



WARA

CORPORATES

www.wara-ratings.com

Senelec

A-/Stable/w-3

ANALYSE

Décembre 2019

Oumar NDIAYE

oumar.ndiaye@rating-africa.org

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

Hamza HAJI

hamza.haji@rating-africa.org

+221 33 824 60 14 | + 221 77 791 02 39

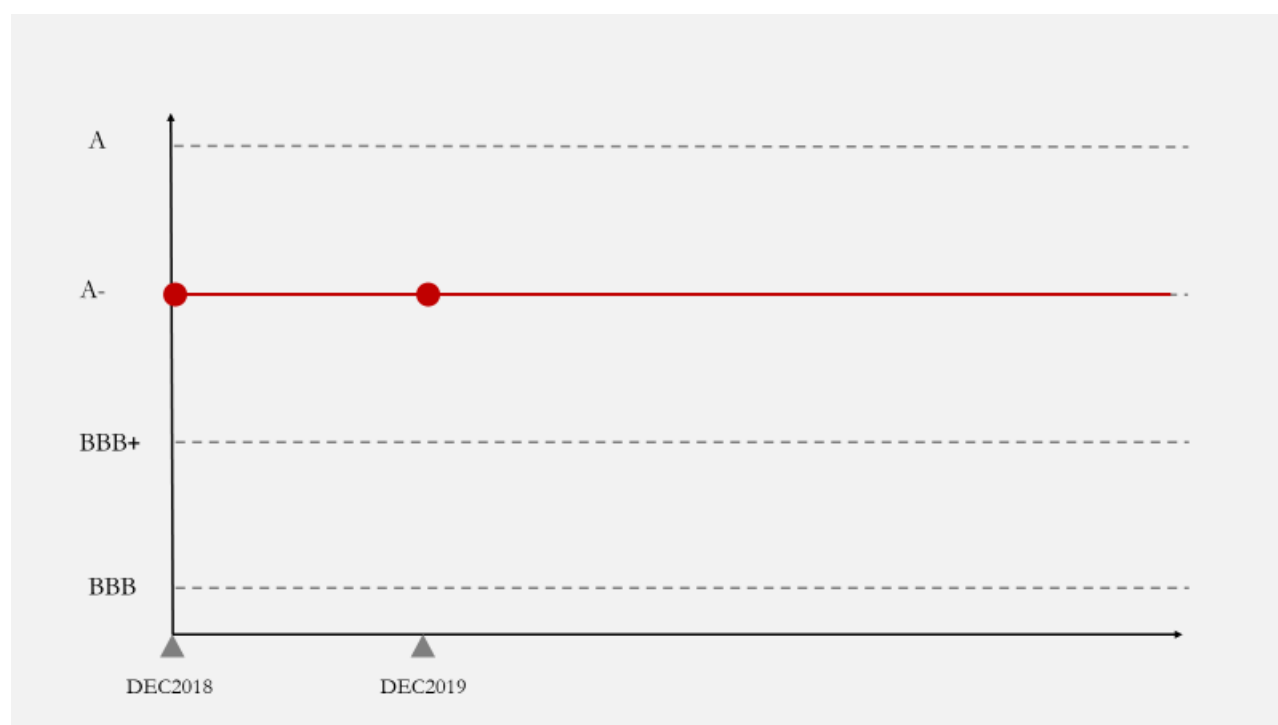
TABLE DES MATIÈRES

NOTATION	3
ÉVOLUTION DE LA NOTE DE LONG TERME	3
RÉSUMÉ	3
Points forts	4
Points faibles.....	5
CARTE DES SCORES	6
PERSPECTIVE	8
FACTEURS DE SUPPORT EXTERNE	9
ANALYSE DES FACTEURS DE NOTATION INTRINSEQUE	10
Facteurs environnementaux	10
Environnement macroéconomique.....	10
Environnement opérationnel.....	12
Environnement sectoriel	13
Facteurs qualitatifs	15
Produits – Distribution – Marque.....	15
Gouvernance et management.....	17
Positionnement concurrentiel.....	19
Facteurs financiers	20
Rentabilité	21
Liquidité.....	22
Flexibilité financière	23
DONNEES FINANCIERES ET RATIOS	25

NOTATION

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

ÉVOLUTION DE LA NOTE DE LONG TERME



RÉSUMÉ

- La notation de long terme de Senelec se situe au même niveau que la notation souveraine de la République du Sénégal, soit 'A-' en devise régionale

WARA a assigné à Senelec la notation de long terme de 'A-' en devise régionale en décembre 2019. Cette notation se situe au même niveau que la note souveraine du Sénégal, et un cran en-dessous du plafond national sénégalais, lequel s'établit –selon WARA– à 'A'. La notation de court terme de Senelec sur l'échelle régionale de WARA est 'w-3'. La perspective attachée à cette notation est **stable**.

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

La notation intrinsèque de Senelec, indépendamment de tout facteur de support externe, est de '**BBB-**' selon WARA, ce qui équivaut à un score pondéré total de **3,27/6,00** (contre 3,38 en décembre 2018, **soit une amélioration de 0,11 point**), sans qu'aucun ajustement supplémentaire à la carte des scores n'ait été apporté.

La notation de contrepartie à long terme en devise locale de Senelec (**A-**) bénéficie de **trois crans de support externe**. Senelec est considérée, d'un point de vue méthodologique, comme une entreprise publique (EP). Eu égard au statut de monopole de fait de Senelec et du caractère vital de sa mission, le degré d'importance stratégique de Senelec en tant qu'EP est « élevée ». Par conséquent, WARA peut ajouter jusqu'à 6 crans de support externe souverain, dans la limite de la note souveraine de la République du Sénégal, à savoir ns.A-. Compte tenu de cette limite, WARA rajoute par conséquent 3 crans de support externe souverain, portant la note de contrepartie à A-, à partir de la note intrinsèque de BBB- (voir les détails en page 9).

La notation intrinsèque de Senelec (**BBB-**) s'appuie essentiellement sur les facteurs suivants :

Points forts

- **Senelec se prévaut d'une position de monopole de fait dans son secteur.** L'entreprise est aujourd'hui l'unique distributeur d'électricité pour 1,5 millions de clients. L'ouverture à la concurrence du segment de la distribution d'électricité à partir de 2020 ne devrait pas entamer sa position dominante de sitôt, en raison des barrières à l'entrée qu'elle a su ériger.
- **L'équipe de direction est compétente ; elle a pris la pleine mesure des défis que l'entreprise devra relever.** En effet, la réorganisation managériale qui a été initiée depuis 2016 a marqué un tournant en termes de gouvernance et de stratégie. L'arrivée du nouveau Directeur Général, M. Papa Mademba BITEYE confirme cette bonne dynamique.
- **La vision stratégique est claire, et la qualité de son exécution très bonne.** Le plan YEESAL pour la période 2016-2020 est organisé autour de cinq axes stratégiques avec des objectifs concrets, quantifiables et surtout abordables. En outre, les Plans d'Actions Prioritaires ainsi que le Plan de Transformation 2018 se sont traduits par une orientation client et un management par les processus.
- **La rentabilité d'exploitation et les ratios d'endettement de l'entreprise sont en constante amélioration.** Après avoir été longtemps sous perfusion de l'Etat pour renflouer ses déficits, Senelec a renoué avec la rentabilité à partir de 2014 et semble avoir franchi un cap depuis 2016, affichant une marge nette en moyenne de 8% du CA ces trois dernières années. De même, suite à la réévaluation comptable des immobilisations corporelles, le ratio d'endettement est passé sous la barre des 100% en 2018 et ce malgré un recours à l'endettement sur la même période.
- **Senelec exerce une mission de service public en fournissant l'électricité nécessaire au bon développement du pays.** En effet, l'accès à l'énergie est la première contrainte de développement pour les entreprises et d'émancipation pour les particuliers. C'est ainsi que l'entreprise publique, grâce à des investissements importants et une réorientation de sa stratégie est passée d'une année 2011 marquée par « les émeutes de l'électricité » à un taux de satisfaction de sa clientèle de 80% en 2018.

Points faibles

- **Malgré la hausse importante de son niveau de rentabilité, Senelec n'a que partiellement rempli sa mission.** En effet, Senelec est encore à la recherche d'une meilleure efficacité opérationnelle par la réduction des coûts variables de production via un mix énergétique plus diversifié, une meilleure disponibilité du parc de production, la réduction des pertes lors du transport et de la distribution, et la lutte contre le vol. Cela devrait contribuer à renforcer sa rentabilité à terme, par le double effet du volume et de l'optimisation de sa marge sur coûts variables. La bonne exécution du plan YEESAL sera déterminante pour confirmer le tournant positif pris depuis 2015.
- **De même, la flexibilité financière de Senelec, bien qu'en nette amélioration, reste en deçà des performances de ses pairs notés dans la même catégorie sur la période allant de 2015 à 2018.** Le ratio de *gearing* (en moyenne à 120% sur la période analysée) et le ratio Dette/EBE (de 600% en moyenne sur la même période) sont au-dessus des ratios enregistrés par les pairs dans la sous-région.
- **Enfin, les investissements requis dans le cadre de la bonne exécution du plan stratégique ainsi que l'inflation du BFR relative à la hausse du niveau d'activité nécessiteront la mobilisation de ressources externes importantes.** Cela ne va pas sans un coût élevé, pesant i) d'une part la rentabilité financière de Senelec ; et ii) d'autre part sur le niveau d'endettement de l'entreprise. Il appartient donc à Senelec de s'assurer que ces ressources externes seront effectivement affectées à des projets créateurs de valeur, afin de demeurer dans le cercle vertueux que peut procurer l'effet de levier. Cela dit, la CRSE est garante de la soutenabilité des investissements ; et en outre, Senelec a accès un gisement important de financement concessionnel.

W A R A

CARTE DES SCORES

FACTEURS DE NOTATION DES CORPORATI		Pondération	Score	Score pondéré	
FACTEURS ENVIRONNEMENTAUX		25%	3,16	0,79	
FNI.C1	Environnement macroéconomique	EM	10%	3,40	0,34
	<i>Maturité</i>		3%	4,00	0,12
	<i>Volatilité</i>		2%	2,00	0,04
	<i>Diversité</i>		2%	3,00	0,06
	<i>Soutenabilité</i>		3%	4,00	0,12
FNI.C2	Environnement opérationnel	EO	7%	3,57	0,25
	<i>Gouvernance systémique</i>		3%	3,00	0,09
	<i>Infrastructure</i>		2%	4,00	0,08
	<i>Information</i>		2%	4,00	0,08
FNI.C3	Environnement sectoriel	ES	8%	2,50	0,20
	<i>Pression concurrentielle</i>		4%	1,00	0,04
	<i>Degré de maturité</i>		4%	4,00	0,16
FACTEURS QUALITATIFS		40%	2,65	1,06	
FNI.C4	Produits - Distribution - Marque	PM	15%	2,67	0,40
	<i>Diversité des produits - Gamme</i>		5%	3,00	0,15
	<i>Distribution et parts de marché</i>		5%	2,00	0,10
	<i>Reconnaissance de la marque</i>		5%	3,00	0,15
FNI.C5	Gouvernance et management	GM	15%	2,67	0,40
	<i>Gouvernance idiosyncrasique</i>		5%	2,00	0,10
	<i>Qualité de la gestion stratégique</i>		5%	3,00	0,15
	<i>Qualité de l'exécution opérationnelle</i>		5%	3,00	0,15
FNI.C6	Positionnement concurrentiel	PC	10%	2,60	0,26
	<i>Compétitivité prix</i>		3%	3,00	0,09
	<i>Compétitivité hors-prix</i>		3%	3,00	0,09
	<i>Développement - Technologie - Innovation</i>		4%	2,00	0,08
FACTEURS FINANCIERS		35%	4,06	1,42	
FNI.C7	Rentabilité	RE	10%	3,30	0,33
	<i>Marge de profit</i>		4%	3,00	0,12
	<i>Rotation des actifs</i>		3%	4,00	0,12
	<i>Levier financier</i>		3%	3,00	0,09
FNI.C8	Liquidité	LQ	10%	5,00	0,50
	<i>Liquidité des actifs</i>		5%	5,00	0,25
	<i>Refinancement et gestion de la liquidité</i>		5%	5,00	0,25
FNI.C9	Flexibilité financière	FF	15%	3,93	0,59
	<i>Couverture des intérêts par les cashflows</i>		8%	3,00	0,24
	<i>Dette en années de cashflows</i>		7%	5,00	0,35
SCORE PONDÉRÉ TOTAL				3,27	
AJUSTEMENT				0%	
SCORE PONDÉRÉ TOTAL AJUSTÉ				3,27	
NOTATION INTRINSÈQUE				BBB-	

SPTA		N.I.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



PERSPECTIVE

La perspective attachée à la notation de Senelec reste **stable**. WARA justifie cette perspective stable par le fait que Senelec demeurera un acteur majeur et incontournable dans la production, le transport, la distribution et la vente d'énergie au Sénégal. Avec plusieurs décennies d'expérience et forte d'une vision claire apportée par sa nouvelle direction, Senelec dispose de tous les atouts pour conforter sa position dans un secteur-clé de l'économie, et atteindre son objectif ultime qui est l'accès universel et bon marché à l'électricité avant 2025.

Une amélioration de la notation de Senelec est tributaire : i) d'une amélioration de la notation souveraine du Sénégal, ce qui paraît peu probable à court terme compte tenu de son rehaussement très récent dans la catégorie de notation « ns.A- » ; ii) d'une amélioration significative du contexte macroéconomique et/ou sectoriel sénégalais, ce qui paraît assez peu probable à moyen terme, mais possible à long terme ; iii) de l'extension de son maillage territorial mesurable par l'évolution du taux d'électrification ; iv) du succès de l'exécution de son plan stratégique à horizon 2020; v) du renforcement de sa rentabilité, subséquent à une amélioration de son efficacité opérationnelle et de la hausse du rendement de sa distribution; et vi) de sa capacité à relever le défi de l'ouverture à la concurrence pour les activités de transport et de distribution d'électricité.

Une détérioration de la notation de Senelec serait la conséquence : i) du reflux de l'Etat du Sénégal quant à sa politique de soutien au secteur de l'électricité, ce qui paraît très peu probable à moyen terme, eu égard au calibre des projets en cours de réalisation; ii) d'une détérioration des résultats de Senelec en raison d'une détérioration de sa performance opérationnelle et/ou financière ; iii) de la perte de parts de marché en production sur son marché national ; ou iv) de la perte de parts de marché dans les segments du transport et de la distribution d'électricité, ce qui est peu probable à court et moyen termes en raison des barrières à l'entrée que sont la taille des infrastructures et les montants d'investissements en jeu .

A titre de référence, WARA estime que la probabilité d'occurrence des scénarios favorables est égale à celle des scénarios défavorables à moyen terme, ce qui signifie en d'autres termes que la notation actuelle de Senelec contient autant de possibilités de rehaussement que de risques d'abaissement, modulo la notation souveraine du Sénégal de ns.A- et le plafond national au Sénégal, que WARA maintient à A.

FACTEURS DE SUPPORT EXTERNE

La notation de contrepartie de Senelec bénéficie de **3 crans de support externe**. Senelec est considérée, d'un point de vue méthodologique, comme une entreprise publique (EP). Eu égard au statut de monopole de fait de Senelec et du caractère vital de sa mission, le degré d'importance stratégique de Senelec en tant qu'EP est « **élevée** ». Par conséquent, WARA peut ajouter jusqu'à 6 crans de support externe souverain, dans la limite de la note souveraine de la République du Sénégal, à savoir ns.A-.

Degré d'importance stratégique de l'EP	Définitions	Support parental maximum	Plafond pour la NC si N.I.C<NS*	Plafond pour la NC si N.I.C>NS
Elevé	L'EP est une composante essentielle de la politique économique de l'Etat. Sa mission de service public a une importance élevée. L'EP représente une part significative du budget de l'Etat.	+ 6 crans	NS*	PN**
Moyen	L'EP est une composante importante, mais pas essentielle, de la politique économique de l'Etat. Sa mission de service public a une importance moyenne. L'EP représente une part matérielle, mais pas significative, du budget de l'Etat.	+ 4 crans	NS	PN
Faible	L'EP est une composante mineure de la politique économique de l'Etat. Sa mission de service public a une importance faible. L'EP représente une part insignifiante du budget de l'Etat.	+ 2 crans	NS	PN

*NS : Notation Souveraine ; **PN : Plafond National ; NC : note de contrepartie

WARA en déduit la fonction de support souverain suivante, incluant 3 crans de rehaussement :

Notation Intrinsèque	NI	BBB-
Support parental		
Identité du parent	--	Rép. du Sénégal
NI du parent	NI _p	ns.A-
Importance Stratégique	I-Strat	Elevée
Facteur de Support Externe - Parental	FSE.P	+3
Notation Intrinsèque Ajustée	NIA	A-
Support systémique		
Importance Systémique nationale	I-Syst nat	--
Propension au Support	PS	--
Facteur de Support Externe - Systémique national	FSE.Sn	--
Importance Systémique régionale	I-Syst reg	--
Facteur de Support Externe - Systémique régional	FSE.Sr	--
Notation de Contrepartie	NC	A-
Pour référence: Plafond National		A

ANALYSE DES FACTEURS DE NOTATION INTRINSEQUE

Facteurs environnementaux

Environnement macroéconomique

- L'environnement macroéconomique est marqué par une tendance de croissance qui repose principalement sur le secteur primaire, une population relativement pauvre, et un déficit de compétitivité
- Il s'agit d'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 nominale l'agriculture et la pêche ne représentent que 18% 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 2018 mais reste le 11ème 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 secteur privé (dans une certaine mesure, compensés 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 2,6% du PIB en 2018 grâce aux investissements dans le secteur minier et celui des infrastructures.

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, rédhibitoire 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 2% jusqu'en 2020 ; ii) une croissance réelle supérieure à 6%, au moins jusqu'en 2020 ; et iii) des taux d'investissement (publics et privés, domestiques et étrangers) supérieurs à 30% jusqu'en 2019, dynamisés notamment par les flux étrangers en provenance de Chine et d'Europe.

Malgré sa volatilité, la croissance réelle au Sénégal est meilleure que prévue (6,8% en 2017), essentiellement grâce à des réformes structurelles notamment dans le domaine agricole et énergétique. La croissance économique a progressé en moyenne annuelle de 6,5% entre 2014 et 2018 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 2018 avec un taux de croissance du PIB au-dessus de 7% pour la deuxième année consécutive. De surcroît, 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 3,5% en 2018 avec un objectif de se situer à moins de 3% jusqu'à la fin de la décennie. Le niveau de la dette reste élevé à 65% 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% en 2018 pour la population de 15 ans et plus.

Environnement opérationnel

- L'environnement opérationnel sénégalais est caractérisé par une stabilité démocratique avérée et la mise en œuvre du Plan Sénégal Emergent (PSE).
- Le PSE commence à porter ses fruits, en contribuant à une croissance supérieure à 7% pour la deuxième année consécutive.
- La découverte de gisements de pétrole et de gaz au large du Sénégal ouvre des opportunités, mais présente des défis.

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. Le Président Macky Sall a été réélu en 2019 pour son second mandat. 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. Depuis 2016, l'offre d'électricité avait été augmenté de 280 MW, dont 14% d'origine solaire produite par le pays. La production continue de s'accroître depuis 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, 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 ; Depuis 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, 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 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 secteur de l'électricité, crucial pour le développement de l'économie du pays, est convenablement régulé...
- ... de façon à ce que l'Etat puisse encadrer et soutenir l'activité de Senelec dans sa mission de service public

L'Etat du Sénégal assure les fonctions de régulation à travers le Ministère du Pétrole et des Energies, qui assure la tutelle administrative et technique du secteur de l'électricité par l'intermédiaire de la Direction de l'Energie et de la Commission de Régulation du Secteur de l'Electricité (CRSE). Pour la gestion opérationnelle du secteur, Senelec dispose d'une concession de production, de transport et de distribution d'électricité sur un périmètre géographique couvrant la zone électrifiée avec quelques localités liées à ses obligations d'électrification. Le secteur de la production est ouvert aux producteurs indépendants pour son développement futur. Cependant, Senelec dispose du statut d'acheteur unique en vertu de l'article 19 de la loi n° 98-29 du 14 avril 1998 pour une durée de 10 ans à compter du 31 mars 1999. Cette période d'exclusivité est prorogée de 10 ans à compter du 31 mars 2009. La loi 2002-01 a transféré à l'Etat du Sénégal la propriété des installations de

production, de transport, de distribution, les postes et lignes électriques de Senelec ainsi que les droits immobiliers attachés à ses immobilisations.

La Commission de Régulation du Secteur de l'Electricité est une autorité indépendante créée par la loi n°98-29 du 14 avril 1998 relative au secteur de l'électricité.

C'est un facteur positif de notation. Elle est chargée de la régulation des activités de production, de transport, de distribution et de vente d'énergie électrique. Elle est composée de trois membres dont son Président, nommés par décret, pour un mandat de cinq ans renouvelable une fois. Ils sont choisis en raison de leur qualification dans les domaines juridique, technique, économique et leur expertise dans le secteur de l'électricité. La Commission ne délibère valablement que si deux de ses membres au moins sont présents. Les délibérations sont sanctionnées par des décisions, avis et recommandations. La Commission veille au maintien de l'équilibre économique et financier du secteur, au respect des normes applicables aux opérateurs et à la préservation des droits des consommateurs, en matière de prix, de fourniture et de qualité de service. Elle dispose d'attributions décisionnelles et consultatives. Ses décisions ont le caractère d'acte administratif et sont susceptibles de recours juridictionnel. Au titre de ses attributions décisionnelles, la Commission exerce les responsabilités suivantes :

- Instruire les demandes de licence de production ou de concession de transport et de distribution d'énergie électrique ;
- Veiller au respect des termes des licences et des concessions ;
- Apporter toute modification d'ordre général aux licences, aux concessions ou à leur cahier des charges ;
- Assurer le respect des normes techniques applicables aux entreprises du secteur ;
- Assurer le respect des règles de la concurrence dans le secteur de l'électricité ; et
- Déterminer la structure et la composition des tarifs appliqués par les entreprises titulaires de licences ou de concessions conformément aux dispositions de la loi.

Dans l'exercice de ses missions, la Commission peut procéder à des expertises, mener des études, recueillir toute information sur le secteur de l'électricité. Elle peut également prononcer des sanctions. Les sanctions vont de la suppression totale ou partielle du droit de produire, de transporter ou de vendre, au retrait de la licence ou de la concession, en passant par l'application de pénalités pécuniaires. Au titre de ses attributions consultatives, la Commission est saisie par le Ministre chargé de l'Energie sur tous les projets de textes législatifs et réglementaires concernant le secteur de l'électricité. La Commission peut être consultée pour avis sur toute autre question intéressant le secteur ou de nature à avoir un impact sur la politique sectorielle. Elle peut proposer au Ministre chargé de l'Energie tout projet d'arrêté concernant :

- Les droits et obligations des entreprises titulaires d'une licence ou d'une concession ;
- L'accès des tiers aux réseaux de transport ou de distribution ;
- Les relations des entreprises du secteur avec la clientèle ;
- Les formalités, les délais et les actes requis lors des procédures administratives pour lesquelles le Ministre chargé de l'Energie est compétent en vertu de la loi (*source: CRSE*).

Facteurs qualitatifs

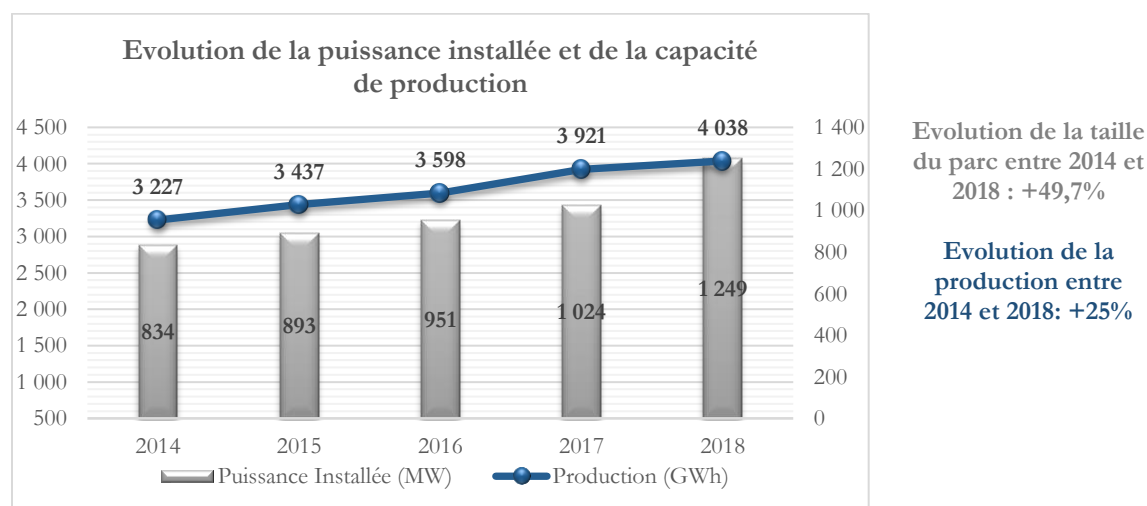
Produits – Distribution – Marque

- WARA estime qu'à ce stade, l'orientation client adoptée par Senelec depuis 2015 et la qualité de son exécution opérationnelle se sont révélées positives.
- En effet, l'entreprise couvre de mieux en mieux la demande croissante en électricité du pays et affiche un taux de satisfaction de la clientèle de 80%, bien loin de l'image des émeutes de l'électricité de 2011.
- C'est donc un facteur positif de notation.

Senelec produit, transporte, distribue et vend de l'électricité au consommateur final. Elle fournit à ce jour de l'électricité à 1,5 millions de foyers (clientèle B2C) et 11.000 clients grands comptes (Etat, EPAD, Industriels – clientèle B2B). La croissance annuelle de la demande est de 10% par an. L'année 2015 représente un tournant sur les plans organisationnel, stratégique et opérationnels : la qualité de la gestion s'est très fortement améliorée suite au passage de l'équipe emmené par M. Makhtar Cissé de 2015 à 2018. 2019 marque un nouveau tournant avec l'arrivée d'une nouvelle équipe de direction sous l'égide de M. Papa Mademba BITEYE.

D'un point de vue opérationnel, cela s'est traduit dès 2015 par nouvelle « orientation client » et par la priorisation des trois axes suivants : i) la mise aux normes de l'outil industriel, ii) l'amélioration de la qualité de son réseau et iii) le développement de produits et services innovants qui répondent effectivement aux besoins des consommateurs.

D'abord, il a fallu investir pour mettre à niveau un outil industriel défaillant voire obsolète. En raison d'un retard pris sur les investissements, la capacité de production ne satisfaisait plus les besoins croissants de la population ni des entreprises. Senelec a donc poursuivi l'augmentation de sa capacité de production (en propre et IPP confondus), la faisant ainsi passer de 834 MW à fin 2014 à 1 249 MW en 2018 soit une hausse de +49,7%. La production totale d'énergie a donc augmenté de 811 GWh ou + 25%, passant de 3 227 GWh en 2014 à 4 038 GWh en 2018.



En parallèle, l'entreprise a travaillé à l'amélioration de la qualité de son réseau de distribution. Il est possible d'évaluer la qualité du réseau au travers d'indicateurs tels que le nombre moyen d'heures de coupure ou l'Energie Non Distribuée (END). Au regard de ces indicateurs, le réseau de distribution de Senelec est en amélioration constante. En effet, sur la période 2014-2018, le nombre moyen d'heures de coupure est passé de 122h en 2014 à 48 en 2018, soit une baisse de 61%. En outre, l'énergie non distribuée (END) est en baisse sur la même période avec une END de 22 GWh en 2018 contre 45 GWh en 2014, soit une diminution de 51%. Cette tendance est encore plus marquée si l'on compare l'END actuelle à celle de 2011, où elle s'élevait à 267 GWh soit une baisse de 92%. Spectaculaires, ces tendances sont toutes des facteurs positifs de notation.

	2014	2015	2016	2017	2018	Gain
Nombre d'heures de coupures moyen	122	85	77	72	48	74
Energie Non Distribuée (GWh)	44,91	37,26	30,23	30,60	22,00	22,91
<i>En pourcentage de la production</i>	1,4%	1,1%	0,8%	0,8%	0,5%	-0,8%

Enfin, Senelec a su se doter de produits et services innovants pour répondre aux besoins d'une clientèle diversifiée. A titre d'exemple, Senelec a lancé en 2015 le compteur à prépaiement qui a séduit 36% de sa clientèle B2C soit 507 000 foyers en seulement trois ans. L'objectif sur ce segment est d'atteindre 65% des clients particuliers d'ici à 2020. De plus, depuis août 2017, Senelec est la première société d'électricité en Afrique de l'Ouest à obtenir la certification ISO 9001 version 2015 par AFNOR CERTIFICATION pour ses activités consistant à produire, transporter, distribuer et vendre de l'électricité aux clients des grands comptes, assurer l'exploitation du système électrique et gérer les contrats d'achats d'Energie. En effet, les critères de validation reposent sur une forte orientation client, la motivation et l'engagement de la Direction, l'approche « processus » (en non pas simplement « produit ») et l'amélioration continue. Cela vient conforter le management quant à l'amélioration de la qualité de ses activités de transport, de distribution, de vente d'énergie et de conseil aux Grands Comptes. En effet, dès 2015, Senelec a entrepris un effort important (tarifs compétitifs, mise en place du guichet unique) pour sécuriser l'approvisionnement de ses clients industriels, vitaux pour le Sénégal. En plus de représenter 49% du chiffre d'affaires, le bon fonctionnement des entreprises industrielles, des entreprises de services ou même des institutions publiques ont un impact direct sur l'économie sénégalaise, d'où cette priorisation.

Ainsi, depuis 2015, Senelec parvient à couvrir de mieux en mieux la demande croissante en électricité du pays. Le taux d'électrification nationale est en hausse de 8% de 2015 à 2018, illustrant une croissance de la production supérieure à celle de la demande.

	2015	2016	2017	2018
Taux d'électrification nationale	62%	64%	68%	70%
<i>Dont Zone Urbaines</i>	89%	91%	92%	94%
<i>Dont Zone Rurales</i>	31%	33%	40%	42%

Par conséquent, l'entreprise est passée d'une année 2011 marquée par les « émeutes de l'électricité » à un taux de satisfaction de la clientèle de 80% en 2018 ; et ce grâce à sa volonté de constamment améliorer la qualité de son service et de répondre aux besoins de sa clientèle très diverse. C'est aussi un facteur positif de notation.

Cela dit le tarif pour la basse, la moyenne et la haute tension reste l'une des plus élevée de la sous-région. Cela se confirme avec la hausse des tarifs de vente au détail exclusive d'énergie électrique (hors taxes) applicable à partir du 1^{er} décembre 2019. Cette nouvelle grille prévoit une hausse de 6% sur la moyenne et la haute tension, et une hausse de 10% sur la basse tension. Initialement, il est prévu dans le plan YEESAL 2020 que Senelec devra s'atteler à offrir un service de l'électricité en quantité en qualité à un coût optimal au profit de sa clientèle. Cependant, avec la croissance des investissements qui devront permettre à Senelec d'atteindre son objectif d'électrification universelle à l'horizon 2025, cette hausse des tarifs devrait compenser les difficultés de recouvrement sur les créances de l'Etat. Cette hausse des tarifs permet ainsi de garantir une électricité de qualité aux consommateurs sénégalais.

Gouvernance et management

- La gouvernance de l'entreprise est saine, et son équipe de direction de haut niveau.
- De plus, la stratégie définie par la direction est claire et exécutable.
- C'est un facteur positif de notation.

Le premier tournant en termes de gouvernance et management a été la nomination de Monsieur Mouhamadou Makhtar CISSE qui a dirigé la Senelec de 2015 à 2018 ; L'entreprise avait déjà entamé sa modernisation depuis les émeutes de l'électricité en 2011. Cependant, cette nomination ainsi que la refonte des directions qui avait suivi avait permis à Senelec de se doter des moyens humains, financiers et technologiques à la hauteur des défis qui se présentaient à elle.

Senelec était auparavant une entreprise pilotée presque exclusivement par des ingénieurs qui se focalisaient essentiellement sur l'aspect technique du métier d'électricien. La planification stratégique ainsi que la planification opérationnelle faisaient largement défaut dans une entreprise où le « produit », et non les processus, était au centre des préoccupations : il n'existait donc pas de projet d'entreprise clair, ni d'outil de pilotage adéquat pour mener à bien la mission de service publique concédée par l'Etat.

Ainsi au cours de la période allant de 2015 à 2018, l'équipe de direction a entamé les réformes nécessaires pour donner un nouvel élan à l'entreprise, en repensant son organisation et la répartition des responsabilités entre les nouvelles directions. Le premier exemple est la suppression du poste de Directeur Général Adjoint remplacé par celui de Secrétaire Général pour mettre fin aux conflits de pouvoir liés à une direction bicéphale et aussi distinguer les aspects techniques et opérationnels (à la charge du Secrétaire Général) des aspects stratégiques (qui restent la responsabilité du Directeur Général). Ensuite, il a fallu décentraliser le pouvoir de décision avec un focus par métier (Production, Transport, Distribution, Commercial) permettant aux nouveaux directeurs de prendre pleinement en

charge la responsabilité des métiers et/ou des pôles de compétences. Enfin, des conseillers spéciaux en Exploitation, Infrastructures et Revenus ont été nommés pour apporter une vision transversale de l'entreprise complémentaire au pilotage par métier. C'est un facteur positif de notation.

Concernant la planification stratégique et opérationnelle, au vu de l'état des infrastructures et de la qualité de service à améliorer, la direction a dû travailler simultanément sur deux fronts : régler les urgences de court terme tout en élaborant une stratégie à moyen/long termes. L'objectif ultime fixé était ambitieux : garantir un accès universel et de qualité à l'énergie en 2025 soit en l'espace de 10 ans.

La résolution des urgences de court terme s'est traduite par la mise en place de deux Plans d'Action Prioritaires pour un total de 700 milliards ainsi qu'un Plan de transformation à horizon 2018. En ce qui concerne les Plans d'Action Prioritaires, une attention particulière a été portée sur Dakar, qui concentre 80% de la clientèle, et sur la sécurisation de l'approvisionnement des grands comptes. En effet, en plus de représenter 49% du chiffre d'affaires, leur activité d'entreprises industrielles et de services conditionnent dans une large mesure le développement du pays. Le Plan de transformation 2018 s'est attelé à la mise aux normes de l'entreprise aux standards internationaux, une amélioration de la gestion des ressources humaines, le recrutement de managers et de nouveaux talents autres qu'ingénieurs, la mise en place de manuels de procédures, la formalisation des processus, l'introduction de SAP comme outil de pilotage pour améliorer la gestion de la clientèle, des équipements et des stocks. En outre, la nouvelle direction a introduit un style de management orienté projet, une communication ciblée en interne et externe et une culture de la gestion holistique des risques à la hauteur de la taille de l'entreprise. C'est, là aussi, un facteur positif de notation.

En parallèle, un véritable plan stratégique a été mis en place, le Plan YEESAL 2016-2020 articulé autour de 5 axes directeurs : i) développement/optimisation de l'offre et maîtrise de la demande, ii) développement et mise aux normes de l'infrastructure de transport et distribution, iii) accroissement du CA et satisfaction de la clientèle par un service de qualité à moindre coût, iv) restauration de la rentabilité financière, et v) diversification des activités et innovations.

En particulier, ce plan stratégique présente l'avantage d'établir des objectifs clairs et parfaitement mesurables, ce qui rend les orientations stratégiques lisibles et contribue positivement à la notation en définitive :

Sur le plan opérationnel, il s'agit i) d'augmenter les capacités de production de 1000 MW de 2017 à 2020 ; ii) de diversifier le mix énergétique avec le charbon, le gaz et l'hydroélectrique ; iii) de développer les énergies renouvelable (objectif 20% de la capacité installée en 2020) ; iv) d'assurer une réserve de 10% par rapport à la pointe annuelle projetée dès 2017 ; v) de renforcer le réseau par le renouvellement et l'augmentation des capacités de transit et de transformation ; vi) de réaliser l'interconnexion du Réseau Non Interconnecté dès 2019 ; vii) de sécuriser le réseau électrique.

Sur le plan commercial, la direction prévoit : i) de multiplier le chiffre d'affaires par 1,5 en 2020 par rapport à 2015 (soit 522 Mds FCFA) ; ii) de faire passer 65% des clients généraux au prépaiement à la fin 2020 ; iii) d'améliorer le taux de recouvrement (ratio créances clients) ; iv)

de réduire les pertes non-techniques de 45% de 2016 à 2020 ; et v) de raccorder 301 975 ménages urbains et 84 392 ménages ruraux entre 2016 et 2020.

Enfin, sur le plan financier, Senelec devra être en mesure : i) d'assurer un taux de marge nette d'au moins 4% en 2020 ; ii) d'atteindre une rentabilité brute des immobilisations supérieures à 10% d'ici 2020 ; iii) d'assurer une couverture du service de dette supérieure ou égale à 115% d'ici 2020 ; iv) de maintenir la capacité d'endettement de Senelec avec un ratio Dettes/Capitaux propres $\leq 100\%$ entre 2016 et 2020 ; et v) de diversifier ses sources de revenus.

Enfin WARA note qu'un nouveau directeur Général, Monsieur Pape Mademba BITEYE, ancien Secrétaire Permanent à l'Energie a pris les commandes de l'entreprise depuis le 24 avril 2019. Il appartiendra donc à M. Pape Mademba BITEYE et à sa nouvelle équipe de poursuivre la bonne exécution du plan YEESAL mais aussi de relever les défis à moyen terme (horizon 2025) suivants : (i) atteindre l'objectif d'électrification universelle ; (ii) anticiper l'arrivée du gaz et (iii) préparer l'entreprise à l'ouverture à la concurrence. Ces objectifs s'intègrent parfaitement à l'orientation stratégique d'amélioration de l'accès à l'énergie, telle que déclinée dans la phase 2 du Plan Sénégal Emergent 2019 -2023.

Positionnement concurrentiel

- Senelec est le fournisseur (et l'acheteur) unique d'électricité au Sénégal et se prévaut donc d'une position de monopole de fait dans son secteur.
- C'est un facteur positif de notation.

A ce jour, Senelec est le seul fournisseur d'électricité au Sénégal. La loi 98/29 datant de 1998 lui a conféré le statut d'acheteur unique d'énergie auprès des producteurs indépendants pour ensuite la revendre au consommateur final. En revanche, à partir de mars 2019, une directive de la CEDEAO a ouvert à la concurrence le métier de transport d'électricité avec en particulier le libre accès au transport régional et l'accès aux clients dits « éligibles » ce qui représente un risque potentiel pour Senelec sur le segment B2B. Cependant, il faut tempérer ce risque en rappelant que l'entreprise, de par ses investissements dans son outil de production ainsi que son réseau de transport a érigé des barrières à l'entrée importantes. En réalité, le monopole de jure devrait disparaître, mais celui de facto devrait perdurer longtemps.

Senelec affiche un paradoxe relatif à son monopole : en effet, malgré le fait qu'elle soit le seul acteur sur le marché, l'entreprise subit ses prix. C'est le contrecoup lié à l'environnement dans lequel elle opère, qui est régulé et contrôlé par l'Etat à travers les ministères de l'Energie et celui des Finances. Autrement dit, elle subit tant le prix de son principal intrant qu'est le Heavy Fuel Oil (fixé par le Conseil Nationale des Hydrocarbures) que le prix de vente à sa clientèle (fixé par la Commission de Régulation du Secteur de l'Electricité).

Toutefois, en raison de la méthodologie de fixation des prix et du mécanisme de compensation, Senelec peut assurer sa mission de service public tout en créant de la valeur. En effet, le mécanisme de fixation des prix se base sur le plan d'investissement à 3 ans de Senelec. Ainsi, son chiffre d'affaires est fixé en n-3. La compensation se fait ensuite en fonction de l'évolution des prix des intrants (prix du baril de pétrole lui-même corrélé aux

fluctuations du dollar américain) et celle de l'inflation. Ce mécanisme est donc incitatif à l'investissement. En outre, Senelec peut se concentrer sur la maîtrise des rendements et des coûts de production pour créer de la valeur. A titre d'exemple, le chiffre d'affaires a évolué de 81,59 milliards grâce à l'accroissement du Revenu Maximum Autorisé qui est passé de 81,91 milliards en 2017 à 148,65 milliards de FCFA en 2018 pour permettre à Senelec de couvrir ses charges d'investissement.

Le mécanisme de compensation

Tous les trimestres, la commission calcule le différentiel de revenus entre le CA préalablement alloué et le revenu effectivement dû à Senelec. Si ce différentiel est défavorable à Senelec, alors l'Etat verse une compensation à l'entreprise. Si ce différentiel est favorable à Senelec, alors une baisse des prix à la vente s'opère : Senelec ne veut pas et ne peut pas faire de marge sur la consommation électrique des ménages, car la société est investie d'une mission de service public. Dans un contexte de mise en concurrence transfrontalière et de démantèlement de monopole opéré au sein de la zone UEMOA, le système de compensation étatique actuel devrait être amené à ce que le prix payé par le consommateur soit un prix de marché et non le prix fixé par l'Etat. En réalité, cette tendance converge parfaitement avec le plan stratégique à long terme de Senelec qui vise à réduire ses coûts de production d'électricité en diminuant la part de pétrole dans ses intrants, notamment grâce à l'augmentation de la part des énergies renouvelables mais surtout avec la découverte de réserves de gaz au large des côtes sénégalaises.

Facteurs financiers

En 2018, Senelec a procédé à une réévaluation comptable de ses immobilisations corporelles afin de garantir l'image fidèle de l'entreprise d'un point de vue comptable et patrimonial.

Les impacts mécaniques de cette réévaluation sont les suivants :

- Hausse de la valeur des immobilisations corporelles à l'actif
- Hausse du niveau des fonds propres au passif

Dans le cadre de l'analyse par les ratios de WARA, les impacts liés à ce retraitement sont les suivants :

- Une baisse du ratio de d'endettement (dettes financières / fonds propres);
- Une baisse du ratio de rotation des actifs (CA/ total actif);
- Une baisse du ratio de rentabilité des actifs (résultat net / total actif);
- Une baisse du ratio de liquidité de l'actif (actifs liquide / total actif).

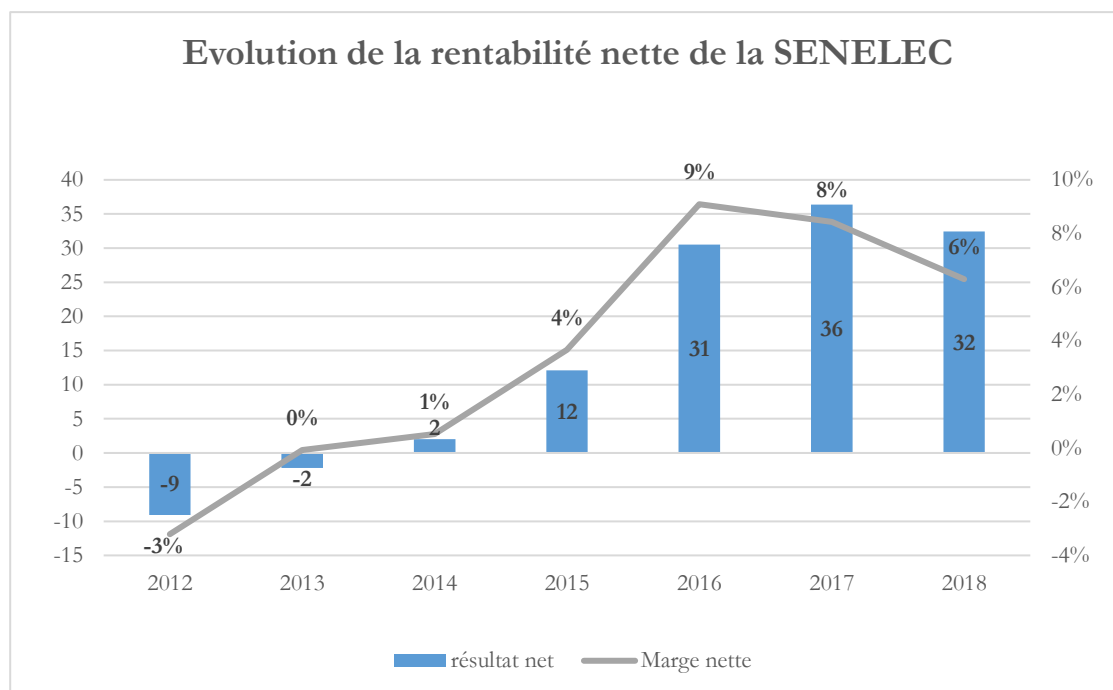
Par conséquent, lors notre analyse des ratios en question, WARA précisera l'effet de ce retraitement qui un impact mécanique qui peut dans certains cas être favorable (ratio d'endettement) ou défavorable (rotation des actifs et rentabilité des actifs par exemple).

Cela dit, d'un point de vue global, cette réévaluation est considérée comme ayant un impact positif pour l'entreprise car:

- 1) elle reflète le patrimoine fidèle de l'entreprise;
- 2) elle permet à Senelec d'augmenter mécaniquement sa capacité d'endettement afin de financer des investissements et opérations à venir.

Rentabilité

- En première lecture, la rentabilité de Senelec a été en hausse constante au cours des six dernières années.
- Pourtant, WARA note des marges de progression importantes pour améliorer la performance opérationnelle et financière de l'entreprise comme l'illustre le ratio de rotation des actifs très faible pour une entreprise de ce secteur.
- C'est donc un facteur neutre de notation.



La rentabilité de Senelec est en nette progression depuis 6 ans. Le graphique ci-dessus affiche l'évolution du résultat net et de la marge nette de Senelec. Les exercices 2012 et 2013 se sont soldés par des pertes de respectivement -9 et -0,2 milliards de FCFA et ce malgré des subventions étatiques de l'ordre de 100 milliards de FCFA perçues dans chacun de ces exercices. Le premier point d'inflexion a eu lieu en 2014, lorsque Senelec a enregistré son premier exercice excédentaire en 3 ans (+2 milliards de FCFA). Enfin, l'entreprise semble avoir atteint son rythme de croisière à partir de 2016 avec des profits dépassant la barre des 30 milliards depuis 3 ans maintenant et une marge nette moyenne de 8% sur la même période.

Cependant, la faiblesse du ratio de rotation des actifs impacte négativement la rentabilité globale. Pour comprendre l'écart entre une marge nette élevée et une rentabilité des actifs plus faible, nous utilisons le ratio Dupont de Nemours qui décompose la rentabilité des actifs comme suit :

$$\text{Rentabilité des Actifs} = \frac{\text{Résultat Net}}{\text{Total Actif}} = \frac{\text{Marge Nette}}{\text{CA}} \times \frac{\text{Rotation des Actifs}}{\text{Total Actif}}$$

Cette décomposition nous amène à nous pencher sur le ratio de rotation des actifs :

	2015	2016	2017	2018	Moy. 5 ans
Rotation des actifs (CA/TA) en %	42,9	41,6	47,6	37,2	42,3

Sur la période de 5 ans, la rotation des actifs s'établit à seulement 42,3% ; autrement dit l'outil de production de Senelec génère un CA représentant moins de 50% de la valeur de ses actifs, ce qui est très bas comparé à ses pairs de l'industrie et illustre un rendement plutôt faible. Ce ratio tombe à 37,2% en 2018. Cela dit cette dégradation est imputable au retraitement comptable des immobilisations corporelles, revues à la hausse suite à la réévaluation des actifs par l'entreprise.

En conclusion, bien que la rentabilité nette soit en amélioration constante, la marge de progrès est encore importante pour l'entreprise publique, qui dispose de plusieurs leviers pour améliorer sa rentabilité globale : réduction des coûts variables de production via un mix énergétique plus diversifié, meilleure disponibilité du parc de production, réduction des pertes lors du transport et de la distribution, diminution de l'END relative aux incidents. D'ailleurs WARA note que dans son plan stratégique YEESAL, Senelec vise une rentabilité brute des immobilisations (RN/immobilisations corporelles) supérieure à 10% d'ici 2020, tandis qu'elle s'établit à 4% à fin 2018. Cependant WARA note que ce ratio prend en compte la réévaluation des immobilisations corporelles de 2018.

Liquidité

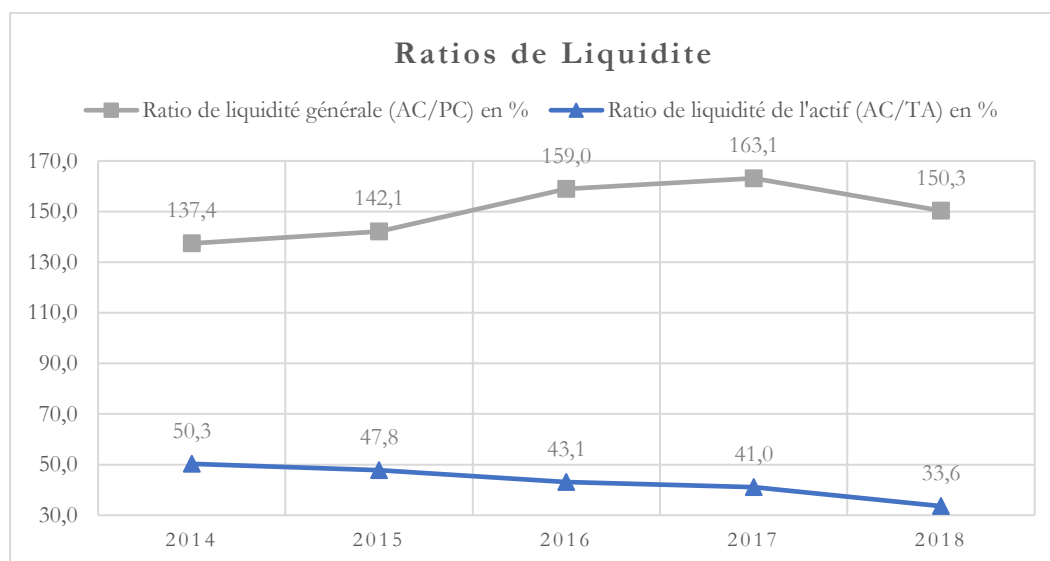
- La hausse de l'activité de Senelec a pour conséquence une croissance de son BFR...
- ... qui impacte négativement sa liquidité.
- C'est un facteur négatif de notation.

En effet, sur les 5 dernières années, le délai client moyen calculé (et non pas réel) s'établit à 281 jours tandis que le délai fournisseur s'élève à 96 jours en moyenne. Cela représente un besoin de financement équivalent à 185 jours de CA soit 263 milliards de FCFA en 2018.

	2014	2015	2016	2017	2018	Moyenne 5 ans
Délais clients (en jours de CA)	272,0	325,0	299,9	249,3	259,8	281
Délais fournisseurs (en jours de CA)	137,1	136,0	43,0	84,7	80,8	96

De même, le ratio de liquidité générale (actif circulant/passif circulant) s'établit en moyenne à 150% sur les 5 dernières années. Cela signifie que les créances et stocks représentent 1,5 x le passif circulant. L'entreprise doit avoir recours aux crédits court terme et autres facilités bancaires pour financer cet écart.

Enfin, l'évolution à la baisse du ratio de liquidité de l'actif (actif circulant/total actif) vient confirmer cette tendance : alors que les actifs liquides représentaient 50% de l'actif total en 2014, ils ne pèsent plus que pour 33% en 2018.



WARA tient cependant à noter que depuis 2015, la priorité a été la mise aux normes de l'outil industriel ainsi que l'amélioration de la qualité de service, ce qui engendre un coût explicable et atténue l'impact négatif sur la notation. L'amélioration des performances financières fait partie du plan stratégique à horizon 2020. Il appartient donc à la direction, lorsque les conditions seront réunies de travailler sur l'optimisation de son BFR et la gestion des liquidités. La mise en place du prépaiement qui a séduit 36% de la clientèle B2C et qui doit encore gagner en adhérents (65% d'ici à 2020) illustre le fait que des solutions d'optimisation du BFR existent bel et bien, tant sur le plan financier qu'en termes opérationnels.

Flexibilité financière

- La flexibilité financière de Senelec est en nette amélioration...
- ...mais reste en deçà de celle de ses pairs notés en zone UMEOA, à ce niveau de notation.
- C'est un facteur négatif de notation.

	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Gearing (Dette financière/FP) en %	452,4	121,7	131,5	126,3	127,7	93,8
Dette financière/EBE en %	942,2	965,1	592,9	535,7	654,6	598,4

D'abord, le ratio de gearing (Dettes/Fonds Propres) s'est nettement amélioré, passant de 452% en 2013 à 122% en 2014. Senelec a procédé à une augmentation de capital pour 118 milliards de FCFA après la conversion de sa dette croisée vis-à-vis de l'Etat (96 milliards) et l'entrée au capital de la Caisse des Dépôts et Consignations (22 milliards).

De plus ce ratio est passé sous la barre des 100% en 2018 suite à la réévaluation des immobilisations corporelles de l'entreprise. Cette réévaluation s'est traduite par une hausse mécanique des fonds propres (+223 milliards) qui compense largement la hausse du niveau d'endettement (+127 milliards).

Ensuite, grâce à l'amélioration de la rentabilité du cycle d'exploitation depuis 2015, le ratio Dette Financière sur l'Excédent Brut d'Exploitation (EBE) passe de 965% en 2014 à 598% en 2018. Autrement dit, là où il fallait dix années d'exploitation pour solder la dette il n'en faut plus que six aujourd'hui quand bien même la dette financière a augmenté sur la même période.

Cependant, selon les critères de notation de l'agence et en comparaison avec ses pairs notés par WARA en UMEOA, les ratios analysés restent élevés. En effet, si l'on se réfère à la méthodologie de notation des entreprises industrielles et commerciales, le ratio de couverture des charges d'intérêt correspond à un score de 3 alors que le ratio de couverture de la dette financière par l'EBE équivaut à un score de 5. Par conséquent, le niveau de flexibilité financière actuel, bien qu'en amélioration, reste un facteur négatif de notation.

Scoring WARA - Flexibilité financière (scores de 1 à 6 - 1 étant le meilleur score)	1 excellent - très élevé	2 très bon - élevé	3 bon - adéquat	4 insuffisant- vulnérable	5 médiocre - faible	6 défaillant- très faible
Couverture des intérêts par les cashflows (EBE/intérêts financiers)	>10x	[7x;10x[[5x;7x[[2.5x;5x[[1.5x;2.5x[<1.5x
Dette en années cashflows (Dette financière/EBE)	<1x	[1x;2x[[2x;3x[[3x;4.5x[[4.5x;6.5x[>6.5x

WARA

DONNEES FINANCIERES ET RATIOS

Les comptes consolidés de Senelec sont établis selon les normes SYSCOA.

BILAN (en millions de FCFA)	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018
Immobilisations incorporelles	42	399	359	2 091	2 623
Immobilisations corporelles	312 650	345 010	381 306	457 691	749 733
Avances et acomptes versés sur immobilisations	1 043	749	2 803	7 793	51 656
Immobilisations financières	29 763	31 339	33 139	39 519	53 004
Actif circulant H.A.O	0	0	0	0	0
Stocks	16 144	9 580	12 751	13 379	18 567
Créances et emplois assimilés	354 873	358 617	335 477	358 294	444 055
Trésorerie - Actif	22 985	21 037	28 654	18 149	49 083
Ecart de conversion - Actif	0	4 318	13 041	8 556	8 475
TOTAL ACTIF	737 500	771 049	807 530	905 472	1 377 196
Capital	238 294	238 294	175 236	175 236	175 236
Actionnaires capital non appelé	0	0	0	0	0
Primes et réserves	-77 199	-75 164	0	30 507	36 883
Résultat net de l'exercice	2 036	12 107	30 506	36 376	32 434
Subventions d'investissement	95 285	100 519	105 574	108 069	106 201
Provisions réglementées et fonds assimilés	0	0	0	0	220 888
Dettes financières	198 462	230 354	259 923	309 106	436 379
Dettes circulantes et ressources assimilées H.A.O	11 984	7 782	7 521	26 577	30 334
Clients, avances reçues	718	681	727	767	428
Fournisseurs d'exploitation	178 953	150 115	48 046	121 665	138 152
Dettes fiscales	32 838	40 731	33 131	32 875	60 064
Dettes sociales	7 491	7 366	6 143	9 212	13 973
Autres dettes	38 014	52 400	123 479	36 725	64 861
Trésorerie - Passif	10 624	5 864	17 244	10 389	56 449
Ecart de conversion - Passif	0	0	0	7 968	4 914
TOTAL PASSIF	737 500	771 049	807 530	905 472	1 377 196

INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES (en millions de FC)	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018
Capacité d'autofinancement (CAF)	14 575	30 655	48 521	36 064	48 638
Variation de BFR	-18 385	-8 219	33 099	2 217	15 593
Investissements (I)	30 290	54 803	58 938	110 351	109 719
Free Cash Flow (FCF) (1)	2 670	-15 929	-43 516	-76 504	-76 674
Dette financière nette (2)	186 101	215 181	248 513	301 346	443 745

COMPTE DE RESULTAT (en millions de FCFA)	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018
Chiffre d'affaires (CA)	391 471	331 054	335 547	431 097	512 687
Subvention d'exploitation	0	19 300	0	0	39
Autres produits	13 243	11 624	43 339	24 110	23 175
PRODUITS D'EXPLOITATION	404 714	361 978	378 886	455 207	535 901
Achats de matières premières et fournitures liées	-303 801	-240 226	-201 106	-277 922	-324 896
Autres achats	-6 030	-5 556	-6 349	-10 931	-15 358
Transports	-1 315	-1 260	-1 592	-1 568	-2 172
Services extérieurs	-21 026	-20 099	-27 099	-33 112	-38 423
Autres charges	-16 713	-19 878	-37 181	-19 999	-13 115
VALEUR AJOUTEE	55 829	74 959	105 559	111 675	141 937
% CA	14,3%	22,6%	31,5%	25,9%	27,7%
Impôts et taxes	-6 216	-5 161	-23 326	-7 187	-13 668
Charges de personnel	-29 049	-30 944	-33 712	-57 271	-55 344
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBE)	20 564	38 854	48 521	47 217	72 925
% CA	5,3%	11,7%	14,5%	11,0%	14,2%
Dotations aux amortissements et aux provisions	-22 484	-24 507	-21 923	-24 573	-42 681
Reprises de provisions	3 618	1 658	3 423	18 571	7 745
Transferts de charges	87	98	2 729	279	62
RESULTAT D'EXPLOITATION	1 785	16 103	32 750	41 494	38 051
% CA	0,5%	4,9%	9,8%	9,6%	7,4%
Résultat financier	-6 394	-9 203	-10 452	-6 771	-12 350
Résultat hors activités ordinaires (H.A.O)	6 650	5 227	8 213	5 666	18 126
Impôt sur le résultat	-5	-20	-5	-4 013	-11 393
RESULTAT NET	2 036	12 107	30 506	36 376	32 434
% CA	0,5%	3,7%	9,1%	8,4%	6,3%

TAUX DE CROISSANCE - COMPTE DE RESULTA'	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018
Chiffre d'affaires (CA)	34,2	-15,4	1,4	28,5	18,9
Subvention d'exploitation	-100,0	N/A	-100,0	N/A	--
Autres produits	16,2	-12,2	272,8	-44,4	-3,9
PRODUITS D'EXPLOITATION	3,3	-10,6	4,7	20,1	17,7
Achats de matières premières et fournitures liées	14,6	-20,9	-16,3	38,2	16,9
Autres achats	4,9	-7,9	14,3	72,2	40,5
Transports	22,7	-4,2	26,3	-1,5	38,5
Services extérieurs	-58,3	-4,4	34,8	22,2	16,0
Autres charges	41,4	18,9	87,0	-46,2	-34,4
VALEUR AJOUTEE	-3,2	34,3	40,8	5,8	27,1
Impôts et taxes	23,7	-17,0	352,0	-69,2	90,2
Charges de personnel	-1,1	6,5	8,9	69,9	-3,4
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBE)	-11,7	88,9	24,9	-2,7	54,4
Dotations aux amortissements et aux provisions	-5,1	9,0	-10,5	12,1	73,7
Reprises de provisions	2,6	-54,2	106,5	442,5	-58,3
Transferts de charges	2,0	12,6	2 684,7	-89,8	-77,8
RESULTAT D'EXPLOITATION	-44,3	802,1	103,4	26,7	-8,3
Résultat financier	-10,6	43,9	13,6	-35,2	82,4
Résultat hors activités ordinaires (H.A.O)	78,3	-21,4	-57,1	31,0	-219,9
Impôt sur le résultat	0,0	300,0	-75,0	80 160,0	183,9
RESULTAT NET	-1 019,0	494,6	-152,0	19,2	10,8

TAUX DE CROISSANCE - BILAN (en %)	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018
Immobilisations incorporelles	2,8	850,0	-10,0	482,5	25,4
Immobilisations corporelles	2,8	10,4	10,5	20,0	63,8
Avances et acomptes versés sur immobilisations	-8,3	-28,2	274,2	178,0	562,9
Immobilisations financières	5,6	5,3	5,7	19,3	34,1
Actif circulant H.A.O	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Stocks	-31,5	-40,7	33,1	4,9	38,8
Créances et emplois assimilés	3,9	0,0	-6,5	6,8	23,9
Trésorerie - Actif	13,7	-8,5	36,2	-36,7	170,4
Écart de conversion - Actif	N/A	N/A	202,0	-34,4	-0,9
TOTAL ACTIF	2,6	4,5	4,7	12,1	52,1
Capital	89,6	0,0	-26,5	0,0	0,0
Primes et réserves	0,3	-2,6	-100,0	N/A	20,9
Résultat net de l'exercice	-1 019,0	494,6	152,0	19,2	-10,8
Provisions réglementées et fonds assimilés	N/A	N/A	N/A	N/A	220 888,0
Dettes financières	-9,5	16,1	12,8	18,9	41,2
Dettes circulantes et ressources assimilées H.A.O	1,0	0,0	2,0	3,0	4,0
Clients, avances reçues	21,9	-5,2	6,8	5,5	-44,2
Fournisseurs d'exploitation	13,8	-16,1	-68,0	153,2	13,6
Dettes fiscales	8,6	24,0	-18,7	-0,8	82,7
Dettes sociales	-3,3	-1,7	-16,6	50,0	51,7
Autres dettes	-77,7	37,8	135,6	-70,3	76,6
Trésorerie - Passif	68,9	-44,8	194,1	-39,8	443,4
TOTAL PASSIF	2,6	4,5	4,7	12,1	52,1

RATIOS	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018
Rentabilité					
Marge de profit (RN/CA) en %	0,5	3,7	9,1	8,4	6,3
Rotation des actifs (CA/TA) en %	53,1	42,9	41,6	47,6	37,2
Levier financier (TA/FP) en %	452,1	440,0	392,5	374,0	295,9
Retour sur fonds propres (RN/FP) en %	1,2	6,9	14,8	15,0	7,0
ROA (RN/TA) en %	0,3	1,6	3,8	4,0	2,4
Marge brute sur matières en %	22,4	27,4	40,0	35,5	36,6
Charges d'exploitation/Produits d'exploitation en %	99,6	95,6	91,5	91,2	93,0
Liquidité					
Ratio de liquidité générale (AC/PC) en %	137,4	142,1	159,0	163,1	150,3
Ratio de liquidité de l'actif (AC/TA) en %	50,3	47,8	43,1	41,0	33,6
Couverture des stocks (en jours d'achats)	19,1	14,4	22,8	17,3	20,6
Rotation des stocks (en nombre de fois / an)	18,8	25,1	15,8	20,8	17,5
Délais clients (en jours de CA) (3)	272,0	325,0	299,9	249,3	259,8
Délais fournisseurs (en jours de CA) (3)	137,1	136,0	43,0	84,7	80,8
Flexibilité financière					
Gearing (Dettes financières/FP) en %	121,7	131,5	126,3	127,7	93,8
Couverture des charges d'intérêt (EBE/intérêts financiers)	3,1	4,5	5,4	5,7	5,1
Dettes financières/EBE	9,7	5,9	5,4	6,5	6,0

Notes

(1) FCF = CAF +/- Variation de BFR - Investissements, ce sont les flux opérationnel libres de tout engagement opérationnel

(2) Dette financière nette = Dette financière + trésorerie passif - trésorerie actif

(3) Taux de TVA utilisé 20%

CAF = Capacité d'auto-financement

RN = Résultat Net

CA = Chiffre d'affaires

TA = Total Actif

FP = Fonds Propres

AC = Actif Circulant

PC = Passif Circulant



© 2019 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.