

**Senelec**

**A-/Stable/w-3**

**ANALYSE**

**Décembre 2020**

**Hamza HAJI**

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

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

**Cheikh SAKHO**

[Cheikh.sakho@wara-ratings.com](mailto:Cheikh.sakho@wara-ratings.com)

+221 33 824 60 14

## TABLE DES MATIÈRES

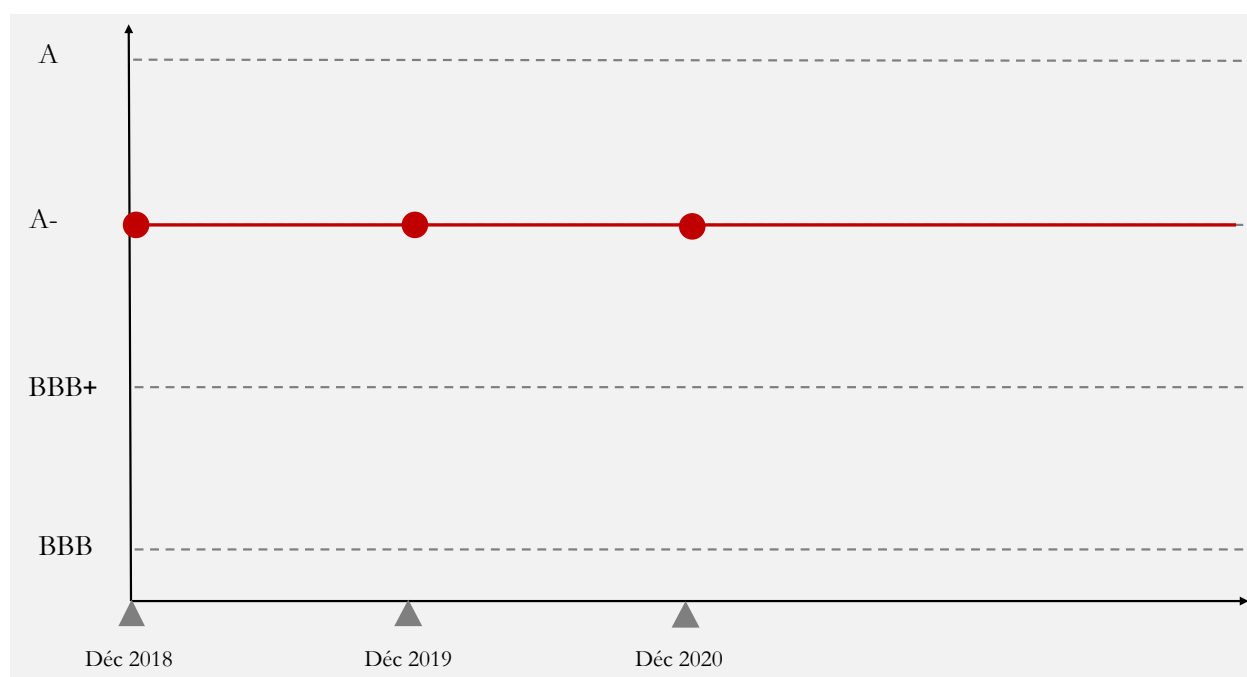
---

<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 .....	12
Environnement sectoriel.....	13
<b>Facteurs qualitatifs</b> .....	15
Produits – Distribution – Marque .....	15
Gouvernance et management.....	17
Positionnement concurrentiel.....	19
<b>Facteurs financiers</b> .....	20
Rentabilité.....	20
Liquidité.....	22
Flexibilité financière.....	24
<b>DONNEES FINANCIERES ET RATIOS</b> .....	25

## NOTATION

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

## ÉVOLUTION DE LA NOTE DE LONG TERME



## RÉSUMÉ

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

WARA a assigné à Senelec la notation de long terme de 'A-' en devise régionale en décembre 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 de Senelec sur l'échelle régionale de WARA est 'w-3'. La perspective attachée à cette notation est **stable**.

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

**La notation intrinsèque de Senelec, indépendamment de tout facteur de support externe, a été rehaussée d'un cran à 'BBB'** selon WARA, ce qui équivaut à un score pondéré total de **3,22/6,00** (contre un score de 3,27/6,00 en décembre 2019, soit une notation de 'BBB-'), sans qu'aucun ajustement supplémentaire à la carte des scores n'ait été apporté.

**La notation de contrepartie à long terme en devise locale de Senelec (A-) ne bénéficie donc plus que de deux crans de support externe ; contre de trois crans précédemment.** Senelec est considérée, d'un point de vue méthodologique, comme une entreprise publique (EP). Eu égard au statut de monopole de fait de Senelec et du caractère vital de sa mission, le degré d'importance stratégique de Senelec en tant qu'EP est « élevée ». Par conséquent, WARA peut ajouter jusqu'à 6 crans de support externe souverain, dans la limite de la note souveraine de la République du Sénégal, à savoir ns.A-. Compte tenu de cette limite, WARA rajoute par conséquent 2 crans de support externe souverain, portant la note de contrepartie à A-, à partir de la note intrinsèque de BBB (voir les détails en page 9).

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

### Points forts

- **Senelec se prévaut d'une position de monopole de fait dans son secteur.** L'entreprise est aujourd'hui l'unique distributeur d'électricité pour 1,5 millions de clients. L'ouverture à la concurrence du segment de la distribution d'électricité à partir de 2020 ne devrait pas entamer sa position dominante de sitôt, en raison des barrières à l'entrée qu'elle a su ériger.
- **L'équipe de direction est compétente ; elle a pris la pleine mesure des défis que l'entreprise devra relever.** En effet, la réorganisation managériale qui a été initiée depuis 2016 a marqué un tournant en termes de gouvernance et de stratégie. L'arrivée du nouveau Directeur Général, M. Papa Mademba BITEYE confirme cette bonne dynamique.
- **La vision stratégique est claire, et la qualité de son exécution très bonne.** Le plan YEESAL pour la période 2016-2020 est organisé autour de cinq axes stratégiques avec des objectifs concrets, quantifiables et surtout abordables. En outre, les Plans d'Actions Prioritaires ainsi que le Plan de Transformation 2018 se sont traduits par une orientation client et un management par les processus.
- **Senelec exerce une mission de service public en fournissant l'électricité nécessaire au bon développement du pays.** En effet, l'accès à l'énergie est la première contrainte de développement pour les entreprises et d'émancipation pour les particuliers. C'est ainsi que l'entreprise publique, grâce à des investissements importants et une réorientation de sa stratégie est passée d'une année 2011 marquée par « les émeutes de l'électricité » à un taux de satisfaction de sa clientèle de 80% en 2018.

## Points faibles

- **Malgré l'amélioration de son niveau de rentabilité structurelle, Senelec n'a que partiellement rempli sa mission.** En effet, Senelec est encore à la recherche d'une meilleure efficacité opérationnelle par la réduction des coûts variables de production via un mix énergétique plus diversifié, une meilleure disponibilité du parc de production, la réduction des pertes lors du transport et de la distribution, et la lutte contre le vol. Cela devrait contribuer à renforcer sa rentabilité à terme, par le double effet du volume et de l'optimisation de sa marge sur coûts variables.
- **De même, la flexibilité financière de Senelec, bien qu'en amélioration, reste perfectible et est en deçà des performances de ses pairs notés dans la même catégorie.** WARA tient à préciser que de tels niveaux d'endettement sont communs dans le secteur des infrastructures.
- **Enfin, les investissements requis dans le cadre de la bonne exécution du plan stratégique ainsi que l'inflation du BFR relative à la hausse du niveau d'activité nécessiteront la mobilisation de ressources externes importantes.** Cela ne va pas sans un coût élevé, pesant i) d'une part sur la rentabilité financière de Senelec ; et ii) d'autre part sur le niveau d'endettement de l'entreprise. Il appartient donc à Senelec de s'assurer que ces ressources externes seront effectivement affectées à des projets créateurs de valeur, afin de demeurer dans le cercle vertueux que peut procurer l'effet de levier. Cela dit, la CRSE est garante de la soutenabilité des investissements ; et en outre, Senelec a accès un gisement important de financement concessionnel.

WARA

## CARTE DES SCORES

FACTEURS DE NOTATION DES CORPORATES				Pondération	Score	Score pondéré	Scores 2019	
<b>FACTEURS ENVIRONNEMENTAUX</b>				<b>25%</b>	<b>3,16</b>	<b>0,79</b>	<b>3,16</b>	<b>0,79</b>
<b>FNI.C1</b>	<b>Environnement macroéconomique</b>	<b>EM</b>	<b>10%</b>	<b>3,40</b>	<b>0,34</b>	<b>3,40</b>	<b>0,34</b>	
	<i>Maturité</i>		3%	4,00	0,12	4,00	0,12	
	<i>Volatilité</i>		2%	2,00	0,04	2,00	0,04	
	<i>Diversité</i>		2%	3,00	0,06	3,00	0,06	
	<i>Soutenabilité</i>		3%	4,00	0,12	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>	<b>3,57</b>	<b>0,25</b>	
	<i>Gouvernance systémique</i>		3%	3,00	0,09	3,00	0,09	
	<i>Infrastructure</i>		2%	4,00	0,08	4,00	0,08	
	<i>Information</i>		2%	4,00	0,08	4,00	0,08	
<b>FNI.C3</b>	<b>Environnement sectoriel</b>	<b>ES</b>	<b>8%</b>	<b>2,50</b>	<b>0,20</b>	<b>2,50</b>	<b>0,20</b>	
	<i>Pression concurrentielle</i>		4%	1,00	0,04	1,00	0,04	
	<i>Degré de maturité</i>		4%	4,00	0,16	4,00	0,16	
<b>FACTEURS QUALITATIFS</b>				<b>40%</b>	<b>2,68</b>	<b>1,07</b>	<b>2,65</b>	<b>1,06</b>
<b>FNI.C4</b>	<b>Produits - Distribution - Marque</b>	<b>PM</b>	<b>15%</b>	<b>2,67</b>	<b>0,40</b>	<b>2,67</b>	<b>0,40</b>	
	<i>Diversité des produits - Gamme</i>		5%	3,00	0,15	3,00	0,15	
	<i>Distribution et parts de marché</i>		5%	2,00	0,10	2,00	0,10	
	<i>Reconnaissance de la marque</i>		5%	3,00	0,15	3,00	0,15	
<b>FNI.C5</b>	<b>Gouvernance et management</b>	<b>GM</b>	<b>15%</b>	<b>2,75</b>	<b>0,41</b>	<b>2,67</b>	<b>0,40</b>	
	<i>Gouvernance idiosyncrasique</i>		5%	2,25	0,11	2,00	0,10	
	<i>Qualité de la gestion stratégique</i>		5%	3,00	0,15	3,00	0,15	
	<i>Qualité de l'exécution opérationnelle</i>		5%	3,00	0,15	3,00	0,15	
<b>FNI.C6</b>	<b>Positionnement concurrentiel</b>	<b>PC</b>	<b>10%</b>	<b>2,60</b>	<b>0,26</b>	<b>2,60</b>	<b>0,26</b>	
	<i>Compétitivité prix</i>		3%	3,00	0,09	3,00	0,09	
	<i>Compétitivité hors-prix</i>		3%	3,00	0,09	3,00	0,09	
	<i>Développement - Technologie - Innovation</i>		4%	2,00	0,08	2,00	0,08	
<b>FACTEURS FINANCIERS</b>				<b>35%</b>	<b>3,89</b>	<b>1,36</b>	<b>4,06</b>	<b>1,42</b>
<b>FNI.C7</b>	<b>Rentabilité</b>	<b>RE</b>	<b>10%</b>	<b>3,70</b>	<b>0,37</b>	<b>3,30</b>	<b>0,33</b>	
	<i>Marge de profit</i>		4%	4,00	0,16	3,00	0,12	
	<i>Rotation des actifs</i>		3%	4,00	0,12	4,00	0,12	
	<i>Levier financier</i>		3%	3,00	0,09	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>	<b>5,00</b>	<b>0,50</b>	
	<i>Liquidité des actifs</i>		5%	2,00	0,10	5,00	0,25	
	<i>Refinancement et gestion de la liquidité</i>		5%	3,00	0,15	5,00	0,25	
<b>FNI.C9</b>	<b>Flexibilité financière</b>	<b>FF</b>	<b>15%</b>	<b>4,93</b>	<b>0,74</b>	<b>3,93</b>	<b>0,59</b>	
	<i>Couverture des intérêts par les cashflows</i>		8%	4,00	0,32	3,00	0,24	
	<i>Dette en années de cashflows</i>		7%	6,00	0,42	5,00	0,35	
<b>SCORE PONDÉRÉ TOTAL</b>					<b>3,22</b>		<b>3,27</b>	
<b>AJUSTEMENT</b>					<b>0%</b>		<b>0%</b>	
<b>SCORE PONDÉRÉ TOTAL AJUSTÉ</b>					<b>3,22</b>		<b>3,27</b>	
<b>NOTATION INTRINSÈQUE</b>					<b>BBB</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+
<b>3,00</b>	<b>3,24</b>	<b>BBB</b>
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

+2 crans de support  
externe parental

W A R A

## PERSPECTIVE

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

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

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

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



## FACTEURS DE SUPPORT EXTERNE

La notation de contrepartie de Senelec bénéficie de **2 crans de support externe, contre 3 précédemment, en raison du rehaussement de la notation intrinsèque de l'entreprise**. Senelec est considérée, d'un point de vue méthodologique, comme une entreprise publique (EP). Eu égard au statut de monopole de fait de Senelec et du caractère vital de sa mission, le degré d'importance stratégique de Senelec en tant qu'EP est « **élevée** ». Par conséquent, WARA peut ajouter jusqu'à 6 crans de support externe souverain, dans la limite de la note souveraine de la République du Sénégal, à savoir ns.A-.

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

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

WARA en déduit la fonction de support souverain suivante, incluant 2 crans de rehaussement :

Notation Intrinsèque	NI	BBB
<b>Support parental</b>		
Identité du parent	--	Sénégal
NI du parent	NIp	ns.A-
Importance Stratégique	I-Strat	Elevée
<b>Facteur de Support Externe - Parental</b>	<b>FSE.P</b>	<b>+2</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 national</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 INTRINSEQUE

### Facteurs environnementaux

#### Environnement macroéconomique

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

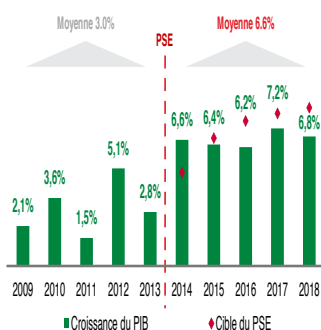
**Le Sénégal (ns.A-/Stable/w-3) demeure un pays agricole, peu compétitif.** La structure du PIB sénégalais par secteur suggère une tertiarisation avancée de la valeur ajoutée du pays. Ce constat a priori doit être fortement nuancé : i) la part du secteur tertiaire dans la production réelle est surévaluée 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

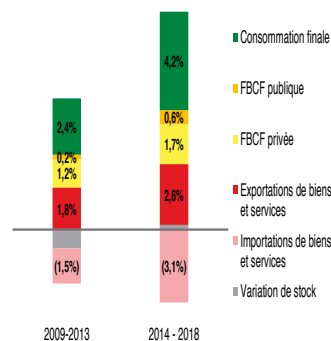
d'incitations à l'investissement de long terme au sein du secteur privé (dans une certaine mesure compensée par des programmes d'investissements publics), et rebute le secteur bancaire dans son activité d'intermédiation : au total seuls 19% des Sénégalais ont un compte en banque, et presque la moitié 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).

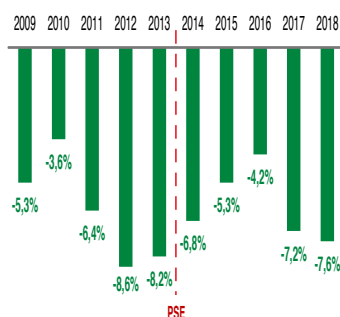
Impact du PSE sur la croissance du Sénégal



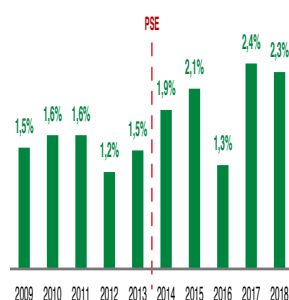
Contribution à la croissance



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 Emergent (PSE).
- Le PSE commence à porter ses fruits, en contribuant à une croissance supérieure à 7% pour la deuxième année consécutive.
- La découverte de gisements de pétrole et de gaz au large du Sénégal ouvre des opportunités, mais présente des défis.

**Le Sénégal a in fine renforcé sa position en tant que l'une des démocraties les plus abouties et les plus stables d'Afrique sub-saharienne.** Le Président Macky Sall a été réélu en 2019 pour son second mandat. Pour éviter un risque de paralysie politique et faire avancer les réformes, des efforts doivent être déployés pour forger une coalition pour le changement propre à surmonter les obstacles que constituent les intérêts catégoriels.

**La stratégie globale de l'Etat sénégalais pour résoudre la problématique de l'énergie vise à i) accroître la capacité de production, ii) réduire les coûts en diversifiant les sources de production et en améliorant la gouvernance et le cadre réglementaire, iii) renforcer le réseau de distribution, notamment par l'électrification en zone rurale, et iv) améliorer la prestation des services et accroître l'utilisation de sources d'énergie renouvelables.** Des progrès ont été accomplis récemment dans tous ces domaines grâce à des investissements tant publics que privés. Depuis 2016, l'offre d'électricité avait été augmenté de 280 MW, dont 14% d'origine solaire produite par le pays. La production continue de s'accroître depuis 2017, les sources d'énergie renouvelables représentant plus d'un tiers de la nouvelle production, l'objectif à long terme étant que 20% de la production totale d'énergie soit d'origine renouvelable. Ainsi, l'Etat a défini et met en œuvre un programme de mix énergétique avec l'injection de plus de 1000 MW dans le réseau électrique à l'horizon 2025. L'industrie et le commerce, en cas de succès de ce programme, devraient considérablement réduire l'écart entre la croissance potentielle et la croissance constatée, à telle enseigne qu'aujourd'hui, le taux d'utilisation des capacités de production reste inférieur à 70%. Améliorer la production d'électricité ainsi que sa fiabilité, et augmenter les capacités de raffinage sont des enjeux cruciaux, mais des processus lents. Enfin, la corruption est encore perçue comme élevée, et la bureaucratie comme contraignante. Avec la baisse du prix du baril de pétrole, les subventions au secteur de l'énergie ont cessé en 2016. Cette manne a servi à financer un programme d'investissement en infrastructures en milieu rural supporté par le PNUD. L'investissement du secteur privé a contribué à porter le taux d'électrification des ménages dans les zones rurales à 54%, même si le coût de l'électricité pour les consommateurs dans les zones difficiles à atteindre, essentiellement les régions rurales pauvres, est plus élevé que dans les villes. Des mesures sont prises pour répartir équitablement les prix de l'électricité dans l'ensemble du pays par des subventions croisées.

**Les projets en cours donnent la priorité au monde rural, plutôt que de surinvestir dans de grands projets iconiques voire somptuaires.** Aussi le Sénégal a-t-il reçu l'aval du FMI pour la conduite de son plan de réformes ; Depuis juin 2015, le FMI a autorisé un nouveau programme d'assistance économique sur trois ans, dont les objectifs sont i) l'achèvement d'une

croissance durable et inclusive, ii) la stabilité macroéconomique avec une politique fiscale prudente, iii) le renforcement soutenu et la réforme des institutions gouvernementales de l'Etat, et iv) la constitution d'un capital humain fort et d'une protection sociale avérée. La croissance est projetée forte dans le secteur primaire grâce aux bonnes conditions météorologiques, à l'amélioration de l'irrigation et aux efforts des autorités visant à améliorer la qualité des semences. Le phosphate, le raffinage de pétrole et les services de transport connexes devraient aussi alimenter cette croissance.

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

#### Environnement sectoriel

- Le secteur de l'électricité, crucial pour le développement de l'économie du pays, est convenablement régulé...
- ... de façon à ce que l'Etat puisse encadrer et soutenir l'activité de Senelec dans sa mission de service public

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

**La Commission de Régulation du Secteur de l'Electricité est une autorité indépendante créée par la loi n°98-29 du 14 avril 1998 relative au secteur de l'électricité. C'est un facteur positif de notation.** Elle est chargée de la régulation des activités de production, de transport, de distribution et de vente d'énergie électrique. Elle est composée de trois membres dont son Président, nommés par décret, pour un mandat de cinq ans

renouvelable une fois. Ils sont choisis en raison de leur qualification dans les domaines juridique, technique, économique et leur expertise dans le secteur de l'électricité. La Commission ne délibère valablement que si deux de ses membres au moins sont présents. Les délibérations sont sanctionnées par des décisions, avis et recommandations. La Commission veille au maintien de l'équilibre économique et financier du secteur, au respect des normes applicables aux opérateurs et à la préservation des droits des consommateurs, en matière de prix, de fourniture et de qualité de service. Elle dispose d'attributions décisionnelles et consultatives. Ses décisions ont le caractère d'acte administratif et sont susceptibles de recours juridictionnel. Au titre de ses attributions décisionnelles, la Commission exerce les responsabilités suivantes :

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

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

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

## Facteurs qualitatifs

## Produits – Distribution – Marque

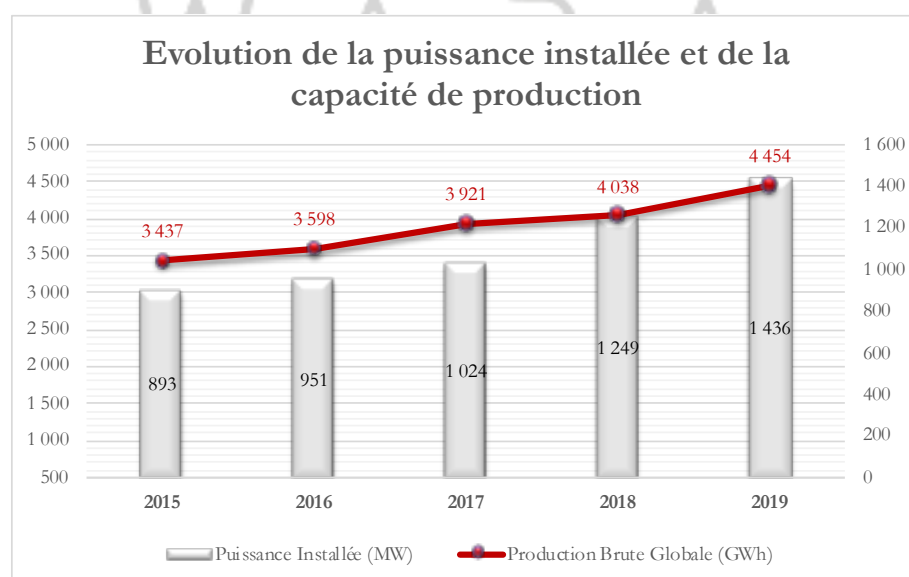
- WARA estime que la mise aux normes opérée par la Senelec en 2015 commence à porter ses fruits.
- L'entreprise couvre de mieux en mieux la demande croissante en électricité du pays tant en quantité qu'en qualité.
- C'est un facteur positif de notation.

**Senelec produit, transporte, distribue et vend de l'électricité au consommateur final.**

Elle fournit à ce jour de l'électricité à presque 1,5 millions clients dont 18 310 clients grands comptes (Etat, EPAD, Industriels – clientèle B2B). La croissance annuelle de la demande est de 10% par an.

**Depuis 2011 et les émeutes de l'électricité au Sénégal, Senelec a effectué un rattrapage important sur les plans organisationnel, stratégique et opérationnel.** D'un point de vue opérationnel, cela s'est traduit dès 2015 par nouvelle « orientation client » et par la priorisation des trois axes suivants : i) la mise aux normes de l'outil industriel, ii) l'amélioration de la qualité de son réseau et iii) le développement de produits et services innovants qui répondent effectivement aux besoins des consommateurs.

**D'abord, il a fallu investir pour mettre à niveau un outil industriel défaillant voire obsolète.** En raison d'un retard pris sur les investissements, la capacité de production ne satisfaisait plus les besoins croissants de la population ni des entreprises. Senelec a donc poursuivi l'augmentation de sa capacité de production (en propre et IPP confondus), la faisant ainsi passer de 893 MW à fin 2015 à 1 436 MW en 2019 soit une hausse de 61%. Par conséquent, la production totale d'énergie a donc été augmentée de plus de 1 000 GWh (+30%), passant de 3 437 GWh en 2015 à 4 454 GWh en 2019.



Évolution de la taille du parc : +61%

Évolution de la production : +30%

**En parallèle, l'entreprise a travaillé à l'amélioration de la qualité de son réseau de distribution.** Il est possible d'évaluer la qualité du réseau au travers d'indicateurs tels que le nombre moyen d'heures de coupure ou l'Energie Non Distribuée (END). Au regard de ces indicateurs, le réseau de distribution de Senelec est en amélioration constante. L'énergie non distribuée (END) est en baisse au cours des cinq dernières années passant de 37 GWh en 2015 à 17 GWh en 2019, soit une diminution de 55%. L'amélioration est d'autant plus flagrante si l'on compare l'END actuelle à celle de 2011, où elle s'élevait à 267 GWh soit une baisse de 94%. En outre, le nombre moyen d'heures de coupure est passé de 85 en 2015 à 35 en 2019, soit une baisse de 59%.

	2015	2016	2017	2018	2019
Energie Non Distribuée (GWh)	37	30	31	22	17
En pourcentage de la production	1,1%	0,8%	0,8%	0,5%	0,4%
<i>Evolution</i>		-18,8%	1,2%	-28,1%	-23,3%

	2015	2016	2017	2018	2019
Nombre d'heures de coupures moyen	85	77	72	48	35
Equivalent en jours	3,5	3,2	3,0	2,0	1,5

**Enfin, Senelec a su se doter de produits et services innovants pour répondre aux besoins d'une clientèle diversifiée.** A titre d'exemple, Senelec a lancé en 2015 le compteur à prépaiement qui a déjà séduit 44% de sa clientèle B2C soit 704 694 foyers. L'objectif sur ce segment est d'atteindre 65% des clients particuliers d'ici à 2020. De plus, depuis août 2017, Senelec est la première société d'électricité en Afrique de l'Ouest à obtenir la certification ISO 9001 version 2015 par AFNOR CERTIFICATION pour ses activités consistant à produire, transporter, distribuer et vendre de l'électricité aux clients des grands comptes, assurer l'exploitation du système électrique et gérer les contrats d'achats d'Energie. En effet, les critères de validation reposent sur une forte orientation client, la motivation et l'engagement de la Direction, l'approche « processus » (en non pas simplement « produit ») et l'amélioration continue. Cela vient conforter le management quant à l'amélioration de la qualité de ses activités de transport, de distribution, de vente d'énergie et de conseil aux Grands Comptes. En effet, dès 2015, Senelec a entrepris un effort important (tarifs compétitifs, mise en place du guichet unique) pour sécuriser l'approvisionnement de ses clients industriels, vitaux pour le Sénégal. En plus de représenter 42% du chiffre d'affaires, le bon fonctionnement des entreprises industrielles, des entreprises de services ou même des institutions publiques ont un impact direct sur l'économie sénégalaise, d'où cette priorisation.

**Ainsi, depuis 2015, Senelec parvient à couvrir de mieux en mieux la demande croissante en électricité du pays.** Le taux d'électrification nationale est en hausse de 6% de 2018 à 2019, illustrant une croissance de la production supérieure à celle de la demande. Par conséquent, l'entreprise est passée d'une année 2011 marquée par les « émeutes de l'électricité » à un taux de satisfaction de la clientèle de 80% en 2018 ; et ce grâce à sa volonté de constamment améliorer la qualité de son service et de répondre aux besoins de sa clientèle très diverse.



	2015	2016	2017	2018	2019
Taux d'électrification nationale	62%	64%	68%	70%	76%
<i>Dont Zone Urbaines</i>	89%	91%	92%	93%	94%
<i>Dont Zone Rurales</i>	31%	33%	40%	42%	54%

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

### Gouvernance et management

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

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

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

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

décentraliser le pouvoir de décision avec un focus par métier (Production, Transport, Distribution, Commercial) permettant aux nouveaux directeurs de prendre pleinement en charge la responsabilité des métiers et/ou des pôles de compétences. Enfin, des conseillers spéciaux en Exploitation, Infrastructures et Revenus ont été nommés pour apporter une vision transversale de l'entreprise complémentaire au pilotage par métier. C'est un facteur positif de notation.

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

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

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

Sur le plan commercial, la direction prévoit : i) de multiplier le chiffre d'affaires par 1,5 en 2020 par rapport à 2015 (soit 522 Mds FCFA) ; ii) de faire passer 65% des clients généraux au prépaiement à la fin 2020 ; iii) d'améliorer le taux de recouvrement (ratio créances clients) ; iv) de réduire les pertes non-techniques de 45% de 2016 à 2020 ; et v) de raccorder 301 975 ménages urbains et 84 392 ménages ruraux entre 2016 et 2020.

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

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

### Positionnement concurrentiel

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

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

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

**Toutefois, en raison de la méthodologie de fixation des prix et du mécanisme de compensation, Senelec peut assurer sa mission de service public tout en créant de la valeur.** En effet, le mécanisme de fixation des prix se base sur le plan d'investissement à 3 ans de Senelec. Ainsi, son chiffre d'affaires est fixé en n-3. La compensation se fait ensuite en fonction de l'évolution des prix des intrants (prix du baril de pétrole lui-même corrélé aux fluctuations du dollar américain) et celle de l'inflation. Ce mécanisme est donc incitatif à l'investissement. En outre, Senelec peut se concentrer sur la maîtrise des rendements et des coûts de production pour créer de la valeur.

#### Le mécanisme de compensation

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

## Facteurs financiers

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

Les impacts mécaniques de cette réévaluation sont les suivants :

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

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

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

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

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

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

### Rentabilité

- Le niveau de rentabilité de Senelec demeure perfectible : c'est un facteur négatif de notation
- La direction a identifié les marges de progression pour améliorer les performances opérationnelles et financières de l'entreprise
- C'est donc un facteur neutre de notation.

**La marge de profit moyenne de Senelec reste à un niveau insuffisant selon WARA.** Elle s'établit à 6% en moyenne sur 5 ans, équivalent à un score de 4 selon notre grille de notation. WARA tient cependant à préciser que Senelec avait atteint un rythme de croisière avec un résultat net de minimum 30 milliards FCFA depuis 2016. Ce résultat a chuté à 17 milliards en 2019, imputable à l'arrêt de la centrale de SENDOU au cours du mois de juillet. Cet arrêt a simultanément entraîné une baisse de revenus et des surcoûts au niveau des charges (*cf tableau de variance ci-dessous*). WARA considère cet événement comme conjoncturel pour deux raisons : (i) Senelec a très rapidement compensé la perte de cette centrale en louant une barge d'une capacité de 220 MW et en mettant en service de nouvelles centrales IPP solaires pour 60 MW ; (ii) mise à part cet incident, l'entreprise continue d'accroître sa production tant en quantité (4 038 à 4 454 GWh en 2019) qu'en qualité (poursuite de la baisse de l'END et du nombre de coupures).

	2015	2016	2017	2018	2019	Moy. 5 ans	Score WARA
Marge de profit	3,7%	9,1%	8,4%	6,3%	3,4%	6,1%	4

Explication de la chute du résultat net entre 2018 et 2019 :

	2018	2019	Var.	
Chiffre d'Affaires	512 687	509 686	-3 001	Arrêt centrale Sendou : baisse du CA de 3 mds (arrêts centrale non intégrés dans la compensation RMA)
Excédent Brut d'Exploitation	72 925	51 526	-21 399	Arrêt centrale Sendou surcoût utilisation du gasoil plus onéreux que charbon +21 mds
Résultat Net	32 434	17 492	-14 942	Baisse du RN de près de 15 milliards

**De plus, la faiblesse du ratio de rotation des actifs impacte négativement la rentabilité globale.** Pour comprendre entre la marge nette et la rentabilité des actifs, nous utilisons le ratio Dupont de Nemours qui décompose la rentabilité des actifs comme suit :

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

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

Sur la période de 5 ans, la rotation des actifs s'établit à seulement 39% ; autrement dit l'outil de production de Senelec génère un CA représentant moins de 40% de la valeur de ses actifs, ce qui est très bas comparé à ses pairs de l'industrie et illustre un rendement plutôt faible. Cela dit cette dégradation est aussi partiellement imputable au retraitement comptable des immobilisations corporelles, revues à la hausse suite à la réévaluation des actifs par l'entreprise.

	2015	2016	2017	2018	2019	Moy. 5 ans	Score WARA
Rotation des actifs	43%	42%	48%	37%	33%	39%	4

**En conclusion, il reste encore une marge de progrès conséquente pour l'entreprise publique,** qui dispose de plusieurs leviers pour améliorer sa rentabilité globale : réduction des coûts variables de production via un mix énergétique plus diversifié, meilleure disponibilité du parc de production, réduction des pertes lors du transport et de la distribution. D'ailleurs WARA note que dans son plan stratégique YEESAL, Senelec vise une rentabilité brute des immobilisations (RN/immobilisations corporelles) supérieure à 10% d'ici 2020, tandis qu'elle s'établit à 5% en moyenne sur les 5 dernières années et chute à 2% en 2019.

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%

## Liquidité

- La hausse de l'activité de Senelec a pour conséquence une croissance de son BFR...qui impacte négativement sa liquidité.
- Pourtant, le niveau de liquidité reste très bon grâce notamment au développement du Woyofal et aux efforts de recouvrements des créances publiques
- C'est donc un facteur positif de notation.

**Senelec affiche un très bon niveau de liquidité au regard de la méthodologie WARA.**

En effet, le ratio de liquidité générale s'établit à 141% en moyenne sur les cinq dernières années : c'est un excellent niveau (score maximal de 1). Cela signifie que, dans le cas extrême d'une liquidation, les actifs à court terme couvrent largement les dettes de même maturité. Ensuite, le ratio « (ressources LT+ capitaux propres) / actifs immobilisé » s'élève à 130% sur la période analysée : c'est aussi un niveau très élevé illustrant que les immobilisations de la Senelec sont bien financées par des ressources à long terme, tout en préservant un fond de roulement : cette situation optimale est reflétée par un score de 1, niveau de notation le plus élevé sur notre échelle. En revanche, le ratio de liquidité de l'actif s'élève à 35%, correspondant à un niveau insuffisant pour une entité Corporate (score de 4). WARA précise que ce faible niveau de liquidité de l'actif est « normal » pour une entreprise opérant dans le secteur des infrastructures, où le bilan des acteurs est surtout composé d'immobilisations corporelles très importantes.

	2015	2016	2017	2018	2019	Moy. 5 ans	Score WARA
Liquidité de l'actif = Actif circulant / Actif total	48%	43%	41%	34%	30%	35%	4
Liquidité générale = Actif circulant / Passif Circulant	142%	159%	163%	150%	110%	141%	1
(Ressources LT + Capitaux Propres) / Actif immobilisé	143%	142%	136%	130%	124%	130%	1

Score moyen liquidité

2

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	supérieur à 120%	entre 100 et 120%	entre 80 et 100%	entre 50 et 80%	entre 30 et 50%	inférieur à 30%

**Ce bon niveau de liquidité est reflété sur le niveau de trésorerie de l'entreprise.** Excepté sur l'exercice 2018, Senelec affiché un niveau de trésorerie nette positif au cours des cinq dernières années. L'entreprise travaille sur plusieurs fronts afin de renforcer son niveau de liquidité : (i) développement du prépaiement WOYOFAL qui séduit chaque année plus de clients ; (ii) un focus sur le recouvrement des créances publiques notamment de l'État (Senelec a récupéré 125 milliards sur 2019 d'où la hausse considérable du niveau de trésorerie-actif ; WARA précise cependant que le recouvrement reste avant tout dépendant du bon vouloir des autorités publiques) ; (iii) une renégociation des contrats d'achats (pour moins de stockage) et des délais fournisseurs. Il s'agit pour Senelec de maintenir le cap afin de conserver ce très bon niveau de liquidité.

<i>En millions de FCFA</i>	2015	2016	2017	2018	2019	Moy. 5 ans
Trésorerie - Actif	21 037	28 654	18 149	49 083	108 095	45 004
Trésorerie - Passif	5 864	17 244	10 389	56 449	59 689	29 927
<b>Trésorerie Nette</b>	<b>15 173</b>	<b>11 410</b>	<b>7 760</b>	<b>-7 366</b>	<b>48 407</b>	<b>15 077</b>

WARA

## Flexibilité financière

- Le niveau de flexibilité financière de Senelec est faible...
- ...et reste en deçà de celle de ses pairs notés en zone UMEOA, à ce niveau de notation.
- C'est un facteur négatif de notation.

**Le niveau de flexibilité financière de Senelec est faible, c'est un facteur négatif de notation. WARA tient à préciser que de tels niveaux d'endettement sont communs dans le secteur des infrastructures et de l'électricité.** Le ratio de couverture des charges d'intérêt par l'EBE (analyse par les flux) s'établit à 5x en moyenne : c'est un niveau insuffisant selon la grille de notation de WARA. Ce ratio s'est notamment dégradé en 2019 suite à l'arrêt de la centrale de Sendou qui a négativement impacté la rentabilité d'exploitation (donc l'EBE) : il devrait donc mécaniquement s'améliorer à partir de 2020 toute chose égale par ailleurs. Concernant le ratio de couverture du stock de dette (analyse par les stocks), il s'élève à 8x en moyenne signifiant qu'il faut huit années d'exploitation à l'entreprise pour rembourser toute sa dette : c'est un niveau très faible selon notre méthodologie (score de 6 soit le plus bas de notre échelle)

	2015	2016	2017	2018	2019	Moy. 5 ans	Score WARA
Couverture des charges d'intérêt = (EBE/intérêts financiers)	4,5 x	5,4 x	5,7 x	5,1 x	3,4 x	<b>4,7 x</b>	4
Couverture du stock de dette = (Dette Fi + Trésor Passif)/EBE	6,1 x	5,7 x	6,8 x	6,8 x	11,0 x	<b>8,2 x</b>	6

Score moyen flexibilité financière 5

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
Dette / 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
Fonds Propres / Actif	supérieur à 50%	entre 35 et 50%	entre 20 et 35%	entre 15 et 20%	entre 8 et 15%	inférieur à 8%

**Il convient cependant de rappeler que Senelec peut contribuer à améliorer son niveau de flexibilité financière à travers une meilleure rentabilité d'exploitation.** En effet, WARA évalue le niveau d'endettement d'une entreprise donnée selon la capacité de cette dernière à générer les cash-flow pour rembourser les échéances futures. Par conséquent, toute amélioration de son niveau de rentabilité à travers : (i) la hausse des volumes de production ; (ii) un mix énergétique moins coûteux et donc générant plus de marge et (iii) une meilleure efficacité opérationnelle réduisant le coût de production unitaire (disponibilité du parc de production, END, nombre de coupures...) se traduira par un niveau de flexibilité financière plus élevé.



## DONNEES FINANCIERES ET RATIOS

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

<b>COMPTE DE RESULTAT (en millions de FCFA)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Chiffre d'affaires (CA)	331 054	335 547	431 097	512 687	509 686
Subvention d'exploitation	19 300	0	0	39	0
Autres produits	11 624	43 339	24 110	23 175	47 211
<b>PRODUITS D'EXPLOITATION</b>	<b>361 978</b>	<b>378 886</b>	<b>455 207</b>	<b>535 901</b>	<b>556 897</b>
Achats de matières premières et fournitures liées	-240 226	-201 106	-277 922	-324 896	-348 133
Autres achats	-5 556	-6 349	-10 931	-15 358	-10 181
Transports	-1 260	-1 592	-1 568	-2 172	-2 691
Services extérieurs	-20 099	-27 099	-33 112	-38 423	-38 322
Autres charges	-19 878	-37 181	-19 999	-13 115	-42 511
<b>VALEUR AJOUTEE</b>	<b>74 959</b>	<b>105 559</b>	<b>111 675</b>	<b>141 937</b>	<b>115 059</b>
<b>% CA</b>	<b>22,6%</b>	<b>31,5%</b>	<b>25,9%</b>	<b>27,7%</b>	<b>22,6%</b>
Impôts et taxes	-5 161	-23 326	-7 187	-13 668	-5 912
Charges de personnel	-30 944	-33 712	-57 271	-55 344	-57 621
<b>EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBE)</b>	<b>38 854</b>	<b>48 521</b>	<b>47 217</b>	<b>72 925</b>	<b>51 526</b>
<b>% CA</b>	<b>11,7%</b>	<b>14,5%</b>	<b>11,0%</b>	<b>14,2%</b>	<b>10,1%</b>
Dotations aux amortissements et aux provisions	-24 507	-21 923	-24 573	-42 681	-45 452
Reprises de provisions	1 658	3 423	18 571	7 745	11 381
Transferts de charges	98	2 729	279	62	5
<b>RESULTAT D'EXPLOITATION</b>	<b>16 103</b>	<b>32 750</b>	<b>41 494</b>	<b>38 051</b>	<b>17 460</b>
<b>% CA</b>	<b>4,9%</b>	<b>9,8%</b>	<b>9,6%</b>	<b>7,4%</b>	<b>3,4%</b>
Résultat financier	-9 203	-10 452	-6 771	-12 350	-15 215
Résultat hors activités ordinaires (H.A.O)	5 227	8 213	5 666	18 126	19 065
Impôt sur le résultat	-20	-5	-4 013	-11 393	-3 817
<b>RESULTAT NET</b>	<b>12 107</b>	<b>30 506</b>	<b>36 376</b>	<b>32 434</b>	<b>17 492</b>
<b>% CA</b>	<b>3,7%</b>	<b>9,1%</b>	<b>8,4%</b>	<b>6,3%</b>	<b>3,4%</b>

<b>BILAN (en millions de FCFA)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Immobilisations incorporelles	399	359	2 091	2 623	2 614
Immobilisations corporelles	345 010	381 306	457 691	749 733	848 338
Avances et acomptes versés sur immobilisations	749	2 803	7 793	51 656	59 118
Immobilisations financières	31 339	33 139	39 519	53 004	59 152
Actif circulant H.A.O	0	0	0	0	0
Stocks	9 580	12 751	13 379	18 567	15 094
Créances et emplois assimilés	358 617	335 477	358 294	444 055	452 948
Trésorerie - Actif	21 037	28 654	18 149	49 083	108 095
Ecart de conversion - Actif	4 318	13 041	8 556	8 475	9 485
<b>TOTAL ACTIF</b>	<b>771 049</b>	<b>807 530</b>	<b>905 472</b>	<b>1 377 196</b>	<b>1 554 844</b>
Capital	238 294	175 236	175 236	175 236	175 237
Actionnaires capital non appelé	0	0	0	0	0
Primes et réserves	-75 164	0	30 507	36 883	69 317
Résultat net de l'exercice	12 107	30 506	36 376	32 434	17 492
Subventions d'investissement	100 519	105 574	108 069	106 201	100 246
Provisions réglementées et fonds assimilés	0	0	0	220 888	200 677
Dettes financières	230 354	259 923	309 106	436 379	507 423
Dettes circulantes et ressources assimilées H.A.O	7 782	7 521	26 577	30 334	51 969
Clients, avances reçues	681	727	767	428	499
Fournisseurs d'exploitation	150 115	48 046	121 665	138 152	198 487
Dettes fiscales	40 731	33 131	32 875	60 064	100 868
Dettes sociales	7 366	6 143	9 212	13 973	0
Autres dettes	52 400	123 479	36 725	64 861	71 958
Trésorerie - Passif	5 864	17 244	10 389	56 449	59 689
Ecart de conversion - Passif	0	0	7 968	4 914	983
<b>TOTAL PASSIF</b>	<b>771 049</b>	<b>807 530</b>	<b>905 472</b>	<b>1 377 196</b>	<b>1 554 845</b>

<b>INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES (en millions de FCFA)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Capacité d'autofinancement (CAF)	29 459	41 295	36 064	48 638	33 775
Variation de BFR	-7 242	-28 781	-2 217	-13 931	105 035
Investissements	-48 349	-58 937	-317 514	-389 355	-156 225
Remboursements d'emprunts	-18 344	-17 704	-18 474	-21 279	-128 017
Nouveaux emprunts	37 098	47 109	83 043	145 929	200 558
Augmentation de capital/subvention	10 190	13 257	215 448	214 872	647
Distribution de dividendes					
<b>Variation de trésorerie</b>	<b>2 813</b>	<b>-3 762</b>	<b>-3 649</b>	<b>-15 126</b>	<b>55 773</b>
Trésorerie nette d'ouverture	12 360	15 172	11 409	7 760	-7 366
Trésorerie nette de clôture	15 173	11 410	7 760	-7 366	48 407
<b>Dettes financières nette (2)</b>	<b>215 181</b>	<b>248 513</b>	<b>301 346</b>	<b>443 745</b>	<b>459 016</b>

<b>TAUX DE CROISSANCE - COMPTE DE RESULTAT (en %)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Chiffre d'affaires (CA)	-15,4	1,4	28,5	18,9	-0,6
Subvention d'exploitation	N/A	-100,0	N/A	--	--
Autres produits	-12,2	272,8	-44,4	-3,9	103,7
<b>PRODUITS D'EXPLOITATION</b>	<b>-10,6</b>	<b>4,7</b>	<b>20,1</b>	<b>17,7</b>	<b>3,9</b>
Achats de matières premières et fournitures liées	-20,9	-16,3	38,2	16,9	7,2
Autres achats	-7,9	14,3	72,2	40,5	-33,7
Transports	-4,2	26,3	-1,5	38,5	23,9
Services extérieurs	-4,4	34,8	22,2	16,0	-0,3
Autres charges	18,9	87,0	-46,2	-34,4	224,1
<b>VALEUR AJOUTEE</b>	<b>34,3</b>	<b>40,8</b>	<b>5,8</b>	<b>27,1</b>	<b>-18,9</b>
Impôts et taxes	-17,0	352,0	-69,2	90,2	-56,7
Charges de personnel	6,5	8,9	69,9	-3,4	4,1
<b>EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBE)</b>	<b>88,9</b>	<b>24,9</b>	<b>-2,7</b>	<b>54,4</b>	<b>-29,3</b>
Dotations aux amortissements et aux provisions	9,0	-10,5	12,1	73,7	6,5
Reprises de provisions	-54,2	106,5	442,5	-58,3	46,9
Transferts de charges	12,6	2 684,7	-89,8	-77,8	-92,5
<b>RESULTAT D'EXPLOITATION</b>	<b>802,1</b>	<b>103,4</b>	<b>26,7</b>	<b>-8,3</b>	<b>-54,1</b>
Résultat financier	43,9	13,6	-35,2	82,4	23,2
Résultat hors activités ordinaires (H.A.O)	-21,4	-57,1	31,0	-219,9	-5,2
Impôt sur le résultat	300,0	-75,0	80 160,0	183,9	-66,5
<b>RESULTAT NET</b>	<b>494,6</b>	<b>-152,0</b>	<b>19,2</b>	<b>10,8</b>	<b>46,1</b>

<b>TAUX DE CROISSANCE - BILAN (en %)</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
Immobilisations incorporelles	850,0	-10,0	482,5	25,4	-0,4
Immobilisations corporelles	10,4	10,5	20,0	63,8	13,2
Avances et acomptes versés sur immobilisations	-28,2	274,2	178,0	562,9	14,4
Immobilisations financières	5,3	5,7	19,3	34,1	11,6
Actif circulant H.A.O	0,0	0,0	0,0	0,0	1,0
Stocks	-40,7	33,1	4,9	38,8	-18,7
Créances et emplois assimilés	0,0	-6,5	6,8	23,9	2,0
Trésorerie - Actif	-8,5	36,2	-36,7	170,4	120,2
Ecart de conversion - Actif	N/A	202,0	-34,4	-0,9	11,9
<b>TOTAL ACTIF</b>	<b>4,5</b>	<b>4,7</b>	<b>12,1</b>	<b>52,1</b>	<b>12,9</b>
Capital	0,0	-26,5	0,0	0,0	0,0
Primes et réserves	-2,6	-100,0	N/A	20,9	87,9
Résultat net de l'exercice	494,6	152,0	19,2	-10,8	-46,1
Provisions réglementées et fonds assimilés	5,5	5,0	2,4	-1,7	-5,6
Dettes financières	16,1	12,8	18,9	41,2	16,3
Dettes circulantes et ressources assimilées H.A.O	0,0	2,0	3,0	4,0	5,0
Clients, avances reçues	-5,2	6,8	5,5	-44,2	16,5
Fournisseurs d'exploitation	-16,1	-68,0	153,2	13,6	43,7
Dettes fiscales	24,0	-18,7	-0,8	82,7	67,9
Dettes sociales	-1,7	-16,6	50,0	51,7	-100,0
Autres dettes	37,8	135,6	-70,3	76,6	10,9
Trésorerie - Passif	-44,8	194,1	-39,8	443,4	5,7
<b>TOTAL PASSIF</b>	<b>4,5</b>	<b>4,7</b>	<b>12,1</b>	<b>52,1</b>	<b>12,9</b>

<b>RATIOS</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>
<b>Rentabilité</b>					
Marge de profit (RN/CA) en %	3,7	9,1	8,4	6,3	3,4
Rotation des actifs (CA/TA) en %	43	42	48	37	33
Levier financier (TA/FP) en %	440	392	374	296	336
Retour sur fonds propres (RN/FP) en %	6,9	14,8	15,0	7,0	3,8
ROA (RN/TA) en %	1,6	3,8	4,0	2,4	1,1
Charges d'exploitation/Produits d'exploitation en %	95,6	91,5	91,2	93,0	96,9
<b>Liquidité</b>					
Ratio de liquidité générale (AC/PC) en %	142,1	159,0	163,1	150,3	110,4
Ratio de liquidité de l'actif (AC/TA) en %	47,8	43,1	41,0	33,6	30,1
Couverture des stocks (en jours d'achats)	14,4	22,8	17,3	20,6	15,6
Rotation des stocks (en nombre de fois / an)	25,1	15,8	20,8	17,5	23,1
Délais clients (en jours de CA) (3)	325,0	299,9	249,3	259,8	266,6
Délais fournisseurs (en jours de CA) (3)	136,0	43,0	84,7	80,8	116,8
<b>Flexibilité financière</b>					
Gearing (Dette financière + Tréso Passif/FP) en %	85,7	89,0	91,2	86,2	100,7
EBE/intérêts financiers (en x)	4,5x	5,4x	5,7x	5,1x	3,4x
(Dette financière + Tréso Passif)/EBE (en x)	6,1x	5,7x	6,8x	6,8x	11,0x

## 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

W A R A



W A R A



© 2020 Emerging Markets Rating (EMR) & West Africa Rating Agency (WARA). Tous droits réservés. WARA est une Agence de Notation de PUEMOA 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.