudes demeurent quant à son rythme et à sa date d'effet.

Facteurs qualitatifs

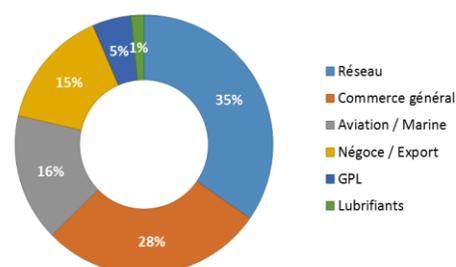
Produits – Distribution – Marque

Une gamme complète, un maillage territorial dense, une expertise reconnue, un niveau de qualité irréprochable et une marque puissante constituent les principaux atouts de Total Sénégal ; en revanche, les risques de crédit sont importants

Total Sénégal déploie six lignes de métier, dont deux sont dominantes : le réseau de stations-service, et le commerce général avec les (grands) clients industriels. Les activités de Total Sénégal sont l'importation, le stockage, le négoce et la distribution, sur le marché national (et accessoirement régional) de produits pétroliers. Ses six lignes de métier, qui couvrent l'ensemble de la gamme des produits pétroliers noirs et blancs, sont les suivantes :

- i. Le réseau de stations-service
- ii. Le commerce général avec les clients industriels
- iii. Les carburants d'aviation et de marine
- iv. L'export et le négoce
- v. Le GPL
- vi. Les lubrifiants

Répartition des ventes de Total Sénégal en volume (2015)



Deux lignes de métier dominant le modèle d'affaire de Total Sénégal : le réseau et le commerce général. Ces deux lignes de métier contribuent ensemble à hauteur de 63% des ventes de la société, en volume.

- **Le réseau de stations-service (B2C) :** La distribution réseau constitue le cœur de métier de Total Sénégal, qui dispose d'un réseau de 173 stations-service réparties sur toute l'étendue du territoire national. Plusieurs modèles de gestion des stations-service existent : Total Sénégal peut posséder ou louer la station ; et Total Sénégal peut gérer directement la station ou en déléguer la gestion. Toutes les combinaisons sont possibles et, en pratique, appliquées. Outre les carburants, Total Sénégal distribue dans son réseau des produits de spécialité : lubrifiants moteurs, insecticides (aérosols), bouteilles de gaz, lampes solaires. La clientèle réseau de Total Sénégal est constituée de particuliers et d'entreprises adhérentes au programme Cartes pour l'approvisionnement de leur flotte de véhicules. Dans ce métier, la stratégie de Total Sénégal est celle du **multi-service** ; la société a conçu ses stations comme des lieux de vie et d'échange, ce que l'acronyme SFS capture bien : Shop – Food – Services. Total Sénégal se différencie en effet par la proposition de services innovants et intégrés suivante: i) le paiement mobile, qui permet au client de régler le carburant et les services au moyen de son téléphone portable; ii) les services financiers, notamment le transfert d'argent (virement d'espèces), activité en forte croissance effectuée avec des partenaires (Orange Money, Wizall); iii) la distribution alimentaire, activité menée en partenariat avec Citydia (la marque de superettes urbaines) et avec La Croissanterie, qui propose des services alimentaires de boulangerie en station; et iv) une activité professionnelle de diagnostic et d'entretien mécanique, menée en partenariat avec Bosch Car Service, sur le réseau de stations-service de Total Sénégal. En outre, Total Sénégal a mis fin à ses partenariats avec Joni-Joni, Tigo Cash et Wari (services de

TOTAL SÉNÉGAL

transferts d'argent), courant 2015, suite à des contrôles de conformité en termes de sécurisation des opérations et de lutte contre le blanchiment d'argent. Parallèlement, le nouveau service lancé en stations, Wizall, une start-up incubée par Total Sénégal, qui propose un service de transfert d'argent et de bons d'achats (cash to good) ne décolle pas encore malgré l'élan d'optimisme de Total Sénégal. Total Sénégal continue de développer sa stratégie de différenciation par le biais du digital en mettant en place un programme de fidélité : Total Club (agrégation des moyens de paiement acceptés en stations-services et programme de fidélité pour la clientèle) et en développant une présence sur Facebook avec plus de 40 000 followers.

- **Le commerce général (B2B) :** La clientèle professionnelle (clientèle d'entreprises) représente une part significative de l'activité de Total Sénégal. Principalement composée d'industriels, la clientèle professionnelle, qui compte plus de 600 clients, est principalement consommatrice de fuel, de gazole, et de lubrifiants. Total Sénégal occupe des positions solides auprès d'importants consommateurs industriels. La part de marché de Total Sénégal sur la clientèle Entreprises est estimée à 40% en 2016, une baisse de deux points. Total Sénégal compte renforcer sa position au cours des prochaines années en proposant à sa clientèle une offre multi-énergies, notamment aux clients miniers. Sur cette ligne de métier, la stratégie de différenciation de Total Sénégal est résolument tournée vers la **qualité**. Les ventes en volumes sur la clientèle d'entreprises ont progressé de 1,6% en 2016, s'établissant à 193 000 tonnes. Total Sénégal bénéficie d'une expertise reconnue aux clients miniers (inexistant en 2013). Le Sénégal devient progressivement un pays minier et pour satisfaire cette nouvelle clientèle exigeante, Total Sénégal applique sa stratégie du « Tailor-made » en proposant des services sur mesure (déploiement d'installations de stockage sur sites clients, mise en place d'un système de filtration à haute performance).

Quatre autres lignes de métiers complètent la gamme de produits de Total Sénégal. L'exhaustivité de l'offre est un facteur positif de notation :

- **GPL :** Total Sénégal a distribué environ 32 000 tonnes de GPL en 2016 pour une croissance de 2000 tonnes, soit +5%. 90% du volume vendu est conditionné en bouteilles pour un marché fortement régulé avec une cible B to C. Avec une part de marché estimée à 24% en 2016, Total Sénégal a connu cette augmentation du volume de vente avec l'introduction de la bonbonne de 9 kg. La société s'appuie sur son centre emplisseur, exploité en commun avec Libya Oil et sur un réseau d'une vingtaine de grossistes en gaz conditionné situés dans toutes les régions du pays. Le marché du GPL a une croissance moyenne annuelle de 10% au Sénégal. Néanmoins, elle demeure une activité peu rémunératrice avec une faible contribution à la station mais qui répond aux attentes des clients.
- **Carburants aviation/marine :** Total Sénégal occupe une position forte dans les ventes de carburants destinés notamment aux compagnies aériennes. La société bénéficie dans ce secteur de la puissance du Réseau Air Total International, qui constitue pour une compagnie aérienne, un interlocuteur unique dans un grand nombre d'aéroports d'avitaillement dans le monde. En 2016, Total Sénégal a perdu des parts de marché et a vu ses volumes de vente baisser de 30% au profit de ses concurrents pour des contrats avec les sociétés aériennes (Lufthansa, Bruxelles Airlines). Cependant, elle a contribué à 80 000 tonnes de vente. Sur le sous secteur de la pêche, Total Sénégal détient une part de marché de 20%, le leader étant Orix pour un volume de ventes de 20.000 tonnes en 2016. Total Sénégal produit aussi des produits noirs combustibles pour les clients ayant leurs propres centrales électriques.

TOTAL SÉNÉGAL

- **Export et négoce** : L'activité export et négoce représente un débouché important pour Total Sénégal, d'environ 80 000 tonnes en 2017 contre 93 100 tonnes en 2015, soit 12% de l'activité du distributeur. Total Sénégal exporte principalement vers le Mali du gasoil et gasoline. Ce segment constitue une niche avec une libre concurrence (bulk vente) mais qui se ferme avec l'amélioration de la capacité de raffinage de la SAR.
- **Lubrifiants** : Essentiellement destinés à la clientèle d'entreprises, les lubrifiants de moteur Total sont reconnus pour leur qualité. Avec 10 000 tonnes de ventes en 2015, c'est une activité à forte marge. Pour les particuliers, la société gère un réseau des boutiques dédiées aux lubrifiants, qui sont désormais aussi distribués hors stations. Il est plus difficile d'estimer ce marché car aucune statistique n'est disponible au niveau de la CNH. Sa croissance est estimée à 2/3 de la croissance du marché du carburant qui était de l'ordre de 1% en 2016.

Cela dit, les risques de crédit et de concentration des contreparties (industrielles) sont un facteur négatif de notation. Dans une économie de petite taille, les risques de crédit et de concentration des contreparties sont inévitables. Total Sénégal souffre, de manière régulière, de la faible discipline de paiement de certaines de ses contreparties, par nature concentrées en nombre et d'un point de vue sectoriel. En 2016, ses 20 premiers clients ont représenté un peu moins du tiers de son chiffre d'affaires. Outre la faible granularité de sa base de clientèle, et donc de son portefeuille de créances commerciales, Total Sénégal est aussi tributaire des concentrations sectorielles : les secteurs des mines, de la production sucrière, du ciment et du transport aérien sont surreprésentés. En outre, une convention avec la Coface lui permet d'affiner la gestion du risque de crédit, en réduisant les asymétries d'information vis-à-vis de sa clientèle. En définitive, Total Sénégal gère de manière effective et efficace ses risques de crédit, malgré un environnement macroéconomique et microéconomique souvent contraignant.

Gouvernance et Management

Le rajeunissement de l'équipe de direction de Total Sénégal a contribué à la redéfinition de sa stratégie, aujourd'hui plus ambitieuse, plus cohérente et plus rigoureusement exécutée

La nouvelle équipe de direction de Total Sénégal, en poste depuis 2012, a été rajeunie et déploie aujourd'hui une stratégie claire, efficacement exécutée. Cette stratégie comporte plusieurs vecteurs complémentaires. Premièrement, elle consiste à renforcer le maillage territorial des stations-service : de 132 en 2012, leur nombre est passé à 173 en 2016. Total Sénégal a massivement investi, pour un montant cumulé de 36,7 milliards de F CFA sur la période 2012-2015, dont 7,7 milliards de F CFA sur 2015. Deuxièmement, ces stations-service ont connu la diversification des services qui y sont proposés (et donc des revenus de Total Sénégal) : une station doit être multi-service désormais, les carburants côtoyant harmonieusement les autres produits de consommation courante (y compris la restauration bien entendu), les services financiers et de communication, ainsi que l'entretien des véhicules. Troisièmement, pour la clientèle des entreprises, la différenciation par la qualité des produits, la fiabilité de leur transport, la tolérance zéro en matière de sécurité et de protection de l'environnement et l'innovation demeurent au cœur des préoccupations du distributeur. Quatrièmement, un programme de maîtrise des charges a été mis en place, tout en renforçant et en rajeunissant les équipes. Cinquièmement, en juin 2015, la marge nette de structure octroyée par le CNH aux distributeurs a été revalorisée de 25%, passant de 34,5 F CFA le litre à 44 F CFA le litre pour les ventes réseau. Les résultats de cette stratégie revisitée sont concluants : les parts de marché réseau et clients industriels de Total Sénégal se sont stabilisées respectivement à 35% et 40%.

TOTAL SÉNÉGAL

WARA estime qu'en termes de gouvernance et de management, le fait que le capital de Total Sénégal soit majoritairement dominé par un groupe globalisé est un facteur positif pour sa notation. Le Groupe Total domine en effet l'actionnariat de Total Sénégal, avec 69,1% du capital. Deux conventions lient Total Sénégal au Groupe, par le truchement de son parent à 23,1%, Total Outre-Mer (TOM). En l'espèce, les deux entités s'appuient sur :

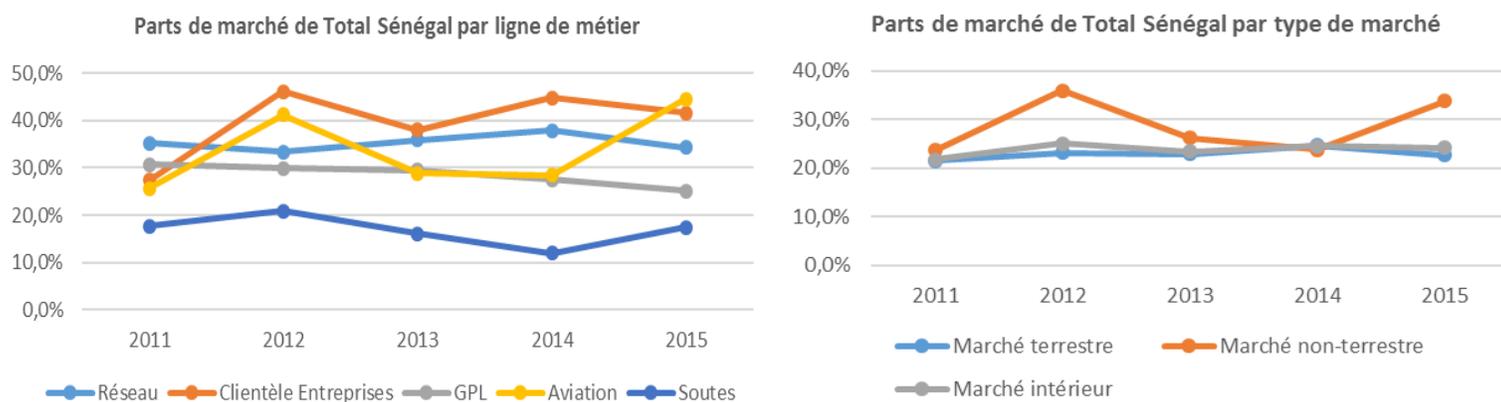
- Un contrat de prestation de services de conseil et d'assistance : Cette convention a été signée le 8 janvier 2015. Elle a pour objet de décrire et préciser les conditions et modalités selon lesquelles Total Sénégal fournit à TOM des prestations de conseil et d'assistance en particulier en matière d'hygiène, sécurité, environnement, qualité (HSEQ) ; de logistique ; de marketing et de commerce ; de ressources humaines ; de gouvernance et de contrôle interne ; ainsi que d'informatique. Ces prestations consistent pour Total Sénégal à formuler des conseils à TOM dans le cadre d'une obligation de moyens. Elle prend effet à compter du 1^{er} septembre 2014 et se termine le 31 décembre 2020. La rémunération des prestations rendues correspond à l'ensemble des coûts réels supportés par Total Sénégal pour la réalisation des prestations augmenté d'une marge calculée sur une partie des coûts conformément à la méthode du prix de revient majoré. Les coûts supportés incluent les composantes suivantes : i) coûts internes : frais de personnel et charges sociales ; ii) coûts externes : coûts des services extérieurs spécifiquement engagés dans le but de rendre les prestations à TOM. Une marge de 5% calculée sur le montant des coûts internes est ajoutée aux coûts. Aucune marge n'est appliquée aux coûts externes. Tous les autres coûts supplémentaires supportés par Total Sénégal dans le cadre de l'exécution du contrat sont facturés en sus sur présentation des documents et justificatifs. Ces coûts seront facturés « *at cost* ». Pour l'exercice 2016, le montant facturé par Total Sénégal à TOM au titre de cette convention s'élève à 1 890 millions F CFA hors taxes.
- Un contrat d'assistance générale : Cette convention a été signée le 18 mai 2010 avec effet rétroactif au 1^{er} janvier 2010. Elle annule et remplace la convention d'assistance générale signée le 1^{er} janvier 2002. Elle fixe les modalités et conditions dans lesquelles les services indirects sont fournis à Total Sénégal par Total Outre-mer. Les services indirects sont définis comme des services rendus par TOM à l'ensemble des entités Afrique Moyen Orient de la branche Raffinage et Marketing, et dont la nature, la diversité et la fréquence ne permettent pas d'individualiser le service rendu. Il est procédé à l'allocation, à Total Sénégal, d'une quote-part de la base de coûts représentative du bénéfice que celle-ci retire des services indirects rendus par TOM. Une marge de 5% calculée sur le montant des coûts internes attribués à Total Sénégal est ajoutée à la quote-part des coûts qui lui sont alloués. La rémunération est faite selon les modalités suivantes : i) une première facture au cours du mois de juin de l'année N, établie sur la base des coûts budgétés de l'exercice N et à hauteur de 50% de ces coûts ; ii) une deuxième facture au cours du mois de novembre de l'année N, établie sur la base des prévisions de clôture de l'exercice en cours déduction faite du montant facturé en juin ; iii) le cas échéant, une troisième facture de régularisations au mois de mars de l'année N+1 sur la base des coûts réels de l'année N. Pour l'exercice 2016, le montant facturé par TOM à Total Sénégal au titre de cette convention s'élève à 1 420 millions de F CFA hors taxes.

TOTAL SÉNÉGAL

Positionnement concurrentiel

La seule « major » installée au Sénégal, Total reste le leader historique de la distribution de carburants dans le pays ; cette position a été mise à mal par une intensité concurrentielle croissante jusqu'à 2012, mais elle s'est stabilisée depuis lors

Hors lubrifiants, export et négoce, un litre de carburant sur quatre au Sénégal est distribué par Total. C'est un facteur très positif de notation. Historiquement, cette part de marché a été plus élevée, mais l'entrée de nombreux concurrents de petite taille a graduellement dilué la part des deux leaders présents dans le pays, à savoir Total et Vivo/Shell. Ce chiffre est identique tant pour le marché terrestre (réseau, entreprises et GPL) que pour le non-terrestre (aviation et soutes), ce qui montre que Total Sénégal est bien présente sur tous les segments pertinents au Sénégal. C'est aussi un facteur positif de notation. Le seul compartiment duquel le distributeur est absent est celui de la SENELEC. Lorsque ce segment est exclu des statistiques de marché, la part de Total Sénégal en volume est davantage proche de 35%.



Total, au Sénégal comme ailleurs, déploie une logique de marque : se différencier par la qualité est pour le Groupe une exigence permanente. C'est la raison pour laquelle, au Sénégal, les stations-service ont fait l'objet, depuis 2012, d'une campagne de réhabilitation, de modernisation et de diversification des prestations disponibles. Pensée comme un lieu de vie davantage que comme une simple « pompe à essence », la station doit pouvoir être attractive envers ses clients automobilistes et lui proposer des prestations diversifiées, utiles autant qu'agréables. Pour la clientèle des entreprises, l'exigence de qualité regroupe tant celle des produits et que celle des services, dans une démarche de personnalisation maximale des prestations industrielles. Ici, la force de la marque et sa notoriété, la sécurité et la régularité des approvisionnements, la puissance logistique, l'intégration des services et leur agilité sont les facteurs clés de succès de Total Sénégal. WARA estime que sur ces deux segments (qui représentent ensemble deux tiers des volumes du distributeur), une telle approche marketing est soutenable sur le long terme, en ce qu'elle contribue à fidéliser la clientèle, tout en diversifiant les sources de revenus et en renforçant la notoriété de la marque.

Facteurs quantitatifs

Rentabilité

La rentabilité de Total Sénégal a subi la volatilité des effets stocks, un redressement fiscal, et le durcissement de la pression concurrentielle en 2016 ; malgré la croissance des volumes, la diversification des sources de revenus et la revalorisation de la marge de structure, sa capacité bénéficiaire a été sous tension en 2016, ce que WARA considère comme un effet conjoncturel

En 2016, la marge brute sur frais variables (MBFV) par tonne de produits vendus s'est considérablement dégradée. Cette dernière est passée de 41 800 F CFA en 2015 à 28 900 F CFA la tonne en 2016. La croissance des volumes distribués (+7%) n'a pas amorti la hausse des charges (+17%) que la cristallisation de la marge de structure (fixée de manière exogène par l'Etat) n'a pas pu non plus compenser. L'inflation des charges est sans doute imputable à un effet concurrence : protéger sa part de marché suppose des charges de commercialisation, d'entretien, de maintenance et de fonctionnement, qui grèvent la rentabilité du distributeur. Si de surcroît des effets stocks défavorables s'ajoutent au phénomène de compression des marges unitaires, alors le risque de rendements nets négatifs devient de plus en plus prégnant. Ce risque n'a pas manqué de se matérialiser en 2016 avec un résultat net négatif de 50 millions de F CFA. Cet effet de stock négatif de 1,7 milliard de F CFA cumulé à un redressement fiscal de l'ordre de 1,8 milliard de FCFA a érodé le chiffre d'affaires de Total Sénégal. Ce redressement fiscal concerne une double imposition liée à la Taxe sur la Valeur Ajoutée (TVA) sur les ventes en vrac sous douane de produits pétroliers. Nonobstant ce redressement, la pression fiscale reste non négligeable avec des créances de l'Etat de plusieurs milliards de FCFA.

En termes de rentabilité, l'année 2016 est une année noire. Les volumes qui ont passé la barre symbolique des 600 000 tonnes depuis 2012, à l'exception de 2013, se sont établis à 668 000 tonnes en 2016, contre 624.000 tonnes en 2015 (676 000 tonnes en 2014), soit une progression de 7%. Malgré des volumes en hausse, le chiffre d'affaires 2016 de Total Sénégal apparaît en baisse de 30%, s'établissant à 294 milliards de F CFA contre 357 milliards de F CFA en 2015. Cette baisse résulte, en partie, de la baisse des parts de marché sur le réseau de stations-service de l'ordre de 2% ainsi que sur le carburant d'aviation et marine avec une perte de volumes de l'ordre de 30%. La stratégie de reconquête des parts de marché sur chacun des segments pertinents pour Total Sénégal est quelque peu perturbée. La MBFV par tonne qui s'était redressée à 40 000 F CFA en moyenne ces 5 dernières années a fortement baissé en 2016 pour s'établir à 28.900 F CFA en 2016, soit une baisse de 39%. La baisse de la MBFV est principalement due à la baisse des marges pour financer le maintien du prix du carburant à la pompe et la stagnation des volumes de vente malgré la revalorisation de la marge distributeur de la structure des prix des carburants et du gaz validé par le Comité National des Hydrocarbures en juin 2015. L'amélioration de la capacité de raffinage de la SAR semble aussi contribuer à la baisse des marges sur l'importation. WARA note aussi que la hausse des charges d'exploitation de Total SN a imposé une attention particulière de la part de l'équipe dirigeante avec la mise en œuvre de mesures fortes telles que la systématisation des appels d'offres auprès des fournisseurs. A fin 2016, les charges du personnel ont augmenté de 1,03 milliard de F CFA, soit une croissance de 17%, pour atteindre 7,08 milliards de F CFA.

Cependant, la diversification des revenus en stations, hors carburant, permet de capter une marge de rentabilité supplémentaire, à volume constant, grâce aux services annexes (restaurants, boutiques, transferts d'argent et téléphonie). Fort de ce coup de pouce en prix, Total Sénégal devrait, à moyen terme, afficher une rentabilité robuste, si les facteurs endogènes (inflation des charges) et exogènes (inadéquation de la tarification publique, évolution des cours mondiaux des produits pétroliers) lui sont favorables.

TOTAL SÉNÉGAL

Liquidité

La liquidité est bonne : dans les métiers de la distribution, les stocks de produits finis connaissent une rotation élevée, mais pour Total l'inflation du BFR est inévitable. Cela dit, les actifs fixes mobilisent peu le bilan, qui reste dominé par les créances commerciales courtes, quoique parfois risquées

Le modèle économique de Total Sénégal alimente le besoin en fonds de roulement. Bien que la rotation des stocks soit très élevée dans le cas d'espèce de Total Sénégal qui, en tant que distributeur, ne transforme pas les produits qu'elle achète, l'inflation du BFR est inévitable. En 2016, les créances sont en général recouvrées à plus d'un mois (48 jours de CA) et les achats de produits pétroliers sont réglés à plus d'un mois (40 jours CA) ce qui est plutôt favorable au BFR. Au cours des 5 dernières années, les délais clients se sont raccourcis et les délais fournisseurs rallongés, mais le différentiel continue d'alimenter le BFR. Il est difficile d'envisager à l'avenir une compression drastique du BFR de Total Sénégal : cette caractéristique demeurera sans doute de nature structurelle.

Par conséquent, la trésorerie est régulièrement sous tension. Total Sénégal porte à son bilan une trésorerie nette de passif de manière quasi-permanente. A fin 2016, celle-ci s'élevait à 25,8 milliards de F CFA (contre 21,7 milliards de F CFA en 2015), soit un peu moins de la moitié de ses créances clients. Quoique les banques de la place financent ce besoin avec un appétit certain, c'est pour WARA un facteur négatif de notation en ce qu'il place le distributeur dans une situation de dépendance vis-à-vis du secteur bancaire domestique, qu'un tarissement de la liquidité interne (en monnaie locale) et/ou externe (en devises) pourrait potentiellement fragiliser. Bien qu'un scénario de ce type soit peu probable, son effet serait profondément réhibitoire pour un distributeur de la taille de Total Sénégal. Le maintien du prix à la pompe du carburant a eu un impact non négligeable sur la trésorerie de Total Sénégal (comme tous les autres distributeurs pétroliers) cette année, car étant contraint de diminuer ses marges pour financer la subvention. En effet, L'Etat sénégalais a refusé de suivre l'augmentation des cours malgré la hausse à l'international.

Toutefois, le bilan n'est que peu immobilisé par les actifs fixes : les créances commerciales dominant. C'est un facteur positif de notation. Distributeur expérimenté, Total Sénégal a pris soin d'alléger son bilan le plus possible, de telle sorte à y porter davantage de créances commerciales que d'actifs immobilisés. Les créances clients, d'une valeur de 47,1 milliards de F CFA à fin 2016, constituent 43% du bilan.

Flexibilité financière

La flexibilité financière de Total Sénégal est adéquate : malgré une capacité d'autofinancement contrainte, la combinaison de fonds propres importants et d'un accès facile au refinancement de court terme suffit à équilibrer un bilan somme toute léger en comparaison des volumes traités

La capacité d'autofinancement (CAF) de Total Sénégal est contrainte. En 2016, la CAF annuelle demeure légèrement en dessous du seuil de 5 milliards de F CFA, qui est le montant moyen annuel des investissements du distributeur pétrolier. Compte tenu des volumes de BFR à financer, la CAF reste structurellement insuffisante. Cet état de fait incite fortement Total Sénégal à maintenir des fonds propres élevés, de l'ordre de 17 milliards de F CFA. Compte tenu de la robustesse de ses fonds propres, un facteur positif de notation, Total Sénégal peut se permettre de déployer une politique de distribution de dividende généreuse, comme l'indique le tableau ci-dessous. D'une manière générale, Total Sénégal distribue l'intégralité de son résultat net. Les exceptions incluent : i) les exercices déficitaires (2012, 2016) ; et ii) les phases d'investissement (comme en 2011, 2014 et 2015).

TOTAL SÉNÉGAL

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Résultat de l'exercice (millions de FCFA)	4 112	5 078	8 784	-4 806	2 141	4 901	3 953
Dividende (millions de FCFA)	4 111	6 516	4 407	0	2 649	3 127	3 321
Taux de distribution de dividendes (%)	100,0%	128,3%	50,2%	0,0%	123,7%	63,8%	84,0%

La dette de long terme est très faible : Total Sénégal a une préférence pour la dette de court terme. Compte tenu du fait que les investissements sont couverts en priorité par ses fonds propres, par le truchement d'une modulation périodique de ses dividendes, Total Sénégal rechigne à actionner l'effet de levier pour doper la rémunération de ses fonds propres. Cette posture conservatrice, qui éloigne le distributeur de l'endettement de long terme, se traduit par des ratios de couverture très favorables : la couverture des charges d'intérêt par l'EBE s'est élevée à 7,5x en 2016, mais la dette financière représentant 101,9% de l'EBE a considérablement augmenté, au terme du même exercice. Total Sénégal fait l'évidence d'une préférence marquée pour la dette de court terme, moins contraignante et moins chère - quoique moyennant une hausse des frais financiers - avec des lignes de financement avoisinant entre 3 et 6,5%. C'est la marque d'une situation financière saine, malgré la relative baisse des marges de structure, les effets stocks défavorables et les charges directes et indirectes qu'un environnement concurrentiel induit forcément.

TOTAL SÉNÉGAL

Carte des Scores

FACTEURS DE NOTATION INTRINSEQUE DES CORPORATES				Pondération	Score	Score pondéré
FACTEURS ENVIRONNEMENTAUX				25%	3.80	0.95
FNI.C1	Environnement macroéconomique	EM	10%	3.40	0.34	
	Maturité		3%	4.00	0.12	
	Volatilité		2%	2.00	0.04	
	Diversité		2%	3.00	0.06	
	Soutenabilité		3%	4.00	0.12	
FNI.C2	Environnement opérationnel	EO	7%	3.57	0.25	
	Gouvernance systémique		3%	3.00	0.09	
	Infrastructure		2%	4.00	0.08	
	Information		2%	4.00	0.08	
FNI.C3	Environnement sectoriel	ES	8%	4.50	0.36	
	Pression concurrentielle		4%	5.00	0.20	
	Degré de maturité		4%	4.00	0.16	
FACTEURS QUALITATIFS				40%	2.43	0.97
FNI.C4	Produits Distribution Marque	PM	15%	2.22	0.33	
	Diversité des produits Gamme		5%	3.67	0.18	
	Distribution et parts de marché		5%	2.00	0.10	
	Reconnaissance de la marque		5%	1.00	0.05	
FNI.C5	Gouvernance et management	GM	15%	2.33	0.35	
	Gouvernance adiosyncrasique		5%	2.00	0.10	
	Qualité de la gestion stratégique		5%	2.00	0.10	
	Qualité de l'exécution opérationnelle		5%	3.00	0.15	
FNI.C6	Positionnement concurrentiel	PC	10%	2.90	0.29	
	Compétitivité prix		3%	4.00	0.12	
	Compétitivité hors-prix		3%	3.00	0.09	
	Développement Technologie Innovation		4%	2.00	0.08	
FACTEURS FINANCIERS				35%	2.47	0.86
FNI.C7	Rentabilité	RE	10%	3.20	0.32	
	Marge de profit		4%	5.00	0.20	
	Rotation des actifs		3%	2.00	0.06	
	Levier financier		3%	2.00	0.06	
FNI.C8	Liquidité	LQ	10%	3.00	0.30	
	Liquidité des actifs		5%	3.00	0.15	
	Refinancement et gestion de la liquidité		5%	3.00	0.15	
FNI.C9	Flexibilité financière	FF	15%	1.63	0.24	
	Couverture des intérêts par les cashflows		8%	2.00	0.16	
	Dette en années de cashflows		7%	1.20	0.08	
SCORE PONDÉRÉ TOTAL					2.79	
AJUSTEMENT					-5%	
SCORE PONDÉRÉ TOTAL AJUSTÉ					2.65	
NOTATION INTRINSÈQUE					A-	

TOTAL SÉNÉGAL

SPTA		NI.C
De:	A:	
1.00	1.24	AAA
1.25	1.49	AA+
1.50	1.74	AA
1.75	1.99	AA-
2.00	2.24	A+
2.25	2.49	A
2.50	2.74	A-
2.75	2.99	BBB+
3.00	3.24	BBB
3.25	3.49	BBB-
3.50	3.74	BB+
3.75	3.99	BB
4.00	4.24	BB-
4.25	4.49	B+
4.50	4.74	B
4.75	4.99	B-
5.00	5.24	CCC+
5.25	5.49	CCC
5.50	5.74	CCC-
5.75	5.99	CC/C

TOTAL SÉNÉGAL

Facteurs de Support Externe

WARA n'inclut aucun facteur de support externe dans la notation de Total Sénégal.

TOTAL SÉNÉGAL

Données financières et ratios

Total Sénégal – Comptes sociaux aux normes comptables OHADA

COMPTE DE RESULTAT (en millions de FCFA)	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016
Chiffre d'affaires (CA)	337,602	366,791	340,509	422,988	357,211	293,541
Production stockée (ou déstockage)	-1,073	-427	-164	-1,489	494	-4,589
Production immobilisée	0	0	0	0	0	0
Autres produits	1,239	2,145	3,381	644	1,707	898
PRODUITS D'EXPLOITATION	337,767	368,509	343,726	422,143	359,412	289,850
Achats de marchandises	-302,175	-333,728	-299,591	-360,795	-295,851	-235,592
Achats de matières premières et fournitures liées	0	0	0	0	0	0
Autres achats	-731	-641	-669	-744	-720	-672
Transports	-5,428	-5,989	-6,440	-7,619	-8,692	-9,331
Services extérieurs	-12,481	-15,692	-23,401	-39,054	-36,240	-26,448
Autres charges	-1,995	-3,410	-1,743	-2,068	-2,174	-1,132
VALEUR AJOUTEE	14,957	9,049	11,883	11,863	15,736	16,673
% CA	4.4%	2.5%	3.5%	2.8%	4.4%	5.7%
Impôts et taxes	-977	-1,136	-2,311	-1,323	-1,654	-3,144
Charges de personnel	-4,801	-5,575	-5,554	-4,259	-6,047	-7,084
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBE)	9,179	2,337	4,017	6,280	8,035	6,446
% CA	2.7%	0.6%	1.2%	1.5%	2.2%	2.2%
Dotations aux amortissements et aux provisions	-3,026	-4,267	-3,243	-3,580	-3,988	-4,860
Reprises de provisions	1,076	1	2,213	497	338	532
Transferts de charges	0	0	0	0	0	0
RESULTAT D'EXPLOITATION	7,229	-1,930	2,988	3,197	4,384	2,118
% CA	2.1%	-0.5%	0.9%	0.8%	1.2%	0.7%
Résultat financier	864	-125	-390	77	-202	-188
Résultat hors activités ordinaires (H.A.O)	2,985	-2,358	4	3,701	2,271	-209
Impôt sur le résultat	-2,294	-393	-450	-2,074	-2,500	-1,770
RESULTAT NET	8,784	-4,806	2,151	4,901	3,953	-48
% CA	2.6%	-1.3%	0.6%	1.2%	1.1%	0.0%

TOTAL SÉNÉGAL

BILAN (en millions de FCFA)	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016
Charges immobilisées	5	1	131	208	622	651
Immobilisations incorporelles	728	540	625	679	741	722
Immobilisations corporelles	15,704	15,319	21,877	26,291	28,623	27,457
Avances et comptes versés sur immobilisations	0	0	0	0	0	0
Immobilisations financières	4,843	8,091	11,390	11,171	11,115	10,560
Actif circulant H.A.O	0	0	0	0	0	0
Stocks	13,924	9,478	25,645	8,789	20,610	18,614
Créances et emplois assimilés	57,961	54,208	58,359	64,149	52,571	47,123
Trésorerie Actif	9,289	558	4,630	8,862	7,846	3,696
Ecart de conversion Actif	0	0	57	60	1	17
TOTAL ACTIF	102,455	88,194	122,713	120,210	122,127	108,840
Capital	3,258	3,258	3,258	3,258	3,258	3,258
Primes et réserves	12,169	16,718	11,912	11,414	13,188	13,819
Résultat net de l'exercice	8,784	-4,806	2,151	4,901	3,953	-48
Provisions réglementées et fonds assimilés	42	42	42	42	42	42
Dettes financières	4,748	6,009	4,577	5,273	6,261	6,570
Dettes circulantes et ressources assimilées H.A.O	0	0	0	0	0	0
Clients, avances reçues	4,543	5,083	5,263	5,325	5,243	5,677
Fournisseurs d'exploitation	22,768	32,973	37,853	34,363	48,902	39,190
Dettes fiscales	10,471	4,589	5,901	9,591	9,997	4,431
Dettes sociales	408	341	334	384	360	521
Autres dettes et risques provisionnés	198	130	350	2,400	1,365	5,905
Trésorerie Passif	34,878	23,756	51,065	43,142	29,546	29,469
Ecart de conversion Passif	189	102	8	118	14	6
TOTAL PASSIF	102,455	88,194	122,713	120,210	122,127	108,840
INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES (en millions de FCFA)	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016
Capacité d'autofinancement (CAF)(+)	7,749	1,819	3,177	4,283	5,332	4,488
Variation de BR(-)	7,482	-12,841	13,885	-13,535	-13,517	-1,349
Investissements (I)(-)	2,306	5,362	12,686	3,353	4,047	2,576
Free Cash Flow (FCF) (1)	-2,039	9,298	-23,395	14,465	14,803	3,261
Dettes financières nette (2)	30,336	29,206	51,012	39,552	27,961	32,343

TOTAL SÉNÉGAL

TAUX DE CROISSANCE DU COMPTE DE RESULTAT (en %)	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016
Chiffre d'affaires (CA)	31.3	8.6	-7.2	24.2	-15.6	-17.8
Production stockée (ou déstockage)	-177.2	-60.2	-61.6	808.1	-133.2	-1,029.4
Production immobilisée	--	--	--	--	--	--
Autres produits	-16.1	73.2	57.6	-80.9	164.9	-47.4
PRODUITS D'EXPLOITATION	29.9	9.1	-6.7	22.8	-14.9	-19.4
Achats de marchandises	31.9	10.4	-10.2	20.4	-18.0	-20.4
Achats de matières premières et fournitures	--	--	--	--	--	--
Autres achats	21.2	-12.3	4.4	11.2	-3.2	-6.7
Transports	19.3	10.3	7.5	18.3	14.1	7.4
Services extérieurs	37.3	25.7	49.1	66.9	-7.2	-27.0
Autres charges	61.5	70.9	-48.9	18.7	5.1	-47.9
VALEUR AJOUTEE	-3.4	-39.5	31.3	-0.2	32.6	6.0
Impôts et taxes	-67.0	16.3	103.4	-42.7	25.0	90.1
Charges de personnel	20.6	16.1	-0.4	-23.3	42.0	17.1
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBE)	7.5	-74.5	71.9	56.3	27.9	-19.8
Dotations aux amortissements et aux provisions	-38.6	41.0	-24.0	10.4	11.4	21.9
Reprises de provisions	-6.7	-100.0	442,543.8	-77.5	-32.0	57.5
Transferts de charges	--	--	--	--	--	--
RESULTAT D'EXPLOITATION	51.8	-126.7	-254.8	7.0	37.2	-51.7
Résultat financier	-51.0	-114.5	211.5	-119.8	-361.0	-7.1
Résultat hors activités ordinaires (H.A.O)	1,840.7	-179.0	-100.2	84,192.5	-38.6	-109.2
Impôt sur le résultat	43.2	-82.9	14.7	360.7	20.5	-29.2
RESULTAT NET	73.0	-154.7	-144.8	127.8	-19.3	-101.2

TAUX DE CROISSANCE DU BILAN (en %)	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016
Charges immobilisées	-61	-86	17,751	59	198	5
Immobilisations incorporelles	-20.5	-25.8	15.8	8.5	9.2	-2.5
Immobilisations corporelles	10.7	-2.5	42.8	20.2	8.9	-4.1
Avances et comptes versés sur immobilisations	--	--	--	--	--	--
Immobilisations financières	26.9	67.1	40.8	-1.9	-0.5	-5.0
Actif circulant H.A.O	--	--	--	--	--	--
Stocks	8.6	-31.9	170.6	-65.7	134.5	-9.7
Créances et emplois assimilés	9.5	-6.5	7.7	9.9	-18.0	-10.4
Trésorerie Actif	26.6	-94.0	729.3	91.4	-11.5	-52.9
Ecart de conversion Actif	--	--	--	4.4	--	2,006.7
TOTAL ACTIF	11.4	-13.9	39.1	-2.0	1.6	-10.9
Capital	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Primes et réserves	-10.6	37.4	-28.7	-4.2	15.5	4.8
Résultat net de l'exercice	73.0	-154.7	-144.8	127.8	-19.3	-101.2
Provisions réglementées et fonds assimilés	-47.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Dettes financières	-19.0	26.6	-23.8	15.2	18.7	4.9
Dettes circulantes et ressources assimilées H.A.O	-100.0	--	--	--	--	--
Clients, avances reçues	49.7	11.9	3.5	1.2	-1.5	8.3
Fournisseurs d'exploitation	-23.2	44.8	14.8	-9.2	42.3	-19.9
Dettes fiscales	55.8	-56.2	28.6	62.5	4.2	-55.7
Dettes sociales	18.7	-16.3	-2.2	15.0	-6.1	44.6
Autres dettes et risques provisionnés	95.4	-34.7	169.7	586.6	-43.1	332.6
Trésorerie Passif	47.7	-31.9	115.0	-15.5	-31.5	-0.3
Ecart de conversion Passif	288.0	-46.1	-92.2	1,394.3	-88.3	-57.7
TOTAL PASSIF	11.4	-13.9	39.1	-2.0	1.6	-10.9

TOTAL SÉNÉGAL

RATIOS	31/12/2011	31/12/2012	31/12/2013	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016
Rentabilité						
Volumes (000 tonnes)	541.3	586.2	631.1	676.0	624.3	668.1
Marge de profit (RN/CA) %	2.6	-1.3	0.6	1.2	1.1	-0.02
Rotation des actifs (CA/TA) %	329.5	415.9	277.5	351.9	292.5	269.7
Levier financier (TA/FP) %	422.5	579.8	706.8	612.9	597.5	637.6
Retour sur fonds propres (RN/FP) %	36.2	-31.6	12.4	25.0	19.3	-0.3
ROA (RN/TA) %	8.6	-5.4	1.8	4.1	3.2	-0.04
Marge brute sur frais variables (MBFV) en milliards de CFA	23.3	25.3	27.3	29.3	26.1	19.3
MBFV par tonne (000 CFA)	43.0	43.2	43.3	43.3	41.8	28.9
Charges d'exploitation/Produits d'exploitation %	97.9	100.5	99.1	99.2	98.8	99.3
Liquidité						
Ratio de liquidité générale (AC/PC) %	187.3	147.7	169.0	140.1	111.1	118.0
Ratio de liquidité de l'actif (AC/TA) %	70.2	72.2	68.5	60.7	59.9	60.4
Rotation des stocks (en nombre de fois/an)	21.7	35.2	11.7	41.0	14.4	12.7
Délais clients (en jours de CA) (3)	51.5	44.3	51.4	45.5	44.2	48.2
Délais fournisseurs (en jours de CA) (3)	20.2	27.0	33.4	24.4	41.1	40.1
Flexibilité financière						
Gearing (Dette financière/FP) %	19.6	39.5	26.4	26.9	30.6	38.5
Couverture des charges d'intérêt (EBE/intérêts financiers)	9.1	1.9	3.9	5.1	6.7	7.5
Dette financière/EBE %	51.7	257.1	113.9	84.0	77.9	101.9

Notes

(1) $CF = CAF - \Delta FR$ Investissements, ce sont les flux opérationnels de l'outillage opérationnel

(2) Dette financière nette = Dette financière - trésorerie passive / trésorerie active

(3) Δ aux de VA utilisé 20%

CAF = Capacité d'autofinancement

RN = Résultat Net

CA = Chiffre d'affaires

TA = Total Actif

FP = Fonds Propres

AC = Actif Circulant

PC = Passif Circulant

Les autres publications de WARA

- Analyse : Filtisac SA – Septembre 2017
- Carte d'identité : Filtisac SA – Septembre 2017
- Analyse : Microcred Sénégal – Septembre 2017
- Carte d'identité : Microcred Sénégal – Septembre 2017
- Analyse : Servair Abidjan – Septembre 2017
- Carte d'identité : Servair Abidjan – Septembre 2017
- Analyse : Coris Bank International – Juillet 2017
- Carte d'identité : Coris Bank International – Juillet 2017
- Analyse : SIFCA – Juin 2017
- Carte d'identité : SIFCA – Juin 2017
- Analyse : SAPH – Juin 2017
- Carte d'identité : SAPH – Juin 2017
- Analyse : Filtisac – Décembre 2016
- Carte d'identité : Filtisac – Décembre 2016
- Analyse : Sitab – Octobre 2016
- Carte d'identité : Sitab – Octobre 2016
- Analyse : Total Sénégal – Août 2016
- Carte d'identité : Total Sénégal – Août 2016
- Analyse : Onatel – Juillet 2016
- Carte d'identité : Onatel – Juillet 2016
- Analyse : Coris Bank – Juillet 2016
- Carte d'identité : Coris Bank – Juillet 2016
- Analyse : CFAO Motors CI – Juin 2016
- Carte d'identité : CFAO Motors CI – Juin 2016
- Analyse : SAPH – Juin 2016
- Carte d'identité : SAPH – Juin 2016
- Analyse : Servair Abidjan – Mai 2016

TOTAL SÉNÉGAL

- Carte d'identité : Servair Abidjan – Mai 2016
- Analyse : Microcred Sénégal – Mars 2016
- Carte d'identité : Microcred Sénégal – Mars 2016
- Analyse : Port Autonome de Dakar – Février 2016
- Carte d'identité : Port Autonome de Dakar – Février 2016
- Analyse : Total Sénégal – Novembre 2015
- Carte d'identité : Total Sénégal- Novembre 2015
- Analyse : Filtisac SA – Octobre 2015
- Carte d'identité : Filtisac SA – Octobre 2015
- Analyse : ONATEL – Août 2015
- Carte d'identité : ONATEL- Août 2015
- Analyse : SIFCA – Juillet 2015
- Carte d'identité : SIFCA – Juillet 2015
- Analyse : CFAO Motors CI – Juillet 2015
- Carte d'identité : CFAO Motors CI – Juillet 2015
- Analyse : SAPH - Juillet 2015
- Carte d'identité : SAPH- Juillet 2015
- Analyse : Servair Abidjan – Juin 2015
- Carte d'identité : Servair Abidjan – Juin 2015
- Analyse : PAD – Décembre 2014
- Carte d'identité : PAD – Décembre 2014
- Analyse : Filtisac SA – Septembre 2014
- Carte d'identité : Filtisac SA – Septembre 2014
- Analyse : CFAO Motors CI – Septembre 2014
- Carte d'identité : CFAO Motors CI – Septembre 2014
- Analyse : Groupe SIFCA – Juin 2014
- Carte d'identité : Groupe SIFCA – Juin 2014
- Analyse : SAPH – Mai 2014

TOTAL SÉNÉGAL

- Carte d'identité : SAPH – Mai 2014
- Analyse : Onatel - Avril 2014
- Carte d'identité : Onatel - Avril 2014
- Analyse : Coris Bank - Février 2014
- Carte d'identité : Coris Bank - Février 2014
- Analyse : Filtisac SA – Novembre 2013
- Carte d'identité : Filtisac SA – Novembre 2013
- Analyse : CFAO Motors CI – Septembre 2013
- Carte d'identité : CFAO Motors CI – Septembre 2013
- Analyse : PAD – Juillet 2013
- Carte d'identité : PAD – Juillet 2013
- Analyse : Groupe SIFCA – Mai 2013
- Carte d'identité : Groupe SIFCA – Mai 2013
- Analyse : SAPH – Mars 2013
- Carte d'identité : SAPH – Mars 2013

*Ces publications sont accessibles sur le site Internet de West Africa Rating Agency :
www.emergingmarketsratings.com*

TOTAL SÉNÉGAL

© 2017 Emerging Markets Rating (EMR) & West Africa Rating Agency (WARA). Tous droits réservés. WARA est une Agence de Notation de l'UEMOA agréée par le CREPMF.

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

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

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

Auteurs :**Ndeye THIAW, Analyste principal****Oumar Ndiaye, Analyste support**