



WARA

CORPORATES

www.wara-ratings.com

TOTAL Senegal

A-/Stable/w-3

ANALYSE

Décembre 2019

Oumar NDIAYE

hamza.haji@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 77 392 78 27

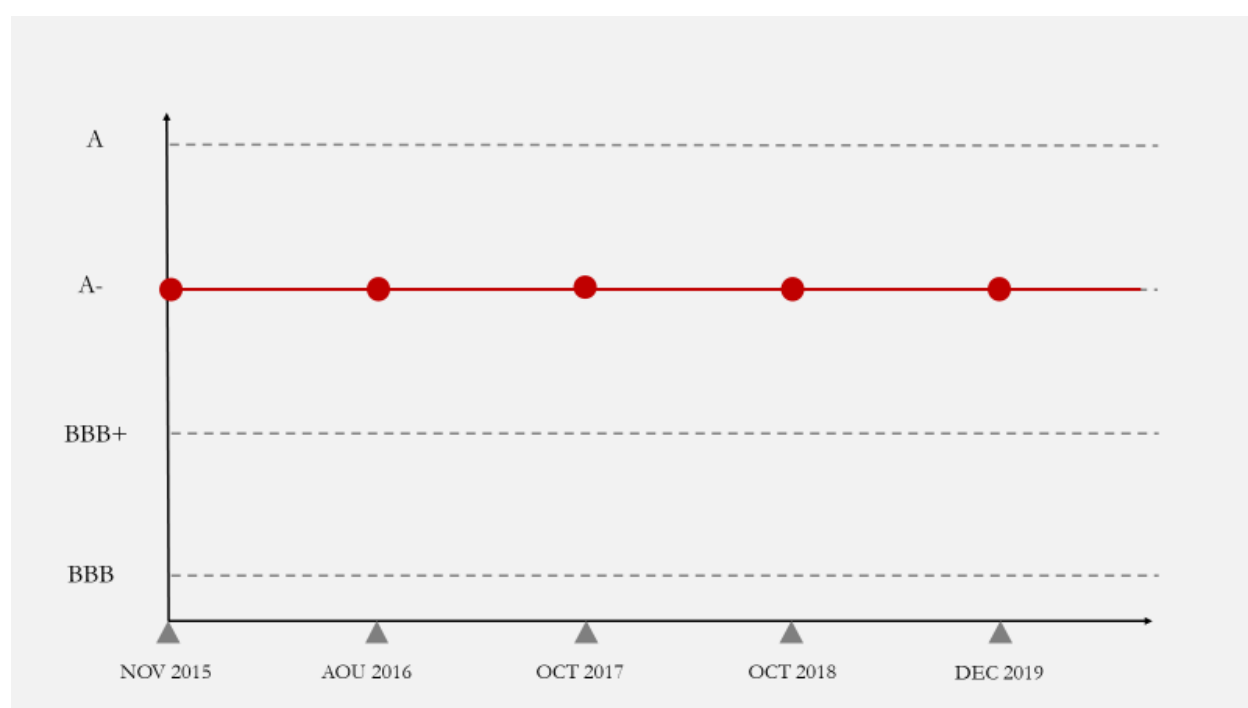
TABLE DES MATIÈRES

NOTATION	3
ÉVOLUTION DE LA NOTE DE LONG TERME	3
RÉSUMÉ	3
Points forts	4
Points faibles	5
CARTE DES SCORES	6
PERSPECTIVE	7
ANALYSE DES FACTEURS DE NOTATION INTRINSEQUE	9
Facteurs environnementaux	9
Environnement macroéconomique	9
Environnement opérationnel	11
Environnement sectoriel	12
Facteurs qualitatifs	14
Produits – Distribution – Marque	14
Gouvernance et management	16
Positionnement concurrentiel	18
Facteurs financiers	19
Rentabilité	19
Liquidité	20
Flexibilité financière	20
DONNEES FINANCIERES ET RATIOS	22

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

- WARA note TOTAL Sénégal depuis novembre 2015. Cette notation a été affirmée en décembre 2019 à A-/Stable/w-3 sur l'échelle régionale de WARA.

WARA a affirmé la notation de long terme en devise régionale de TOTAL Sénégal à 'A-'. Cette notation se situe un cran en-dessous du plafond national sénégalais, lequel s'établit –selon WARA– à 'A'. La notation de court terme de TOTAL Sénégal est 'w-3'. La perspective attachée à cette notation est à **Stable**. A titre de référence, les notations en devises internationales que WARA assigne à TOTAL Sénégal sont : iB+/Stable/iw-5.

La notation intrinsèque TOTAL Sénégal, indépendamment de tout facteur de support externe, est de 'A-' selon WARA, ce qui équivaut à un score pondéré total de **2,57/6.00 contre 2.60/6.00** en octobre 2018 (soit une amélioration de 3 points de base). Ce score inclue un ajustement favorable de -5%. WARA applique cet ajustement favorable pour refléter le support opérationnel qu'apporte son actionnaire majoritaire, à savoir le Groupe Total, troisième 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'actionariat 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 1.885 millions de FCFA (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 1.357 millions de FCFA (HT).

WARA considère que l'importance stratégique de Total Sénégal dans son Groupe est faible. En 2018, le Groupe a enregistré un chiffre d'affaires de 209,3 milliards de dollars tandis que la filiale sénégalaise a généré un chiffre d'affaires de 309,7 milliards de FCFA la même année soit 555 millions de dollars. La contribution de Total Sénégal aux revenus du Groupe s'élève donc à 0,32%, ce que WARA considère comme faible.

Par conséquent, La notation de contrepartie à long terme en devise locale de TOTAL Sénégal (**A-**) ne bénéficie d'aucun cran de support externe.

La notation intrinsèque de Total Sénégal (**A-**) s'appuie essentiellement 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 31,6% pour le commerce de détail en stations-service et de 20,7% pour le commerce général ;
- **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 ;
- **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'Energie, organise la filière et contribue à la transparence de son fonctionnement ;
- **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 du prix des carburant (essence et gasoil) de 75fcfa/litre depuis juillet 2019, ce qui signifie de meilleures performances financières pour Total Sénégal (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'État 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 :** 21 concurrents se partagent un marché annuel de 2,424 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 ;
- **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), en outre avec des dettes persistantes de l'État (péréquation transport, droits de porte sur ventes exonérées, différentiel blocage prix) , ce qui pèse sur sa trésorerie et tend à cristalliser un volume important de dette de court terme au passif, de manière quasi-permanente ;

W A R A

CARTE DES SCORES

FACTEURS DE NOTATION DES CORPORATI				Pondération	Score	Score pondéré
FACTEURS ENVIRONNEMENTAUX				25%	3,80	0,95
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%	4,50	0,36	
	<i>Pression concurrentielle</i>		4%	5,00	0,20	
	<i>Degré de maturité</i>		4%	4,00	0,16	
FACTEURS QUALITATIFS				40%	2,35	0,94
FNI.C4	Produits - Distribution - Marque	PM	15%	2,00	0,30	
	<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%	1,00	0,05	
FNI.C5	Gouvernance et management	GM	15%	2,33	0,35	
	<i>Gouvernance idiosyncrasique</i>		5%	2,00	0,10	
	<i>Qualité de la gestion stratégique</i>		5%	2,00	0,10	
	<i>Qualité de l'exécution opérationnelle</i>		5%	3,00	0,15	
FNI.C6	Positionnement concurrentiel	PC	10%	2,90	0,29	
	<i>Compétitivité prix</i>		3%	4,00	0,12	
	<i>Compétitivité hors-prix</i>		3%	3,00	0,09	
	<i>Développement - Technologie - Innovation</i>		4%	2,00	0,08	
FACTEURS FINANCIERS				35%	2,31	0,81
FNI.C7	Rentabilité	RE	10%	2,80	0,28	
	<i>Marge de profit</i>		4%	4,00	0,16	
	<i>Rotation des actifs</i>		3%	2,00	0,06	
	<i>Lever financier</i>		3%	2,00	0,06	
FNI.C8	Liquidité	LQ	10%	3,00	0,30	
	<i>Liquidité des actifs</i>		5%	3,00	0,15	
	<i>Refinancement et gestion de la liquidité</i>		5%	3,00	0,15	
FNI.C9	Flexibilité financière	FF	15%	1,53	0,23	
	<i>Couverture des intérêts par les cashflows</i>		8%	2,00	0,16	
	<i>Dette en années de cashflows</i>		7%	1,00	0,07	
SCORE PONDÉRÉ TOTAL					2,70	
AJUSTEMENT					-5%	
SCORE PONDÉRÉ TOTAL AJUSTÉ					2,57	
NOTATION INTRINSÈQUE					A-	

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 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. 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 performances financières de Total Sénégal boosté en grande partie par les ventes à l'export, effet mécanique de la revalorisation de sa marge réglementaire (dite « de structure ») et de la meilleure maîtrise de ses coûts en 2018. 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 égale 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.



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 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 déploie 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 du 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 6,5% - est alimentée en partie par le secteur primaire, grâce aux bonnes conditions météorologiques, à l'amélioration de l'irrigation et aux efforts des autorités visant à perfectionner 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 renforcée 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 les 35 pays classés.

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 (compensés dans une certaine mesure 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 relative des investissements directs étrangers vers le Sénégal, eux aussi volatiles et cantonnés 3% 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 6,5%, 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 (7% en 2018), 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 2015 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 le biais d'emprunts sur le marché financier international avec l'émission obligataire de 500 millions d'USD (Eurobonds) 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 6,7% pour la deuxième année consécutive. De surcroit, 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 3% pour 2019. Le niveau de la dette reste à 49% du PIB en 2018, 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 et surtout de gaz. 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 15% 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) qui commence à porter ses fruits en contribuant à une croissance supérieure à 6,5% pour la 3ème année consécutive ;
- le secteur de l'énergie y affiche des progrès significatifs.

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 au-delà des intérêts catégoriels, les électeurs sénégalais seront amenés à se prononcer, entre autres dimensions du débat public, pour l'offre politique à même de favoriser la poursuite d'une politique économique structurelle cohérente. Au demeurant, quelle que soit l'issue du scrutin, il est probable que le PSE soit reconduit sans amendements majeurs quant à ses axes les plus déterminants.

La stratégie globale de l'État sénégalais pour résoudre l'aporie 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. 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'État 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 ce sont aussi des processus lents car chronophages. 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 depuis 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

Les projets en cours donnent la priorité au monde rural plutôt que de surinvestir dans de grands projets iconiques voire somptueux. Aussi le Sénégal a-t-il reçu l'aval du FMI pour la conduite de son plan de réformes ; Il y a 3 ans, le FMI avait 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'État, 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. En outre, les découvertes de pétrole et de gaz constituent une niche d'opportunités économiques pour le Sénégal. En effet, le Gouvernement ambitionne de garantir la sécurité des approvisionnements en énergie, en quantité et en qualité irréprochables et à moindre coût pour les ménages, les industries et le commerce. 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 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. 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 à un peu plus de 2,42 millions de tonnes en 2018. 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. La part d'approvisionnement de Total Sénégal auprès de la SAR est passée de 56% en 2017 à 28% en 2018. En effet la SAR a connu un déficit de production en 2018. 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, 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.

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 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. La distribution des produits pétroliers au Sénégal est assurée par 21 sociétés agréées par l'état dont 03 multinationales (VIVO, TOTAL, OILIBYA) et 18 sociétés sénégalaises qui se partagent la production de la raffinerie (SAR) de 1 200 000 tonnes par an. 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'État) 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'État 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. 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 2018. Les investissements n'ayant pas 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 des résultats positifs depuis 3 ans. 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 ; (v) la vente massive aux concurrents ; (vi) le GPL ; et (vii) les lubrifiants.

Trois lignes de métier dominant le modèle d'affaire de Total Sénégal : le réseau, le commerce général et les ventes exports. Ces trois lignes de métier contribuent ensemble à hauteur de 84% des ventes de la société, en volume. Quatre autres lignes de métiers complètent la gamme de produits de Total Sénégal. L'exhaustivité de l'offre est un facteur positif de notation :

- **Le réseau de stations-service (B2C) :** La distribution réseau constitue le cœur de métier de Total Sénégal, qui dispose d'un réseau de 175 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 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. 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-service 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 20,7% en 2018. 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 6,5% en 2018, s'établissant à 211 800 tonnes. Total Sénégal bénéficie d'une expertise reconnue sur la clientèle minière. 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).
- **GPL :** Le développement de la bonbonne de 9 kg et la modernisation du parc logistique ont permis aux ventes de GPL de progresser de 6,7% en 2018, pour s'établir à 36 600 tonnes. La part de marché de Total Sénégal est estimée à 22,3% en 2018. La société s'appuie sur son centre emplisseur, exploité en commun avec Oil Libya 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 2018, Total Sénégal a recouvré des parts de marché et a vu ses volumes de vente croître de 38,4% au détriment de ses concurrents, grâce à des

contrats avec les sociétés aériennes (Lufthansa, Royal Air Maroc, Air France). La part de marché de Total Sénégal sur l'aviation est passée de 19,6% en 2017 à 25,5% en 2018. Total Sénégal distribue aussi des produits noirs combustibles pour les clients ayant leurs propres centrales électriques.

- **Export :** L'activité export représente un débouché important pour Total Sénégal, d'environ 118 100 tonnes en 2018 contre 73 600 tonnes en 2017, soit 15% 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 surtout avec les déficits de production actuellement observés au niveau de la SAR.
- **Ventes massives aux concurrents :** Avec les difficultés de production de la SAR sur l'année 2018, les ventes aux confrères ont progressé de 66% par rapport à 2017. En effet, les volumes de ventes passent 13 300 tonnes à 22 100 tonnes.
- **Lubrifiants :** Essentiellement destinés à la clientèle d'entreprises, les lubrifiants de moteur Total sont reconnus pour leur qualité. Avec 10 600 tonnes de ventes en 2018, c'est une activité à forte marge où Total Sénégal occupe 44,3% de part de marché. Pour les particuliers, la société gère un réseau des boutiques dédiées aux lubrifiants, qui sont désormais aussi distribués hors stations.

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 2018, 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.
- Le Comité de Direction de Total Sénégal revendique de mieux en mieux sa nationalité sénégalaise
- C'est un facteur positif de notation

La nouvelle équipe de direction de Total Sénégal, en poste depuis juin 2018, 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 175 en 2018. 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. Les résultats de cette stratégie revisitée sont concluants : les parts de marché réseau et clients industriels de Total Sénégal se sont stabilisées respectivement à 31,6% et 20,7%.

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 augmentée d'une marge calculée sur une partie des coûts conformément à la méthode du prix de revient majoré. Pour l'exercice 2018, le montant facturé par Total Sénégal à TOM au titre de cette convention s'élève à 1 633 millions FCFA 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. Pour l'exercice 2018, le montant facturé par TOM à Total Sénégal au titre de cette convention s'élève à 1 602 millions de FCFA hors taxes.

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.

Hors lubrifiants, export et négoce, un litre de carburant sur cinq 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 31,6%.

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, 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 financiers

Rentabilité

- Le résultat net s'élève à 6,3 milliards de FCFA à fin 2018,
- cela témoigne d'une bonne stratégie opérationnelle associée à la bonne conjoncture observée dans le secteur.
- C'est un facteur positif de notation

En termes de rentabilité, l'année 2018 est une bonne année. Les volumes se sont établis à 756 800 tonnes en 2018, contre 678 000 tonnes en 2017, soit une progression de 21,9%. Grâce à cet effet volume, le chiffre d'affaires de Total Sénégal s'est accru de 23,4%, s'établissant à 382 milliards de FCFA en 2018 contre 310 milliards de FCFA en 2017. Cette hausse résulte, en partie, de la croissance des ventes sur le commerce général (+25%) et des ventes exports (+60% par rapport à 2017). En outre, la stratégie de reconquête des parts de marché sur chacun des segments pertinents pour Total Sénégal est quelque peu perturbée depuis deux ans. A fin 2018, les charges du personnel ont diminué de 1,08 milliard de FCFA, soit une baisse de 12%, pour atteindre 5,3 milliards de FCFA.

En 2018, la marge brute sur frais variables (MBFV) globales de produits vendus s'est améliorée. Cette dernière est passée de 30 792 FCFA en 2017 à 35 635 FCFA la tonne en 2018. Cette amélioration s'explique par la croissance des volumes distribués (756 800 tonnes en 2018, soit une progression de 21,9% par rapport à 2017). Parallèlement, Total Sénégal a mis en place un plan d'excellence opérationnelle « Rapido » qui visait à un retour aux fondamentaux du métier. Ce plan impliquait sept leviers d'amélioration : i) la culture du client interne et externe ; ii) la digitalisation des processus interne ; iii) la baisse des frais ; iv) l'optimisation de la *supply chain* des produits pétroliers ; v) une meilleure gestion du cash et la propreté des comptes ; vi) l'amélioration du contrôle interne ; et vii) l'engagement de tous les collaborateurs. « Rapido » a ainsi permis de dégager un RON de 11,1 milliards en 2018 contre 7,8 milliards en 2017.

L'objectif fixé par la direction pour 2019 est de faire mieux qu'en 2018. En effet, dans un marché en croissance (les estimations tournent autour de +8%), la direction vise une croissance du C.A de 8% et au moins autant pour l'EBE car ils comptent vendre plus d'unités, le tout, à iso-coûts. Cela est possible dans la mesure où Total Sénégal possède les produits, les équipes et la connaissance du marché. En outre, plusieurs lancements de produits sont prévus sur l'exercice en question. Enfin, la loi sur l'importation des véhicules d'occasion, et la mise en place des partenariats bancaires pour le financement des particuliers devraient aussi contribuer à une hausse des volumes vendus.

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.

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. Les créances clients sont en général recouvrées à un peu plus d'un mois (33 jours de CA en 2018, hors créance État), tandis que les achats de produits pétroliers sont réglés à plus longue échéance (43 jours) ce qui est à priori plutôt favorable en termes de décalage de trésorerie. En revanche, la persistance de la créance vis-à-vis de l'État au bilan détériore le BFR. Il est difficile d'envisager à l'avenir une compression drastique du BFR de Total Sénégal si la créance État continue de peser sur la structure de l'actif : 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 2018, celle-ci s'élevait à 39 milliards de FCFA (contre 25,5 milliards de FCFA en 2017), soit un peu moins de la moitié de ses créances (84,7 milliards de FCFA en 2018). 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 rédhibitoire pour un distributeur de la taille de Total Sénégal.

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, d'une valeur de 84,7 milliards de FCFA à fin 2018, constituent 60% 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 tout léger en comparaison des volumes traités.

La capacité d'autofinancement (CAF) de Total Sénégal est contrainte. En 2018, la CAF annuelle est de 11 milliards de FCFA et dépasse de loin le montant moyen annuel des

investissements du distributeur pétrolier (2,5 milliards de FCFA en 2018). 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 17,5 milliards de FCFA. 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 (2016) ; et ii) les phases d'investissement (comme 2014, 2015).

	2014	2015	2016	2017	2018
Résultat de l'exercice (millions de FCFA)	4 901	3 953	-48	4 156	6 342
Dividende (millions de FCFA)	3 127	3 321	1 627	2 036	3 811
Taux de distribution de dividendes (%)	63,8%	84,0%	-3389,6%	49,0%	60,1%

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 9,1x en 2018, tandis que la dette financière ne représentait que 28,2% de l'EBE 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 2,5% et 3%. 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.

W A R A

DONNEES FINANCIERES ET RATIOS

Total Sénégal – Comptes sociaux aux normes comptables OHADA

BILAN (en millions de FCFA)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Charges immobilisées	131	208	622	651	540	0
Immobilisations incorporelles	625	679	741	722	736	748
Immobilisations corporelles	21 877	26 291	28 623	27 457	26 593	26 856
Avances et acomptes versés sur immobilisations	0	0	0	0	0	0
Immobilisations financières	11 390	11 171	11 115	10 560	10 413	9 467
Actif circulant H.A.O	0	0	0	0	0	0
Stocks	25 645	8 789	20 610	18 614	15 494	10 785
Créances et emplois assimilés	58 359	64 149	52 571	47 123	55 367	84 744
Trésorerie - Actif	4 630	8 862	7 846	3 696	1 734	8 406
Ecart de conversion - Actif	57	60	1	17	27	0
TOTAL ACTIF	122 713	120 210	122 127	108 840	110 904	141 007
Capital	3 258	3 258	3 258	3 258	3 258	3 258
Primes et réserves	11 912	11 414	13 188	13 819	12 142	14 263
Résultat net de l'exercice	2 151	4 901	3 953	-48	4 156	6 342
Provisions réglementées et fonds assimilés	42	42	42	42	42	42
Dettes financières	4 577	5 273	6 261	6 570	3 007	4 415
Dettes circulantes et ressources assimilées H.A.O	0	0	0	0	0	0
Clients, avances reçues	5 263	5 325	5 243	5 677	7 229	5 617
Fournisseurs d'exploitation	37 853	34 363	48 902	39 190	37 001	53 923
Dettes fiscales	5 901	9 591	9 997	4 431	8 235	10 109
Dettes sociales	334	384	360	521	317	416
Autres dettes et risques provisionnés	350	2 400	1 365	5 905	9 979	3 573
Trésorerie - Passif	51 065	43 142	29 546	29 469	25 535	39 034
Ecart de conversion - Passif	8	118	14	6	3	16
TOTAL PASSIF	122 713	120 210	122 127	108 840	110 904	141 007

INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES (en millions de FCFA)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Capacité d'autofinancement (CAF)(+)	3 177	4 283	5 332	4 488	4 906	11 052
Variation de BFR(-)	13 885	-13 535	-13 517	2 723	-1 899	13 751
Investissements (I)(-)	12 686	3 353	4 047	2 576	3 342	2 521
Free Cash Flow (FCF) (1)	-23 395	14 465	14 803	-811	3 463	-5 220
Dette financière nette (2)	51 012	39 552	27 961	32 343	26 808	35 042

WEST AFRICA RATING AGENCY

COMPTE DE RESULTAT (en millions de FCFA)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Chiffre d'affaires (CA)	340 509	422 988	357 211	293 541	309 648	382 175
Production stockée (ou déstockage)	-164	-1 489	494	-4 589	-2 450	8 070
Production immobilisée	0	0	0	0	0	0
Autres produits	3 381	644	1 707	898	1 303	1 415
PRODUITS D'EXPLOITATION	343 726	422 143	359 412	289 850	308 502	391 660
Achats de marchandises	-299 591	-360 795	-295 851	-235 592	-254 523	-326 312
Achats de matières premières et fournitures liées	0	0	0	0	0	0
Autres achats	-669	-744	-720	-672	-684	-444
Transports	-6 440	-7 619	-8 692	-9 331	-10 217	-9 907
Services extérieurs	-23 401	-39 054	-36 240	-26 448	-24 652	-29 977
Autres charges	-1 743	-2 068	-2 174	-1 132	-1 697	-1 833
VALEUR AJOUTEE	11 883	11 863	15 736	16 673	16 729	23 187
% CA	3,5%	2,8%	4,4%	5,7%	5,4%	6,1%
Impôts et taxes	-2 311	-1 323	-1 654	-3 144	-2 406	-2 248
Charges de personnel	-5 554	-4 259	-6 047	-7 084	-6 009	-5 277
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBE)	4 017	6 280	8 035	6 446	8 315	15 662
% CA	1,2%	1,5%	2,2%	2,2%	2,7%	4,1%
Dotations aux amortissements et aux provisions	-3 243	-3 580	-3 988	-4 860	-4 432	-4 721
Reprises de provisions	2 213	497	338	532	3 724	112
Transferts de charges	0	0	0	0	0	0
RESULTAT D'EXPLOITATION	2 988	3 197	4 384	2 118	7 606	11 053
% CA	0,9%	0,8%	1,2%	0,7%	2,5%	2,9%
Résultat financier	-390	77	-202	-188	-870	-970
Résultat hors activités ordinaires (H.A.O)	4	3 701	2 271	-209	-41	-101
Impôt sur le résultat	-450	-2 074	-2 500	-1 770	-2 539	-3 640
RESULTAT NET	2 151	4 901	3 953	-48	4 156	6 342
% CA	0,6%	1,2%	1,1%	0,0%	1,3%	1,7%

TAUX DE CROISSANCE - COMPTE DE RESULTAT (en %)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Chiffre d'affaires (CA)	-7,2	24,2	-15,6	-17,8	5,5	23,4
Production stockée (ou déstockage)	-61,6	808,1	-133,2	-1 029,4	-46,6	-429,4
Production immobilisée	--	--	--	--	--	--
Autres produits	57,6	-80,9	164,9	-47,4	45,2	8,6
PRODUITS D'EXPLOITATION	-6,7	22,8	-14,9	-19,4	6,4	27,0
Achats de marchandises	-10,2	20,4	-18,0	-20,4	8,0	28,2
Achats de matières premières et fournitures liées	--	--	--	--	--	--
Autres achats	4,4	11,2	-3,2	-6,7	1,8	-35,1
Transports	7,5	18,3	14,1	7,4	9,5	-3,0
Services extérieurs	49,1	66,9	-7,2	-27,0	-6,8	21,6
Autres charges	-48,9	18,7	5,1	-47,9	49,8	8,1
VALEUR AJOUTEE	31,3	-0,2	32,6	6,0	0,3	38,6
Impôts et taxes	103,4	-42,7	25,0	90,1	-23,5	-6,6
Charges de personnel	-0,4	-23,3	42,0	17,1	-15,2	-12,2
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBE)	71,9	56,3	27,9	-19,8	29,0	88,4
Dotations aux amortissements et aux provisions	-24,0	10,4	11,4	21,9	-8,8	6,5
Reprises de provisions	442 543,8	-77,5	-32,0	57,5	599,6	-97,0
Transferts de charges	--	--	--	--	--	--
RESULTAT D'EXPLOITATION	-254,8	7,0	37,2	-51,7	259,0	45,3
Résultat financier	211,5	-119,8	-361,0	-7,1	363,1	11,5
Résultat hors activités ordinaires (H.A.O)	-100,2	84 192,5	-38,6	-109,2	-80,4	145,7
Impôt sur le résultat	14,7	360,7	20,5	-29,2	43,4	43,4
RESULTAT NET	-144,8	127,8	-19,3	-101,2	-8 709,0	52,6

WEST AFRICA RATING AGENCY

TAUX DE CROISSANCE - BILAN (en %)	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Charges immobilisées	17 751	59	198	5	-17	-100
Immobilisations incorporelles	15,8	8,5	9,2	-2,5	1,9	1,6
Immobilisations corporelles	42,8	20,2	8,9	-4,1	-3,1	1,0
Avances et acomptes versés sur immobilisations	--	--	--	--	--	--
Immobilisations financières	40,8	-1,9	-0,5	-5,0	-1,4	-9,1
Actif circulant H.A.O	--	--	--	--	--	--
Stocks	170,6	-65,7	134,5	-9,7	-16,8	-30,4
Créances et emplois assimilés	7,7	9,9	-18,0	-10,4	17,5	53,1
Trésorerie - Actif	729,3	91,4	-11,5	-52,9	-53,1	384,8
Ecart de conversion - Actif	--	4,4	--	2 006,7	62,9	-99,6
TOTAL ACTIF	39,1	-2,0	1,6	-10,9	1,9	27,1
Capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Primes et réserves	-28,7	-4,2	15,5	4,8	-12,1	17,5
Résultat net de l'exercice	-144,8	127,8	-19,3	-101,2	-8 709,0	52,6
Provisions réglementées et fonds assimilés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dettes financières	-23,8	15,2	18,7	4,9	-54,2	46,8
Dettes circulantes et ressources assimilées H.A.O	--	--	--	--	--	--
Clients, avances reçues	3,5	1,2	-1,5	8,3	27,3	-22,3
Fournisseurs d'exploitation	14,8	-9,2	42,3	-19,9	-5,6	45,7
Dettes fiscales	28,6	62,5	4,2	-55,7	85,8	22,7
Dettes sociales	-2,2	15,0	-6,1	44,6	-39,2	31,2
Autres dettes et risques provisionnés	169,7	586,6	-43,1	332,6	69,0	-64,2
Trésorerie - Passif	115,0	-15,5	-31,5	-0,3	-13,3	52,9
Ecart de conversion - Passif	-92,2	1 394,3	-88,3	-57,7	-51,9	463,8
TOTAL PASSIF	39,1	-2,0	1,6	-10,9	1,9	27,1

RATIOS	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Rentabilité						
Volumes ('000 tonnes)	509,3	596,0	624,3	602,6	621,0	756,8
Marge de profit (RN/CA) en %	0,6	1,2	1,1	-0,02	1,34	1,66
Rotation des actifs (CA/TA) en %	277,5	351,9	292,5	269,7	279,2	271,0
Levier financier (TA/FP) en %	706,8	612,9	597,5	637,6	565,9	589,9
Retour sur fonds propres (RN/FP) en %	12,4	25,0	19,3	-0,3	21,2	26,5
ROA (RN/TA) en %	1,8	4,1	3,2	-0,04	3,75	4,50
Marge brute sur frais variables (MBFV) en milliards de FCFA	19,1	23,6	26,1	26,4	30,8	31,8
MBFV par tonne ('000 F CFA)	37,5	39,6	41,8	43,8	49,6	42,0
Charges d'exploitation/Produits d'exploitation en %	99,1	99,2	98,8	99,3	97,6	97,2
Liquidité						
Ratio de liquidité générale (AC/PC) en %	169,0	140,1	111,1	118,0	112,9	129,7
Ratio de liquidité de l'actif (AC/TA) en %	68,5	60,7	59,9	60,4	63,9	67,7
Rotation des stocks (en nombre de fois / an)	11,7	41,0	14,4	12,7	16,4	30,3
Délais clients (en jours de CA) (3)	51,4	45,5	44,2	48,2	53,6	66,5
Délais fournisseurs (en jours de CA) (3)	33,4	24,4	41,1	40,1	35,8	42,3
Flexibilité financière						
Gearing (Dette financière/FP) en %	26,4	26,9	30,6	38,5	15,3	18,5
Couverture des charges d'intérêt (EBE/intérêts financiers)	3,9	5,1	6,7	7,5	7,1	9,1
Dette financière/EBE en %	113,9	84,0	77,9	101,9	36,2	28,2

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'autofinancement

RN = Résultat Net

CA = Chiffre d'affaires

TA = Total Actif

FP = Fonds Propres

AC = Actif Circulant

PC = Passif Circulant



WARA



W A R A

© 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.