



WARA

CORPORATES

[www.wara-ratings.com](http://www.wara-ratings.com)

# Port Autonome de Dakar

A-/Stable/w-3

**ANALYSE**

Avril 2020

**Hamza Haji**

[hamza.haji@wara-ratings.com](mailto:hamza.haji@wara-ratings.com)

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

**Oumar Ndiaye**

[oumar.ndiaye@wara-ratings.com](mailto:oumar.ndiaye@wara-ratings.com)

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

## TABLE DES MATIÈRES

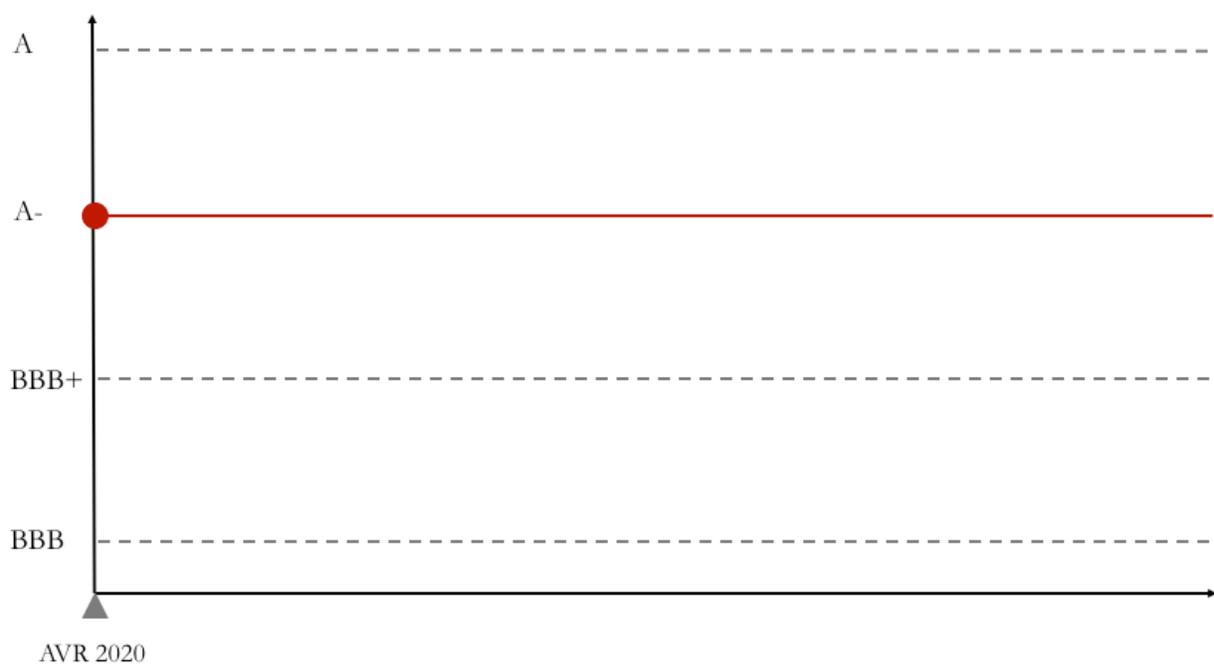
---

<b>NOTATION</b> .....	3
<b>ÉVOLUTION DE LA NOTE DE LONG TERME</b> .....	3
<b>RÉSUMÉ</b> .....	3
Points forts .....	4
Points faibles .....	5
<b>CARTE DES SCORES</b> .....	6
<b>PERSPECTIVE</b> .....	7
<b>FACTEURS DE SUPPORT EXTERNE</b> .....	9
<b>ANALYSE DES FACTEURS DE NOTATION INTRINSEQUE</b> .....	10
<b>Facteurs environnementaux</b> .....	10
Environnement macroéconomique .....	10
Environnement opérationnel .....	11
Environnement sectoriel .....	13
<b>Facteurs qualitatifs</b> .....	14
Produits – Distribution – Marque .....	14
Gouvernance et management .....	16
Positionnement concurrentiel .....	18
<b>Facteurs financiers</b> .....	20
Rentabilité .....	20
Liquidité .....	20
Flexibilité financière .....	22
<b>DONNEES FINANCIERES ET RATIOS</b> .....	23

## NOTATION

Échelle	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 du Port Autonome de Dakar (PAD) se situe au même niveau que la notation souveraine de la République du Sénégal, soit 'A-' en devise régionale.

WARA assigne au **Port Autonome de Dakar (PAD)** la notation de long terme en devise régionale de 'A-' en avril 2020. 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 du PAD est 'w-3'. La perspective attachée à cette notation est **Stable**.

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

**La notation intrinsèque du PAD, indépendamment de tout facteur de support externe, est de ‘BBB-’ selon WARA, ce qui équivaut à un score pondéré total de 3,40 /6,00, sans qu’aucun ajustement supplémentaire à la carte des scores n’ait été apporté.**

**La notation de contrepartie à long terme en devise locale du PAD (A-) bénéficie de trois crans de support externe.** Le PAD est considéré, d’un point de vue méthodologique, comme une entreprise publique (EP). Eu égard au caractère vital de sa mission pour l’économie du pays, le degré d’importance stratégique du PAD en tant qu’entreprise publique 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- (voir les détails en page 9).

**La notation intrinsèque du PAD (BBB-) s’appuie essentiellement sur les facteurs suivants :**

### Points forts

- **La localisation géographique du Port de Dakar**, puisque sa position centrale sur la côte atlantique offre aux navires un gain de temps de navigation par rapport aux autres ports de la sous-région ouest-africaine, et le place au confluent des flux maritimes américains, européens et africains
- **L’adoption d’une structure de « port propriétaire »**. Cette stratégie permet de : (i) s’entourer d’opérateurs d’envergure internationale disposant d’une expertise confirmée ; (ii) de transférer une partie du coût des investissements, tout en conservant la propriété des installations à la fin de la concession ; (iii) de transférer une partie du risque d’exploitation
- **Le niveau élevé de compétence de la nouvelle équipe de direction, en place depuis septembre 2017**. Le management a non seulement pleinement saisi la hauteur de la tâche qui lui incombe, mais a aussi su mettre en place une organisation et des processus adaptés pour permettre au personnel, à tous les niveaux de l’entreprise, de relever les défis à venir
- **Le redressement spectaculaire de la situation financière du PAD depuis trois ans**. Entre fin 2017 et fin 2019, grâce à la bataille des six mois et sous l’impulsion du Plan de Transformation 2019-2020 : (i) le chiffre d’affaires a progressé de +25%, tandis que les volumes traités n’ont progressé que de 8%, illustrant une meilleure facturation et la valorisation du foncier ; (ii) les coûts d’exploitation ont été stabilisés à 43 milliards de FCFA (rationalisation du niveau des charges) ; (iii) la marge nette a donc progressé de 3% à 22% ; (iv) la capacité d’autofinancement (CAF) est passée de 6 à 19 milliards de FCFA (renforçant le niveau de flexibilité financière) ; (v) enfin, la trésorerie nette a progressé de -14 à +13 milliards (démontrant la meilleure capacité de recouvrement de l’entreprise et un meilleur pilotage du BFR).
- **Un plan stratégique 2019-2023 clair, cohérent et exécutable, lequel s’inscrit dans le cadre d’une vision plus large à horizon 2035**. Le Plan Stratégique 2019-2023 – « PAD : un port fluide et performant » a pour objectif d’améliorer de manière substantielle les performances opérationnelles de la plateforme portuaire en s’attaquant aux problèmes d’accessibilité, d’espace et de congestion. L’idée sous-jacente est qu’une meilleure satisfaction des clients se traduira par davantage d’activité et de rentabilité. En parallèle, le PAD entamera une série de projets phares et structurants pour étendre et moderniser ses infrastructures, et ainsi rivaliser avec les meilleurs ports d’Afrique de l’Ouest.

## Points faibles

- **La dégradation de l'image de marque du PAD.** Les problèmes de congestion, la manque d'espace et la vétusté de certaines installations engendrent un manque d'efficacité opérationnelle, rallongeant les délais d'attente en rade ou de séjours moyens des marchandises, et occasionnent un certain degré d'insatisfaction des usagers du port. Cela se traduit par un Net Promoter Score négatif : autrement dit, le PAD n'arrive pas encore, aujourd'hui, à pleinement capitaliser sur ses avantages comparatifs naturels.
- **Le manque d'investissement par le passé pour agrandir et moderniser le port, ainsi que la congestion chronique qui en résulte, font du PAD un goulot d'étranglement pour l'économie du pays.** Les études commanditées par la direction ont fait ressortir que l'économie perd entre 6 et 8% de PIB par an en raison de la congestion portuaire. Cela dit, les mêmes études concluent qu'un simple décongestionnement du port, à l'image de celui prévu dans le Plan Stratégique 2019-2023, permettrait de dégager un à deux points de PIB en plus. WARA sera donc attentive à sa bonne exécution ainsi qu'à ses résultats du point de vue des opérations.
- **Le degré important de concurrence le long de la côte ouest-africaine.** Tous les ports, que ce soit Lomé, Abidjan, Dakar, Tema ou Cotonou entendent se positionner comme hub logistique régional, sans compter les ports secondaires qui ont amorcé des stratégies de spécialisation pour résister à la concurrence. Avec au total 13 pays côtiers dans la sous-région, la concurrence est donc intense. Aussi, tous les principaux ports se sont-ils lancés dans des investissements colossaux afin de répondre aux évolutions du secteur et attirer davantage de trafic.
- **L'avance prise par les pairs sous régionaux qui ont investi massivement dans l'extension et la modernisation de leurs infrastructures,** tels que les ports de Lomé (devenu leader sur le trafic conteneur et premier port à atteindre les 1,5 millions d'EVP traités en 2019) ou Abidjan (leader sur le tonnage global de marchandise traitée avec 26 millions de tonnes manutentionnées). Ils sont aujourd'hui les deux seuls ports d'Afrique de l'Ouest à pouvoir accueillir des navires de troisième génération, dans un contexte de consolidation et de massification du secteur du transport maritime mondial.

WARA

## CARTE DES SCORES

FACTEURS DE NOTATION DES CORPORATE			Pondération	Score	Score pondéré
<b>FACTEURS ENVIRONNEMENTAUX</b>			<b>25%</b>	<b>3,48</b>	<b>0,87</b>
<b>FNI.C1</b>	<b>Environnement macroéconomique</b>	<b>EM</b>	<b>10%</b>	<b>3,40</b>	<b>0,34</b>
	<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
<b>FNI.C2</b>	<b>Environnement opérationnel</b>	<b>EO</b>	<b>7%</b>	<b>3,57</b>	<b>0,25</b>
	<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
<b>FNI.C3</b>	<b>Environnement sectoriel</b>	<b>ES</b>	<b>8%</b>	<b>3,50</b>	<b>0,28</b>
	<i>Pression concurrentielle</i>		4%	5,00	0,20
	<i>Degré de maturité</i>		4%	2,00	0,08
<b>FACTEURS QUALITATIFS</b>			<b>40%</b>	<b>3,38</b>	<b>1,35</b>
<b>FNI.C4</b>	<b>Produits - Distribution - Marque</b>	<b>PM</b>	<b>15%</b>	<b>3,64</b>	<b>0,55</b>
	<i>Diversité des produits - Gamme</i>		5%	4,00	0,20
	<i>Distribution et parts de marché</i>		5%	3,00	0,15
	<i>Reconnaissance de la marque</i>		5%	3,92	0,20
<b>FNI.C5</b>	<b>Gouvernance et management</b>	<b>GM</b>	<b>15%</b>	<b>2,92</b>	<b>0,44</b>
	<i>Gouvernance idiosyncrasique</i>		5%	3,00	0,15
	<i>Qualité de la gestion stratégique</i>		5%	2,67	0,13
	<i>Qualité de l'exécution opérationnelle</i>		5%	3,08	0,15
<b>FNI.C6</b>	<b>Positionnement concurrentiel</b>	<b>PC</b>	<b>10%</b>	<b>3,70</b>	<b>0,37</b>
	<i>Compétitivité prix</i>		3%	3,00	0,09
	<i>Compétitivité hors-prix</i>		3%	4,00	0,12
	<i>Développement - Technologie - Innovation</i>		4%	4,00	0,16
<b>FACTEURS FINANCIERS</b>			<b>35%</b>	<b>3,37</b>	<b>1,18</b>
<b>FNI.C7</b>	<b>Rentabilité</b>	<b>RE</b>	<b>10%</b>	<b>3,30</b>	<b>0,33</b>
	<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
<b>FNI.C8</b>	<b>Liquidité</b>	<b>LQ</b>	<b>10%</b>	<b>2,50</b>	<b>0,25</b>
	<i>Liquidité des actifs</i>		5%	3,00	0,15
	<i>Refinancement et gestion de la liquidité</i>		5%	2,00	0,10
<b>FNI.C9</b>	<b>Flexibilité financière</b>	<b>FF</b>	<b>15%</b>	<b>4,00</b>	<b>0,60</b>
	<i>Couverture des intérêts par les cashflows</i>		8%	4,00	0,32
	<i>Dette en années de cashflows</i>		7%	4,00	0,28
<b>SCORE PONDÉRÉ TOTAL</b>					<b>3,40</b>
<b>AJUSTEMENT</b>					<b>0%</b>
<b>SCORE PONDÉRÉ TOTAL AJUSTÉ</b>					<b>3,40</b>
<b>NOTATION INTRINSÈQUE</b>					<b>BBB-</b>

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
<b>2.50</b>	<b>2.74</b>	<b>A-</b>
2.75	2.99	BBB+
3.00	3.24	BBB
<b>3.25</b>	<b>3.49</b>	<b>BBB-</b>
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

+3 crans de support  
externe national

## PERSPECTIVE

**La perspective attachée à la notation du PAD est stable.** WARA justifie cette perspective stable par le fait qu'à fin 2019, le PAD a réussi à redresser sa situation financière et s'est doté d'un plan réaliste à horizon 2023. Il conviendra désormais (i) de mettre à exécution ce plan pour améliorer les performances opérationnelles et pérenniser son équilibre financier ; et (ii) de sécuriser les financements pour lancer les projets structurants et transformer le port en une plateforme logistique d'envergure régionale.

**Une amélioration de la notation du PAD est tributaire :** i) du renforcement de son efficacité opérationnelle, traduite par le temps d'attente en rade ainsi que les temps de séjours moyens des marchandises et des navires ; ii) de la bonne exécution du Plan Stratégique 2019-2023, mesurable par l'évolution du Net Promoter Score, du chiffre d'affaires et du taux de marge nette ; iii) de la consolidation du redressement des niveaux de la rentabilité, de liquidité et de flexibilité financière ; iv) de la bonne conclusion des négociations des partenariats en cours (avec DP World pour le projet Ndayane) et des partenariats à venir (concernant notamment l'hinterland malien et la municipalité de Yiwu) ; (v) de la bonne mobilisation des ressources externes nécessaires au financement des projets phares ; et (vi) d'une évolution favorable, durable et significative de l'environnement macroéconomique régional et/ou mondial, nourrissant les échanges commerciaux et donc l'activité portuaire.

**Une détérioration de la notation du PAD serait la conséquence :** i) de la persistance des problèmes de congestion, de voirie et de vétusté qui pèsent sur la célérité des opérations ; ii) de retards dans l'exécution du Plan Stratégique 2019-2023, indispensable au PAD en vue d'entamer sa deuxième phase de transformation et rattraper ses pairs sous régionaux ; iii) d'une dégradation significative et durable de la situation financière du PAD ; (iv) du tarissement des financements nécessaires aux investissements structurants ; (v) d'une éventuelle divergence de vision entre la direction du PAD et sa tutelle publique ; ou (vi) de la dégradation durable et significative de l'environnement macroéconomique régional et/ou mondial, notamment dans un contexte sanitaire préoccupant.

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 du PAD contient autant de possibilités de rehaussement que de risques d'abaissement.



## FACTEURS DE SUPPORT EXTERNE

La notation de contrepartie du PAD bénéficie de **3 crans de support externe national**. Le PAD est considéré, d'un point de vue méthodologique, comme une entreprise publique (EP). Eu égard au caractère vital de sa mission (95% des échanges extérieurs et 90% des recettes douanière du Sénégal), le degré d'importance stratégique du PAD 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'État. Sa mission de service public a une importance élevée. L'EP représente une part significative du budget de l'État.	+ 6 crans	NS*	PN**
Moyen	L'EP est une composante importante, mais pas essentielle, de la politique économique de l'État. Sa mission de service public a une importance moyenne. L'EP représente une part matérielle, mais pas significative, du budget de l'État.	+ 4 crans	NS	PN
Faible	L'EP est une composante mineure de la politique économique de l'État. Sa mission de service public a une importance faible. L'EP représente une part insignifiante du budget de l'État.	+ 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-
<b>Support parental</b>		
Identité du parent	--	Rép. du Sénégal
NI du parent	NIp	ns.A-
Importance Stratégique	I-Strat	Elevée
<b>Facteur de Support Externe - Parental</b>	<b>FSE.P</b>	<b>+3</b>
<b>Notation Intrinsèque Ajustée</b>	<b>NIA</b>	<b>A-</b>
<b>Support systémique</b>		
Importance Systémique nationale	I-Syst nat	--
Propension au Support	PS	--
<b>Facteur de Support Externe - Systémique nationale</b>	<b>FSE.Sn</b>	<b>--</b>
Importance Systémique régionale	I-Syst reg	--
<b>Facteur de Support Externe - Systémique régional</b>	<b>FSE.Sr</b>	<b>--</b>
<b>Notation de Contrepartie</b>	<b>NC</b>	<b>A-</b>
Pour référence: Plafond National		A

## ANALYSE DES FACTEURS DE NOTATION INTRINSÈQUE

### 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

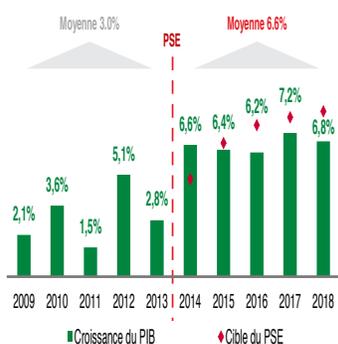
**Le Sénégal (ns.A-/Stable/w-3) demeure un pays agricole, peu compétitif.** La structure du PIB sénégalais par secteur suggère une tertiarisation avancée de la valeur ajoutée du pays. Ce constat a priori doit être fortement nuancé : i) la part du secteur tertiaire dans la production réelle est surévaluée par l'inclusion de la contribution du secteur public ; ii) une partie importante du PIB tertiaire et secondaire, sans doute plus du tiers, est indirectement liée au monde rural ; et enfin, iii) bien que nominalement l'agriculture et la pêche ne représentent que 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.

**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 devrait atteindre les 2000 USD vers 2025. 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 0,51, soit 2 points de mieux que son voisin ivoirien (0,49) (données 2018). 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

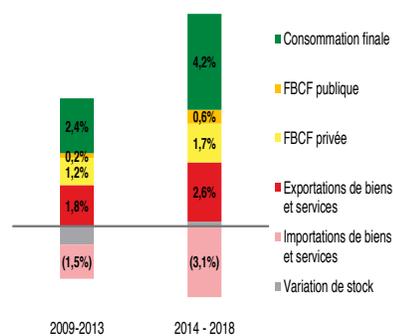
mesure compensée par des programmes d'investissements publics), et rebute le secteur bancaire dans son activité d'intermédiation : au total seuls 19% des Sénégalais ont un compte en banque, et presque la moitié de ces comptes sont considérés comme inactifs.

**Cependant, les autorités déploient des réformes structurelles afin de réaliser pleinement le potentiel du pays dans la mise en œuvre du Plan Sénégal Emergent (PSE).** La mise en œuvre du premier volet 2014-2018 a eu pour conséquence un rehaussement durable de la trajectoire de croissance du pays (passant d'une moyenne de 3% entre 2009 et 2013 à 6,6%) entre 2014 et 2018. Cette hausse structurelle a été portée par un renforcement de la consommation finale (avec une contribution passant de 2,4% à 4,2%) et des exportations (de 1,8% à 2,6%). En revanche, le rééquilibrage escompté sur les comptes extérieurs n'a pas eu lieu, puisque le déficit de compte courant est passé de -6,42% du PIB en moyenne entre 2009 et 2013 à -6,22% du PIB en moyenne sur la période 2014-2018. Finalement, si l'on se base sur l'évolution des investissements directs étrangers, nous pouvons affirmer que le premier volet du PSE a permis au Sénégal de gagner en attractivité étant donné que les IDE ont progressé de 1,5% en moyenne à 2%. Ce regain d'attractivité est d'ailleurs à mettre en relation avec l'évolution du classement « Doing Business » (cf. environnement opérationnel). Le second volet a débuté en 2019 : il est axé sur (i) la transformation structurelle de l'économie et de la croissance (avec le passage d'une économie basée sur l'agriculture vers une économie agro-industrielle) ; (ii) le renforcement du capital humain, la protection sociale et le développement durable (pour continuer de gagner en compétitivité et en attractivité) ; et la poursuite des programmes de consolidation de la gouvernance et des institutions (pour garantir un cadre institutionnel robuste et un climat propice aux affaires).

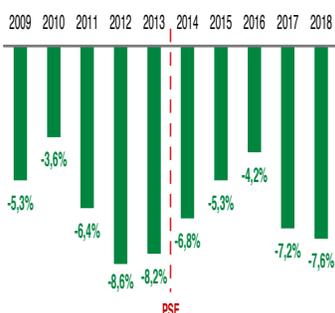
#### Impact du PSE sur la croissance du Sénégal



#### Contribution à la croissance



#### Déficit compte courant (% du PIB)



#### Flux nets d'IDE (% du PIB)



## Environnement opérationnel

- L'environnement opérationnel sénégalais est caractérisé par une stabilité démocratique avérée...
- ... et la mise en œuvre du Plan Sénégal Émergent (PSE) qui commence à porter ses fruits

**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 déroulement sans encombre des élections présidentielles en 2019 vient confirmer cette tendance. En outre, depuis la mise en place du premier volet du PSE, le pays a gagné 37 places au classement « Doing Business », passant de la 178<sup>ème</sup> à la 141<sup>ème</sup> place mondiale, signalant la nette amélioration du climat des affaires. Le premier volet du plan a permis aux autorités de réformer le code pénal, d'harmoniser les principaux codes (codes des douanes, code général des impôts, code des marchés publics, code des mines), et de moderniser l'administration fiscale et douanière. Cela dit, il ne s'agit là que du premier volet des réformes, qui devront être poursuivies dans le second volet.

**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, les sources d'énergie renouvelables représentant une part de plus en plus importante. 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, les autorités, via la compagnie nationale d'électricité (SENELEC, **A-/Stable/w-3**), poursuivent l'électrification du pays : le pays a atteint un taux de 70%, mais les écarts sont encore très importants entre les zones urbaines (94%) et rurales (42%).

**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 du transport maritime mondial, structurellement excédentaire poursuit sa consolidation et sa massification
- La concurrence du secteur portuaire pour le PAD prévaut principalement au niveau de la région ouest-africaine
- La compétitivité d'un port est caractérisée par la qualité de ses infrastructures et la connectivité avec les pays de l'arrière-pays

**Le secteur du transport maritime mondial a progressé en moyenne de 2,2% par an au cours de la période 2014-2018 pour atteindre 11 milliards de tonnes transportées.** C'est un facteur positif de notation. La CNUCED s'attend à ce que le commerce maritime international progresse à un taux de croissance annuel moyen de 3,4 % au cours de la période 2019-2024, tiré vers le haut par le conteneur (+ 4,5 %), le vrac sec (+ 3,9 %) et le gaz. Les prévisions de croissances sont moins optimistes que par le passé, car le secteur doit s'adapter à de nouvelles réalités : la modération de la croissance économique et commerciale mondiale (tensions commerciales, politiques protectionnistes), la régionalisation croissante des chaînes d'approvisionnement, le rééquilibrage continu de l'économie chinoise, le rôle accru de la technologie, l'exacerbation des catastrophes naturelles et pandémies et une sensibilisation accrue aux conséquences du réchauffement planétaire.

**Structurellement excédentaire, le secteur poursuit sa consolidation et sa massification.** La part de marché combinée des 10 principales compagnies de transport maritime de conteneurs est passée de 68% à 90% entre 2014 et 2019. Dans un marché caractérisé par un excédent de capacité, la consolidation devrait se poursuivre. En parallèle, les transporteurs exploitent des navires de plus en plus gros et chargés pour optimiser leurs coûts. Deux tiers du carnet de commande des porte-conteneurs en EVP concernent des navires de 14 000 EVP et plus, et seuls les grands transporteurs et les alliances sont en mesure de remplir ces méga-navires.

**Dans un tel contexte, la compétitivité des ports repose principalement sur les infrastructures et les services offerts ainsi que sur l'importance du trafic dans leur arrière-pays.** Pour les armateurs, l'attractivité d'un port de commerce réside avant tout dans « *les conditions de célérité des opérations, lesquelles dépendent des équipements disponibles et des processus d'organisation* » (Guy Manouan, Président de la fondation African Port Awards). Aussi, toute action entreprise pour améliorer la qualité des installations portuaires (linéaires de quais, terminaux à conteneurs, accès nautiques faciles, largeurs de chenal, profondeurs du plan d'eau, fonds marins stables, spécialisation des moles, matériels de manutention, sécurité du site, etc.) constitue un élément essentiel de différenciation. Enfin, il ne faut pas négliger les coûts directs et indirects des services (redevances portuaires, douanes, impôts) à payer par les transporteurs ainsi que les infrastructures terrestres disponibles pour le transit des marchandises vers les pays qui n'ont pas accès à la mer.

**Les ports africains ne représentent aujourd'hui que 4% du trafic conteneurisé mondial : le potentiel de croissance est donc considérable, ce qui est un facteur positif de notation.** En Afrique de l'Ouest, chaque pays tente donc d'équiper sa façade maritime d'un port de commerce rivalisant avec celui des voisins pour devenir le hub régional de référence. Tous les ports, que ce soit Lomé, Abidjan, Dakar, Tema ou Cotonou entendent se positionner comme hub régional, sans compter les ports secondaires qui ont amorcé des stratégies de

spécialisation pour se différencier et résister à la concurrence. Avec au total 13 pays côtiers dans la sous-région, la concurrence est donc très intense. Au total, tous les principaux ports se sont lancés dans des investissements colossaux afin de répondre aux évolutions du secteur et attirer plus de trafic. Ces investissements sont orientés pour accueillir des navires de plus en plus gros (linéaire de quai, profondeur du tirant d'eau), réduire leur temps de passage (guichet unique, digitalisation) et améliorer la connectivité avec les infrastructures terrestres. L'intensification de la concurrence constitue en revanche un facteur négatif de notation.

## Facteurs qualitatifs

### Produits – Distribution – Marque

- Le PAD occupe une place essentielle dans le fonctionnement de l'économie sénégalaise
- L'adoption d'un modèle opérationnel du type « port propriétaire » est un facteur positif de notation en raison des avantages qu'il procure
- Cependant, n'ayant pas assez investi pour agrandir et moderniser ses infrastructures, le Port de Dakar constitue aujourd'hui un goulot d'étranglement pour l'économie du pays

**Le PAD exerce une activité intrinsèquement concentrée sur son cœur de métier : les services portuaires.** Le PAD fournit des services de manutention et/ou de stockage pour tout type de navire et de marchandise en provenance ou à destination du Sénégal, ou en transit au Sénégal. En 2018, les redevances perçues sur les conteneurs, marchandises et navires représentent 73% du chiffre d'affaires du PAD. Par conséquent, son niveau d'activité est, *de facto*, corrélé au trafic maritime mondial ainsi qu'aux échanges commerciaux mondiaux. Cependant, le modèle économique du port bénéficie d'un effet de diversification naturelle, étant donné que son activité est exposée à tous les secteurs économiques des marchandises passant par le port. Finalement, l'activité du PAD est essentielle au fonctionnement de l'économie sénégalaise puisqu'elle représente 95% des échanges extérieurs du pays et près de 90% de ses recettes douanières.

**Le PAD a adopté un modèle opérationnel dit de « port propriétaire » où l'exploitation des services est confiée sous forme d'agrément et de concessions à des entreprises privées. C'est un facteur positif de notation.** Environ 70% de l'exploitation du port est effectuée sous forme d'agrément et de concession et 30% est gérée directement par le PAD. Cette volonté s'appuie sur le développement de partenariats public-privé (PPP), par le truchement desquels le PAD concède le droit d'exploitation à un opérateur, en échange du paiement de redevances fixes (redevances domaniales) et variables (redevances marchandises et conteneurs) qui sont fonction des volumes traités. Le tableau ci-dessous récapitule les terminaux concédés par le PAD. Cette stratégie procure 4 avantages immédiats au PAD : i) le port bénéficie de l'expertise et du savoir-faire d'opérateurs d'envergure internationale ; ii) les investissements nécessaires pour la concession sont à la charge du concessionnaire ; iii) le PAD

conserve l'entière propriété des installations à la fin de la concession ; et enfin iv) le PAD transfère une partie du risque commercial au concessionnaire.

Terminal	Opérateur	Infrastructures	Date de début de la concession	Durée de la concession
Terminal A Conteneurs	Dubai Port World	29 ha, 715 m de quai, 13m de tirant d'eau	2007	25 ans
Terminal Roulier	Bolloré	8 ha, 700 m de quai, 10m de tirant d'eau	2013	25 ans
Terminal Vraquier	Sea Invest	16 ha, 475m de quai, 10 m de tirant d'eau	2013	25 ans
Terminal Pétrolier	Sea Invest	1,8 ha, 709m de quai, 12m de tirant d'eau	2015	25 ans

**Ce modèle d'affaires, couplé à une croissance robuste des PIB du Sénégal, a permis au PAD d'afficher une croissance soutenue de son activité au cours des cinq dernières années. C'est un facteur positif de notation.** En effet, le chiffre d'affaires est passé de 40 milliards de FCFA en 2015 à 61,4 milliards de FCFA en 2019, soit +53%, équivalent à un taux de croissance annuel moyen de 9% sur la période. Cette croissance est portée par les segments 'redevances conteneurs' et 'redevances marchandises', traduisant la hausse des volumes traités par les opérateurs privés.

	2015	2016	2017	2018	2019	Var. 5 ans	TCAM
Traffic marchandises (millions de tonnes)	15,19	16,42	18,25	19,22	19,53	<b>4,34</b>	<b>0,87</b>
<i>Evolution</i>	<i>13%</i>	<i>8%</i>	<i>11%</i>	<i>5%</i>	<i>2%</i>	<b>29%</b>	<b>5%</b>
Conteneurs (en EVP)	529 724	617 747	639 379	697 336	695 698	<b>165 974</b>	<b>33 195</b>
<i>Evolution</i>	<i>9%</i>	<i>17%</i>	<i>4%</i>	<i>9%</i>	<i>0%</i>	<b>31%</b>	<b>6%</b>
Chiffre d'Affaires (mds FCFA)	40,00	45,83	49,22	56,36	61,39	<b>21,389</b>	<b>4,28</b>
<i>Evolution</i>	<i>15%</i>	<i>15%</i>	<i>7%</i>	<i>15%</i>	<i>9%</i>	<b>53%</b>	<b>9%</b>

**Cependant, le manque d'investissement par le passé pour agrandir et moderniser le port, ainsi que la congestion chronique qui en résulte, font du PAD un goulot d'étranglement pour l'économie du pays.** C'est un facteur négatif de notation. Le Port de Dakar ne paraît pas jouir d'une réputation optimale auprès de ses clients. Le Net Promoter Score négatif (-39) attribué à l'institution vient illustrer ce point. Cela signifie que la part des clients recommandant le PAD est très inférieure à la part des clients insatisfaits. En effet, les usagers sont aujourd'hui confrontés au manque d'espace, à la vétusté de certaines installations, à une voirie dégradée, et à des plans de circulation et de stationnement quasi-inexistants ou non respectés, ce qui limite considérablement l'efficacité des opérations. Cela est exacerbé par une congestion chronique au niveau du port (1874 entrées de camions quotidienne avec des pics à 2 380) et de la capitale rallongeant le temps d'attente moyen des navires et les temps moyens de séjour des conteneurs et marchandises. Les études commanditées par la direction ont fait ressortir que l'économie perd entre 6 et 8% de PIB par an en raison de la congestion portuaire. Aussi le port ne peut-il pleinement capitaliser sur sa position géographique, pourtant idéale, et par conséquent se démarquer de ses concurrents situés plus au sud de la côte ouest-africaine. Cela dit, WARA constate que la nouvelle direction a pris la pleine mesure des défis

opérationnels et stratégiques à relever afin de moderniser le port et en faire une plateforme logistique incontournable de la sous-région.

### Gouvernance et management

- La nomination de monsieur Aboubacar BEYE et le changement organisationnel qui en a découlé représentent un tournant pour le PAD
- La nouvelle direction s'est attelée à redresser la situation financière de l'entreprise...
- ...tout en élaborant un Plan Stratégique 2019-2023 clair, cohérent et exécutable ainsi qu'une vision à horizon 2035 permettant au PAD d'anticiper les tendances structurelles à venir
- C'est un facteur très positif de notation

**La nomination de monsieur Aboubacar BEYE et son équipe de direction en septembre 2017 marque un tournant en termes de gouvernance et management.** En effet, le PAD affichait une situation financière préoccupante : trésorerie négative de -7,9 milliards, des fournisseurs impayés, des retards de paiement sur les salaires, une dette financière de 56 milliards et surtout une perte de confiance des partenaires. En parallèle, du point de vue des opérations, le port souffrait d'une double congestion maritime et terrestre au point que les navires avaient du mal à accoster. Par conséquent, une réorganisation a été opérée afin de mettre en place une équipe de direction en mesure d'appréhender les enjeux à court, moyen et long termes auxquels le PAD était confronté.

**Suite au diagnostic interne conduit par la nouvelle direction, la priorité sur 2018 a été de mettre un terme à l'hémorragie financière du PAD à travers les mesures suivantes:**

- Annulation d'une décision de la direction précédente qui prévoyait le recrutement injustifié de 488 personnes ainsi que des promotions et primes indues (car ni conventionnées, ni contractuelles).
- Renégociation des contrats conclus avec G3S (vidéosurveillance) et SPS (agents de sécurité) dont les montants étaient anormalement élevés pour ce type de contrat de prestation de services.
- Renforcement des procédures de recouvrement : les clients accusaient de longs retards de paiement, faute de l'attention nécessaire au processus de recouvrement.
- Mise en place des « quick-wins » dans le cadre de la bataille des 6 mois sur le deuxième semestre 2018 par le biais : (i) de l'optimisation des recettes (refonte de la facturation, effort de recouvrement, revalorisation de domaine) ; (ii) de la réduction des charges, (iii) des mesures de décongestionnement du port ; et (iv) de l'élaboration du Plan de Transformation 2019-2020
- Reprofilage d'une partie de la dette permettant d'économiser 8 milliards de frais financiers sur 2019 et 2020.

**WARA constate que la direction a réussi son pari de redresser la situation financière de l'entreprise de manière probante. C'est un facteur positif de notation.** Entre fin 2017 et fin 2019, grâce à la bataille des six mois et sous l'impulsion du Plan de Transformation 2019-2020 : (i) le chiffre d'affaires a progressé de +12 milliards de FCFA, soit +25%, tandis que les volumes traités n'ont progressé que de 8%, illustrant un effet prix lié à une meilleure facturation et aux revalorisation de domaine ; (ii) les coûts d'exploitation ont été stabilisés à 43 milliards de FCFA ; (iii) la marge nette a progressé de 3% à 22% (illustrant une meilleure rentabilité d'exploitation et financière) ; (iv) la capacité d'autofinancement est passée de 6 à 19 milliards de FCFA alors que la trésorerie nette a progressé de -14 à +13 milliards (démontrant la meilleure capacité de recouvrement de l'entreprise et un meilleur pilotage du BFR). Au-delà des chiffres, le niveau d'implication et de compétence de l'équipe de direction et des employés du PAD indique que la direction générale a réussi à impliquer et responsabiliser les acteurs à tous les niveaux de l'entreprise. C'est à cette condition que la transformation nécessaire à l'entreprise a pu s'effectuer, tout en s'appuyant sur le partage de l'information avec les employés (approche *top-down*) et l'intégration du personnel et des partenaires dans l'élaboration des différents plans (approche *bottom-up*).

**Dans un second temps, la direction s'est attelée à l'élaboration du Plan Stratégique 2019-2023 – « PAD : un port fluide et performant ». L'objectif visé est l'amélioration substantielle des performances opérationnelles pour une plus grande satisfaction des clients.** Pour cela, les efforts seront concentrés sur les problèmes d'accessibilité, d'espace et de congestion. L'idée sous-jacente est qu'une meilleure satisfaction des clients se traduira par davantage d'activité et de rentabilité. Il s'agit là d'un plan clair, cohérent et réaliste, ce qui est un facteur positif de notation. En particulier, il présente l'avantage d'établir des objectifs parfaitement quantifiables : (i) ramener le Net Promoter Score à l'équilibre (score de -39 en 2019) ; (ii) atteindre la barre des 100 milliards de FCFA de chiffre d'affaires (contre 61 milliards en 2019) ; et (iii) dégager une marge nette structurelle de 15% (12% en moyenne sur la période 2017-2019). WARA suivra de manière attentive la bonne atteinte de ces objectifs qui permettraient au PAD d'entamer la seconde phase de sa transformation caractérisée par des investissements lourds, lesquels nécessiteront des financements importants et donc une capacité à générer des niveaux de rentabilité et de liquidité commensurables.

**En parallèle, la nouvelle direction du PAD s'est dotée d'une vision à horizon 2035 – « PAD : moteur de l'émergence » - adossée au Plan Sénégal Émergent. Il s'agira de transformer le port en un pôle logistique régional.** Cela se traduit concrètement par un plan d'investissement et de transformation important, décliné sur plusieurs phases. Un changement de paradigme important est à noter. Là où les précédents plans misaient sur la croissance économique robuste de l'économie pour faire croître l'activité du port, la nouvelle direction a opté pour une stratégie qui ferait du PAD un moteur de cette croissance grâce aux infrastructures et aux prestations logistiques qui seraient proposées. Cependant, la bonne réalisation d'une telle vision dépendra aussi : (i) de la capacité des autorités publiques compétentes à lancer les réformes et adapter les textes réglementaires ; (ii) de la bonne gestion des négociations avec les partenaires notamment des opérateurs privés (répartition de la prise des investissements) ; (iii) de la mise en place d'une culture basée sur les processus pour pérenniser les bonnes pratiques que ce soit au niveau du personnel, des cadres ou des

partenaires ; (iv) de la capacité du PAD de disposer des financements nécessaires à l'exécution des programmes d'investissement.

#### Positionnement concurrentiel

- Le PAD possède des avantages comparatifs naturels importants
- Il est pourtant devancé par ses pairs de la sous-région qui ont beaucoup investi dans la modernisation de leurs infrastructures et de leur mode opératoire
- Cela dit, les programmes d'investissements lancés par la nouvelle direction devraient permettre de redistribuer les cartes de la concurrence sous-régionale

**WARA constate que le PAD possède des avantages comparatifs naturels importants. C'est un facteur positif de notation.** Tout d'abord, le Port de Dakar occupe une position géographique à l'intersection des lignes maritimes reliant l'Europe à l'Amérique du Sud et l'Amérique du Nord à l'Afrique du Sud. En outre, le PAD est le premier port sub-saharien en eau profonde touché par les navires venant du nord et le dernier port touché à la remontée par les navires en provenance du sud. Cette position géographique permet aux navires provenant du nord de bénéficier d'un gain de temps de navigation de deux à trois jours par rapport aux autres ports de la côte Ouest Africaine. Avec une façade maritime de plus de 700 km, le Sénégal dispose aussi de ports dits secondaires et donc d'une surface de stockage importante. De surcroît, le Port de Dakar bénéficie de l'avantage de se situer sur un plan d'eau stable, subissant des changements de marée faibles, ce qui lui permet de rester opérationnel 7 jours sur 7 et 24h sur 24.

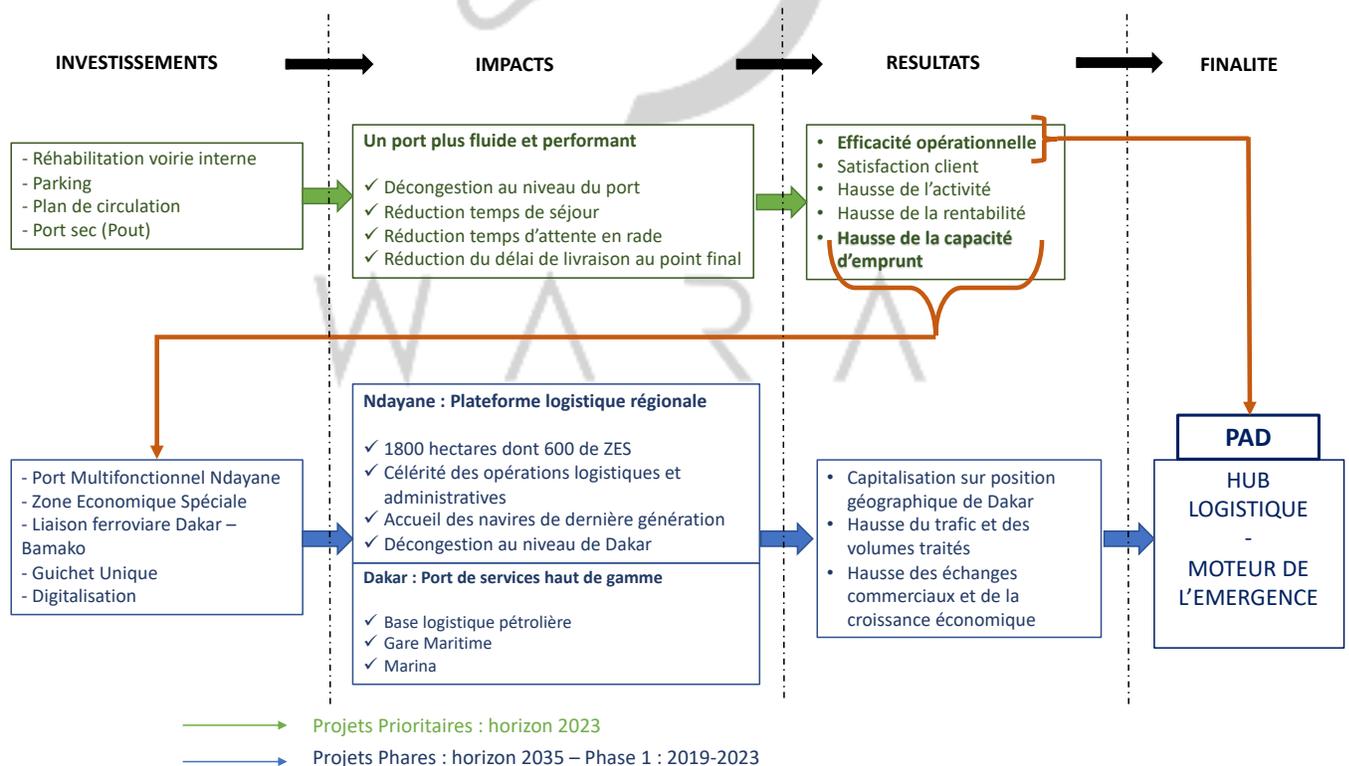
**En outre, le PAD domine largement le trafic à destination de l'hinterland malien avec 65% de parts de marché sur ce segment.** Le PAD accorde une attention toute particulière à ce segment en raison des relations spéciales qui unissent les deux pays, mais aussi de la manne qu'il représente (2,7 millions de tonnes en 2017 soit 15% du trafic total du PAD). Il y a notamment affecté des infrastructures dédiées (entrepôts au niveau du port, entrepôts sénégalais au Mali – ENSEMA), et une nouvelle cellule chargée du développement de l'hinterland au sein de la direction aura pour objectif de porter la part de marché du PAD à 80%.

**Toutefois, le PAD est aujourd'hui devancé par ses pairs sous-régionaux qui ont massivement investi dans la modernisation de leurs infrastructures et mode opératoire.** C'est là un facteur négatif de notation. Parmi les exemples les plus probants, le port de Lomé a investi plus d'un milliard de dollars au cours de la dernière décennie pour en faire la plateforme la plus moderne d'Afrique de l'Ouest et Centrale grâce à la rapidité de ses opérations, l'excellente connectivité avec les pays limitrophes et surtout des équipements de pointe faisant de lui le seul port ouest-africain capable d'accueillir des navires de troisième génération. Il est ainsi devenu le premier port à conteneur de la région, franchissant la barre symbolique de 1,5 millions d'EVP traités en 2019. Le Port Autonome d'Abidjan, quant à lui, a fait agrandir le canal de Vridi, pour l'accès à ses quais, afin de recevoir lui aussi des navires porte-conteneurs de dernière génération. Le port enregistre aujourd'hui un trafic record de 26

millions de tonnes de marchandises en 2019. Il en est de même pour les ports de Cotonou et Tema, qui ont initié des plans d'investissements ambitieux pour rester dans la course.

Etat des lieux		Lomé	Abidjan	Dakar	Cotonou	Tema
Trafic (2018)	Trafic global de conteneurs (mEVP)	1,40	0,674	0,697	0,392	0,612
	Trafic global de marchandise (mT)	22,12	24,16	19,22	10,28	14,4
Infrastructures	Capacité conteneur (m EVP)	2,20	1,30	0,70	0,95	0,85
	Profondeur tirant d'eau (mètre)	16,6	16	13	15	16
	Linéaire conteneurs (mètre)	450	1 000	700	546	360

**A moyen et long termes, les programmes d'investissements du PAD dans le cadre de son Plan Stratégique 2023 et de sa Vision 2035 devraient permettre de redistribuer les cartes dans la compétition sous régionale.** C'est un facteur positif de notation. En effet, le PAD a enclenché simultanément la réalisation de projets prioritaires et de projets phares pour, d'une part, rendre le port plus fluide et performant et, d'autre part, en faire une plateforme logistique régionale de dernière génération rivalisant avec les meilleurs ports d'Afrique de l'Ouest. Dans les deux cas et de manière incrémentale, ces projets permettront de réaliser la vision de la nouvelle direction : transformer le port pour en faire un moteur de l'émergence du pays grâce à une contribution annuelle de 3 points de PIB à l'économie.



## Facteurs financiers

## Rentabilité

- La marge nette du PAD est en amélioration spectaculaire depuis 2017 et cette tendance devrait se maintenir : c'est un facteur positif de notation
- Cependant, rapporté au niveau des fonds propres ou des actifs, le niveau de rentabilité reste perfectible.
- WARA précise que l'amélioration structurelle de la marge nette devrait à moyen terme, tirer le niveau de rentabilité globale à la hausse et, par la même occasion, la notation du PAD

La marge de profit du PAD a connu une amélioration spectaculaire au cours de ces trois dernières années. En revanche, le niveau de rotation des actifs est encore insuffisant. Entre fin 2017 et fin 2019, suite aux actions initiées par la direction, la marge nette du PAD a progressé de 3% en 2017 à 22% en 2019. La marge de profit moyenne sur trois ans s'établit donc à 12%, ce qui correspond à un bon niveau selon la grille de notation de WARA. Le ratio de rotation des actifs, quant à lui est encore insuffisant s'établissant à 30% en moyenne sur les trois dernières années.

	2017	2018	2019	Moy. 3 ans	Score WARA
Marge de profit	3%	11%	23%	12%	3
Rotation des actifs	27%	32%	32%	30%	4

En revanche, la rentabilité du PAD rapportée au niveau de ses actifs ou de ses fonds propres, bien qu'en nette amélioration, reste perfectible. Tout d'abord, la rentabilité des actifs (qui n'est autre que le produit de la marge nette et de la rotation des actifs) s'établit à 4% en moyenne sur trois ans. Ensuite, la rentabilité des fonds propres se situe à 7% sur la période analysée. Dans les deux cas, il s'agit d'un niveau relativement modeste au regard de la grille de notation de WARA. Cela dit, l'amélioration structurelle de la marge nette sous l'impulsion du Plan Stratégique 2023 devrait, à moyen terme, contribuer à l'amélioration du niveau de rentabilité globale et, par la même occasion, la notation du PAD.

	2017	2018	2019	Moy. 3 ans	Score WARA
Rentabilité des Actifs (ROA)	0,8%	3,6%	7,4%	4%	4
Rentabilité des fonds propres (ROE)	1,5%	6,2%	12,3%	7%	4

Scoring WARA - Rentabilité (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
Marge de profit	supérieur à 20%	entre 13 et 20%	entre 9 et 13%	entre 5 et 9%	entre 3 et 5%	inférieur à 3%
Rotation des Actifs	supérieur à 80%	entre 60 et 80%	entre 40 et 60%	entre 30 et 40%	entre 20 et 30%	inférieur à 20%
Rentabilité des Actifs (ROA)	supérieur à 10%	entre 8 et 10%	entre 6 et 8%	entre 4 et 6%	entre 2 et 4%	inférieur à 2%
Rentabilité des Capitaux Propres (ROE)	supérieur à 25%	entre 17 et 25%	entre 10 et 17%	entre 6 et 10%	entre 3 et 6%	inférieur à 3%

## Liquidité

- Le PAD affiche un bon degré de liquidité
- Le niveau de trésorerie a été considérablement assaini depuis trois ans
- C'est un facteur positif de notation

**Le PAD affiche un bon niveau de liquidité. C'est un facteur positif de notation.**

Toutefois, le niveau très élevé des immobilisations au bilan affecte négativement le ratio de liquidité des actifs (score de 4 selon notre méthodologie). WARA précise que cette situation est parfaitement normale dans le secteur des infrastructures. L'actif circulant couvre presque deux fois le passif circulant, à 196% en moyenne sur la période analysée. Concrètement, cela signifie que dans le cas extrême d'un processus de liquidation, la cession des actifs liquides permettrait de satisfaire la totalité des obligations de maturité inférieure à 1 an. Finalement, ce sont bien les ressources à long terme qui financent les emplois à long terme (ou actif immobilisé) comme l'illustre le ratio qui affiche 125% en moyenne sur les trois dernières années, le reliquat étant communément appelé fonds de roulement. En conclusion, l'analyse fonctionnelle du bilan à travers ces trois ratios nous permet de constater que les grands équilibres bilanciaux sont convenablement respectés.

	2017	2018	2019	Moy. 3 ans	Score WARA
Actifs liquides / Actif Total	35%	31%	33%	33%	4
Actifs liquides / Ressources CT	248%	172%	168%	196%	1
(Ressources LT + CP) / Actif immo	121%	120%	133%	125%	3

Scoring WARA - Liquidité (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
Actifs liquides / Actif total	supérieur à 60%	entre 50 et 60%	entre 40 et 50%	entre 30 et 40%	entre 20 et 30%	inférieur à 20%
Actifs liquides / Ressources CT	supérieur à 125%	entre 100 et 125%	entre 75 et 100%	entre 55 et 75%	entre 35 et 55%	inférieur à 35%
(Ressources LT + Capitaux Propres) / Actif immobilisé	inférieur à 80%	entre 80 et 100%	entre 100 et 125%	entre 125 et 170%	entre 170 et 200%	supérieur à 200%

**Le renforcement du pilotage et des processus de recouvrement ont permis au PAD d'assainir sa trésorerie au cours des trois dernières années. C'est un facteur positif de notation.** En effet, la trésorerie nette du PAD est passée d'un solde négatif de 14 milliards en 2017 à un solde positif de 13 milliards en 2019. Cela a été possible notamment grâce aux efforts consentis pour améliorer l'efficacité et le suivi du recouvrement de créances. La mise en place d'un pilotage continu obéissant à des procédures strictes permettra au PAD de maintenir cette bonne pratique.

	2017	2018	2019
Trésorerie Actif	4 736	8 571	13 150
Trésorerie Passif	18 972	9 224	355
<b>Trésorerie nette</b>	<b>-14 236</b>	<b>-652</b>	<b>12 795</b>

## Flexibilité financière

- L'amélioration du niveau de rentabilité du PAD couplée à l'assainissement de sa trésorerie lui ont permis d'assainir sa situation financière
- La baisse du ratio de d'endettement financier et le triplement de la capacité d'autofinancement en sont une bonne illustration
- Il sera crucial de poursuivre cette tendance dans l'optique de faire appel aux ressources financières externes pour financer les investissements à venir

**L'amélioration de la rentabilité et de la liquidité du PAD au cours des trois dernières années a contribué à : (i) réduire son niveau d'endettement relatif ; (ii) augmenter sa capacité d'autofinancement ; et par conséquent (iii) renforcer sa capacité d'emprunt.** Tout d'abord, le ratio d'endettement financier (gearing) est passé de 66% en 2017 à 35% en 2019, à la faveur de l'augmentation du niveau de fonds propres (par accumulation de reports à nouveau positifs) et de la diminution du niveau des découverts et concours bancaires. Ensuite, la hausse de la rentabilité, qu'elle soit au niveau du cycle d'exploitation (hausse continue du CA couplée à stabilisation des charges) ou du cycle financier (diminution des intérêts payés en 2019 suite au reprofilage de la dette), permet au PAD de générer une capacité d'autofinancement de plus en plus importante (de 6 milliards en 2017 à 19 milliards en 2019).

	2017	2018	2019
Dettes financières à M/L terme	44 170	33 252	39 103
Trésorerie-Passif	18 972	9 224	355
Capitaux propres	95 663	101 438	112 877
<b>Gearing</b>	<b>66%</b>	<b>42%</b>	<b>35%</b>

**Selon WARA, il sera crucial pour la direction de poursuivre cette tendance. En effet, les investissements à venir dans le cadre du plan stratégique 2023 seront a priori financés par des ressources externes. WARA intègre d'ores et déjà ce scénario dans sa carte des scores.** D'ailleurs, la poursuite de cette tendance sera d'autant plus importante que les ratios moyens de couverture de la dette en stock affichent déjà un niveau insuffisant selon notre méthodologie. Le ratio de couverture de l'EBE s'établit à 4x : cela signifie qu'en moyenne, il faut quatre années d'exploitation pour solder le stock de dette restant. En ce qui concerne les flux, une année d'exploitation permet en moyenne de couvrir quatre fois le montant annuel d'intérêts. Une augmentation du niveau d'endettement devra donc s'accompagner d'une poursuite de l'amélioration des différents niveaux de rentabilité et de liquidité pour maintenir une situation financière saine.

	2017	2018	2019	Moy. 3 ans	Score WARA
EBE/intérêts (x)	2x	3x	8x	<b>4x</b>	4
(Dettes financières+tréso passif)/EBE	7x	3x	2x	<b>4x</b>	4

Scoring WARA - Capitalisation (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
Dettes / EBE (x)	inférieur à 1x	entre 1x et 2x	entre 2x et 3x	entre 3x et 4,5x	entre 4,5x et 6,5x	supérieur à 6,5x
EBE/charge d'intérêts	supérieur à 10x	entre 7x et 10x	entre 5x et 7x	entre 2,5 et 5x	entre 1,5x et 2,5x	inférieur à 1,5x

## DONNÉES FINANCIÈRES ET RATIOS

COMPTE DE RESULTATS (en millions de FCEA)	2015	2016	2017	2018	2019
Chiffre d'affaires (CA)	40 001	45 827	49 219	56 356	61 390
Production stockée	0	0	0	0	0
Production immobilisée	0	0	0	0	0
Autres produits	1 241	2 077	3 428	2 849	3 141
<b>PRODUITS D'EXPLOITATION</b>	<b>41 242</b>	<b>47 904</b>	<b>52 647</b>	<b>59 205</b>	<b>64 531</b>
Achats de marchandises	-1 659	-1 794	-1 928	-1 689	-1 788
Transports	-492	-280	-276	-152	-250
Services extérieurs	-9 674	-10 784	-10 417	-11 062	-9 310
Autres charges	-2 674	-4 680	-3 967	-5 813	-3 978
<b>VALEUR AJOUTEE</b>	<b>26 743</b>	<b>30 366</b>	<b>36 059</b>	<b>40 489</b>	<b>49 205</b>
<b>% CA</b>	<b>66,9%</b>	<b>66,3%</b>	<b>73,3%</b>	<b>71,8%</b>	<b>80,2%</b>
Impôts et taxes	-1 977	-3 694	-4 001	-3 879	-3 300
Charges de personnel	-18 182	-20 607	-22 431	-22 911	-24 384
<b>EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBE)</b>	<b>6 584</b>	<b>6 065</b>	<b>9 627</b>	<b>13 699</b>	<b>21 521</b>
<b>% CA</b>	<b>16,5%</b>	<b>13,2%</b>	<b>19,6%</b>	<b>24,3%</b>	<b>35,1%</b>
Dotations aux amortissements et aux provisions	-5 386	-5 859	-9 032	-7 878	-5 751
Reprises de provisions	115	2 584	4 210	3 726	625
<b>RESULTAT D'EXPLOITATION</b>	<b>1 313</b>	<b>2 790</b>	<b>4 805</b>	<b>9 547</b>	<b>16 395</b>
<b>% CA</b>	<b>3,3%</b>	<b>6,1%</b>	<b>9,8%</b>	<b>16,9%</b>	<b>26,7%</b>
Résultat financier	-323	-1 611	-2 683	-238	3 377
Résultat hors activités ordinaires (H.A.O)	513	687	-6	19	5
Impôts différés	0	0	0	0	0
Impôt sur le résultat	-620	-310	-695	-3 053	-5 837
<b>RESULTAT NET DE L'ENSEMBLE CONSOLIDE</b>	<b>883</b>	<b>1 556</b>	<b>1 420</b>	<b>6 275</b>	<b>13 940</b>
<b>% CA</b>	<b>2,2%</b>	<b>3,4%</b>	<b>2,9%</b>	<b>11,1%</b>	<b>22,7%</b>
Quote-part des sociétés mises en équivalence	0	0	0	0	0
<b>RESULTAT NET CONSOLIDE GLOBAL</b>	<b>883</b>	<b>1 556</b>	<b>1 420</b>	<b>6 275</b>	<b>13 940</b>
<b>% CA</b>	<b>2,2%</b>	<b>3,4%</b>	<b>2,9%</b>	<b>11,1%</b>	<b>22,7%</b>
Parts des minoritaires	0	0	0	0	0
<b>RESULTAT NET, PART DU GROUPE</b>	<b>883</b>	<b>1 556</b>	<b>1 420</b>	<b>6 275</b>	<b>13 940</b>
<b>% CA</b>	<b>2,2%</b>	<b>3,4%</b>	<b>2,9%</b>	<b>11,1%</b>	<b>22,7%</b>

<b>BILAN (en millions de FCFA)</b>	2015	2016	2017	2018	2019
Charges immobilisées	6	1 945	0	0	0
Immobilisations incorporelles	796	834	127	103	101
Immobilisations corporelles	121 126	116 946	113 593	109 844	111 644
Immobilisations financières	1 819	1 947	1 584	2 598	2 610
Actif circulant H.A.O	11	0	0	0	0
Stocks	176	115	69	65	89
Créances et emplois assimilés	76 736	50 746	64 873	54 229	61 515
Trésorerie - Actif	5 993	6 476	4 736	8 571	13 150
<b>TOTAL ACTIF</b>	<b>206 663</b>	<b>179 009</b>	<b>184 982</b>	<b>175 410</b>	<b>189 109</b>
Capital	52 000	52 000	52 000	52 000	52 000
Primes et réserves consolidées	38 300	39 184	40 740	42 160	46 436
Report à nouveau	0	0	0	0	0
Résultat net (part du groupe)	883	1 556	1 420	6 275	13 940
<b>Parts de l'entreprise consolidante</b>	<b>91 183</b>	<b>92 740</b>	<b>94 160</b>	<b>100 436</b>	<b>112 376</b>
Subventions d'investissement	2 500	2 004	1 503	1 002	501
Part des minoritaires	0	0	0	0	0
<b>Total des capitaux propres</b>	<b>93 683</b>	<b>94 744</b>	<b>95 663</b>	<b>101 438</b>	<b>112 877</b>
Dettes financières	60 292	50 343	44 170	33 252	39 103
Dettes circulantes et ressources assimilées H.A.O	1 517	603	425	3 521	4 227
Clients, avances reçues	43	330	356	143	559
Fournisseurs d'exploitation	5 628	4 774	7 384	8 145	7 075
Dettes fiscales	8 898	8 220	14 965	16 707	21 100
Dettes sociales	2 420	2 987	0	0	0
Autres dettes	16 097	1 694	3 047	2 981	3 814
Trésorerie - Passif	18 085	15 314	18 972	9 224	355
<b>TOTAL PASSIF</b>	<b>206 663</b>	<b>179 009</b>	<b>184 982</b>	<b>175 410</b>	<b>189 109</b>

<b>INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES (en millions de FCFA)</b>	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Capacité d'auto-financement globale (CAFG)</b>	<b>1 878</b>	<b>5 710</b>	<b>6 420</b>	<b>10 659</b>	<b>19 064</b>
Variation de BFR	-3 604	10 068	-9 363	15 961	-2 040
Investissements	-4 855	-3 621	3 090	-2 503	-6 828
Remboursements d'emprunts	-6 676	-10 735	-9 783	-11 722	-20 187
Nouveaux emprunts	3 135	1 831	4 239	1 189	25 439
Augmentation de capital / Subvention					
Distribution de dividendes					-2 000
<b>Variation de trésorerie</b>	<b>-10 122</b>	<b>3 253</b>	<b>-5 397</b>	<b>13 584</b>	<b>13 447</b>
Trésorerie nette d'ouverture	-1 970	-12 092	-8 839	-14 236	-652
Trésorerie nette de clôture	-12 092	-8 839	-14 236	-652	12 795
<b>Dettes financières nette (2)</b>	<b>72 384</b>	<b>59 181</b>	<b>58 406</b>	<b>33 905</b>	<b>26 308</b>

TAUX DE CROISSANCE - COMPTE DE RESULTATS (en %)	2015	2016	2017	2018	2019
Chiffre d'affaires (CA)	15,2	14,6	7,4	14,5	8,9
Production immobilisée	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Autres produits	-95,2	67,4	65,0	-16,9	10,2
<b>PRODUITS D'EXPLOITATION</b>	<b>-31,6</b>	<b>16,2</b>	<b>9,9</b>	<b>12,5</b>	<b>9,0</b>
Achats de marchandises	-17,7	8,1	7,5	-12,4	5,9
Transports	7,0	-43,1	-1,3	-45,0	64,3
Services extérieurs	33,4	11,5	-3,4	6,2	-15,8
Autres charges	-18,6	75,0	-15,2	46,5	-31,6
<b>VALEUR AJOUTEE</b>	<b>-43,5</b>	<b>13,5</b>	<b>18,7</b>	<b>12,3</b>	<b>21,5</b>
Impôts et taxes	10,9	86,8	8,3	-3,0	-14,9
Charges de personnel	7,7	13,3	8,9	2,1	6,4
<b>EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBE)</b>	<b>-77,0</b>	<b>-7,9</b>	<b>58,7</b>	<b>42,3</b>	<b>57,1</b>
Dotations aux amortissements et aux provisions	-11,6	8,8	54,2	-12,8	-27,0
Reprises de provisions	5,5	2 147,0	62,9	-11,5	-83,2
<b>RESULTAT D'EXPLOITATION</b>	<b>-94,2</b>	<b>112,5</b>	<b>72,2</b>	<b>98,7</b>	<b>71,7</b>
Résultat financier	96,3	-398,8	-66,5	91,1	1 519,7
Résultat hors activités ordinaires (H.A.O)	-75,7	-33,9	100,9	396,1	74,7
Impôt différé	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Impôt sur le résultat	-92,7	-50,0	124,3	339,1	91,2
<b>RESULTAT NET DE L'ENSEMBLE CONSOLIDE</b>	<b>-84,7</b>	<b>76,2</b>	<b>-8,7</b>	<b>341,8</b>	<b>122,1</b>
Parts des minoritaires	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
<b>Résultat net part de l'entreprise consolidante</b>	<b>-92,7</b>	<b>-50,0</b>	<b>124,3</b>	<b>339,1</b>	<b>91,2</b>

TAUX DE CROISSANCE - BILAN (en %)	2015	2016	2017	2018	2019
Charges immobilisées	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Immobilisations incorporelles	8,3	4,8	-84,8	-18,9	-1,2
Immobilisations corporelles	-0,4	-3,5	-2,9	-3,3	1,6
Immobilisations financières	13,7	7,0	-18,6	64,0	0,4
Stocks	91,3	-34,7	-40,3	-5,5	37,8
Créances et emplois assimilés	5,1	-33,9	27,8	-16,4	13,4
Trésorerie - Actif	-27,5	8,1	-26,9	81,0	53,4
<b>TOTAL ACTIF</b>	<b>0,6</b>	<b>-13,4</b>	<b>3,3</b>	<b>-5,2</b>	<b>7,8</b>
Capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Primes et réserves consolidées	17,8	2,3	4,0	3,5	10,1
Report à nouveau	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Résultat net (part du Groupe)	-84,7	76,2	-8,7	341,8	122,1
<b>Parts de l'entreprise consolidante</b>	<b>1,0</b>	<b>1,7</b>	<b>1,5</b>	<b>6,7</b>	<b>11,9</b>
Part des minoritaires	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
<b>Total des capitaux propres</b>	<b>0,4</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>6,0</b>	<b>11,3</b>
Dettes financières	-10,6	-16,5	-12,3	-24,7	17,6
Dettes circulantes et ressources assimilées H.A.O	-19,5	-60,3	-29,5	N/A	20,0
Clients, avances reçues	-46,3	667,4	7,9	N/A	291,6
Fournisseurs d'exploitation	66,7	-15,2	54,7	10,3	-13,1
Dettes fiscales	-13,3	-7,6	82,1	11,6	26,3
Dettes sociales	-16,8	23,4	-100,0	N/A	N/A
Autres dettes	1,1	-89,5	79,9	-2,2	27,9
Trésorerie - Passif	76,6	-15,3	23,9	-51,4	-96,2
<b>TOTAL PASSIF</b>	<b>0,6</b>	<b>-13,4</b>	<b>3,3</b>	<b>-5,2</b>	<b>7,8</b>

RATIOS	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Rentabilité</b>					
Marge de profit (RN/CA) en %	2,2	3,4	2,9	11,1	22,7
Rotation des actifs (CA/TA) en %	19,4	25,6	26,6	32,1	32,5
Levier financier (TA/FP) en %	220,6	188,9	193,4	172,9	167,5
Retour sur fonds propres (RN/FP) en %	0,9	1,6	1,5	6,2	12,3
ROA (RN/TA) en %	0,4	0,9	0,8	3,6	7,4
Charges d'exploitation/Produits d'exploitation en %	96,8	94,5	91,5	84,8	74,8
<b>Liquidité</b>					
Ratio de liquidité générale (AC/PC) en %	222,3	273,3	248,1	172,4	167,5
Ratio de liquidité de l'actif (AC/TA) en %	37,2	28,4	35,1	31,0	32,6
(RLT + FP) / Actif Immobilisé en %	124,4	119,2	121,3	119,7	132,9
Couverture des stocks (en jours d'achats)	38,2	23,1	12,8	13,8	18,0
Rotation des stocks (en nombre de fois / an)	227,3	398,5	717,2	869,3	687,0
Délais clients (en jours de CA) (3)	575,5	332,2	395,4	288,7	300,6
Délais fournisseurs (en jours de CA) (3)	42,2	31,3	45,0	43,4	34,6
<b>Flexibilité financière</b>					
Gearing (Dettes financières+trésorerie passif)/FP en %	83,7	69,3	66,0	41,9	35,0
Couverture des charges d'intérêt (EBE/intérêts financiers)	1,3	0,8	1,9	3,5	7,9
(Dettes financières+trésorerie passif)/EBE en %	11,9	10,8	6,6	3,1	1,8

## 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



W A R A



© 2020 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.