

InnoVent Sénégal SA

A-/Stable/w-3

ANALYSE

Août 2021

Hamza Haji

hamza.haji@wara-ratings.com

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

Oumar Ndiaye

oumar.ndiaye@wara-ratings.com

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

TABLE DES MATIÈRES

NOTATION	3
ÉVOLUTION DE LA NOTE DE LONG TERME	3
RÉSUMÉ	4
Points forts.....	4
Points faibles	4
CARTE DES SCORES	5
PERSPECTIVE	6
ANALYSE DES FACTEURS DE NOTATION INTRINSÈQUE	7
Facteurs environnementaux	7
Environnement macroéconomique	7
Environnement opérationnel	8
Environnement sectoriel	9
Facteurs qualitatifs	11
Viabilité du modèle d'affaires	11
Positionnement concurrentiel	13
Propension aux chocs ponctuels	15
Facteurs financiers.....	15
Rentabilité	16
Liquidité	17
Flexibilité financière	18
DONNEES FINANCIERES ET RATIOS	Erreur ! Signet non défini.

NOTATION

Échelle	Régionale	Internationale
Méthodologie	Société de projet	Société de projet
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

- A l'issue de sa première évaluation en août 2021, WARA assigne la note de « A- » à InnoVent SN. La perspective est stable.

A l'issue de sa première évaluation en août 2021, WARA assigne à InnoVent SN la notation de long terme en devise régionale de 'A-'. 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 est 'w-3'. La perspective attachée à cette notation reste Stable.

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

La notation intrinsèque d'InnoVent SN, indépendamment de tout facteur de support externe, est de 'A-', ce qui équivaut à un score pondéré total de 2,56 /6,00, sans qu'aucun ajustement supplémentaire à la carte des scores n'ait été apporté.

La notation intrinsèque d'InnoVent SN s'appuie essentiellement sur les facteurs suivants :

Points forts

- **Au Sénégal, la demande en électricité, et par extension en infrastructure de production électrique est importante.** Selon les prévisions de la Senelec, la consommation énergétique du pays va doubler d'ici 2030 : les autorités travaillent donc à attirer des producteurs privés indépendants afin d'augmenter la capacité installée et le niveau de production national.
- **La signature d'un contrat d'obligation d'achat de longue durée minimise considérablement les risques d'écoulement de la production et de fluctuation du prix de vente.** En effet, en vertu de ce contrat, la Senelec est tenue de racheter toute la production injectée dans le réseau à un tarif fixé puis indexé annuellement.
- **Un niveau de rendement garanti par un outil de production à la pointe couplé à un très bon niveau d'exécution opérationnelle.** Innovent SN dispose d'un outil de production mis en service il y a trois ans, les panneaux sont des modèles classés 'Tier-one' garantissant fiabilité et longévité alors que la disponibilité des machines, à 97% en moyenne sur trois ans, reflète le niveau d'efficacité des équipes opérationnelles.
- **Une situation financière saine illustrée par une très bonne rentabilité projetée, un bon niveau de liquidité et l'absence d'endettement.** Cela dit WARA intègre d'ores et déjà dans sa carte des scores le refinancement à venir sous forme de dette obligataire.

Points faibles

- **La forte concentration de pouvoir au niveau de la direction et du conseil d'administration,** induisant un risque de continuité de gestion.
- **La nécessité pour Innovent SN de consolider ses performances opérationnelles et financières,** en raison d'un historique limité dans la zone.

CARTE DES SCORES

FACTEURS DE NOTATION DES CORPORATES		Pondération	Score	Score pondéré	
FACTEURS ENVIRONNEMENTAUX		25%	3,18	0,80	
FNI.C1	Environnement macroéconomique	EM	10%	3,40	0,34
	<i>Maturité</i>		3%	4,00	0,12
	<i>Volatilité</i>		2%	2,00	0,04
	<i>Diversité</i>		2%	3,00	0,06
	<i>Soutenabilité</i>		3%	4,00	0,12
FNI.C2	Environnement opérationnel	EO	7%	3,57	0,25
	<i>Gouvernance systémique</i>		3%	3,00	0,09
	<i>Infrastructure</i>		2%	4,00	0,08
	<i>Information</i>		2%	4,00	0,08
FNI.C3	Environnement sectoriel	ES	8%	2,57	0,21
	<i>Pression concurrentielle</i>		4%	3,00	0,12
	<i>Degré de maturité</i>		4%	2,13	0,09
FACTEURS QUALITATIFS		45%	2,02	0,91	
FNI.C4	Soutenabilité du modèle d'affaires	PM	15%	2,00	0,30
	<i>Viabilité commerciale</i>		5%	2,00	0,10
	<i>Persistance de la demande</i>		5%	2,00	0,10
	<i>Pérennité des approvisionnements</i>		5%	2,00	0,10
FNI.C5	Positionnement concurrentiel	GM	15%	1,83	0,28
	<i>Compétitivité prix</i>		5%	2,00	0,10
	<i>Compétitivité hors-prix</i>		5%	2,00	0,10
	<i>Développement - Technologie - Innovation</i>		5%	1,50	0,08
FNI.C6	Propension aux chocs ponctuels	PC	15%	2,23	0,34
	<i>Probabilité des chocs internes</i>		5%	2,70	0,14
	<i>Risques de chocs externes</i>		5%	2,00	0,10
	<i>Risques environnementaux</i>		5%	2,00	0,10
FACTEURS FINANCIERS		30%	2,83	0,85	
FNI.C7	Rentabilité	RE	10%	2,50	0,25
	<i>Structure des marges</i>		5%	2,00	0,10
	<i>Prévisibilité des charges</i>		5%	3,00	0,15
FNI.C8	Liquidité	LQ	10%	3,00	0,30
	<i>Liquidité des actifs et mix de refinancement</i>		5%	3,00	0,15
	<i>Volatilité des cash flows</i>		5%	3,00	0,15
FNI.C9	Flexibilité financière	FF	10%	3,00	0,30
	<i>Lever financier</i>		4%	3,00	0,12
	<i>Couverture du service de dette</i>		3%	3,00	0,09
	<i>Dette en années de cashflows</i>		3%	3,00	0,09
SCORE PONDÉRÉ TOTAL				2,56	
AJUSTEMENT					
SCORE PONDÉRÉ TOTAL AJUSTÉ				2,56	
NOTATION INTRINSÈQUE				A-	

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

PERSPECTIVE

La perspective attachée à la notation d’InnoVent SN est stable. En effet, WARA intègre d’ores et déjà l’endettement à venir sous forme d’emprunt obligataire. Il s’agit donc pour la société de maintenir ses niveaux de performances à moyen terme pour couvrir l’endettement à venir afin de préserver son niveau de notation.

Une amélioration de la notation d’InnoVent SN est tributaire : i) de la préservation de son outil industriel ; ii) du maintien du niveau d’exécution opérationnelle actuel ; iii) de l’effet positif de ces deux éléments sur sa rentabilité future ; et iv) du degré adéquat de couverture du service de la dette attendue.

Une détérioration de la notation d’InnoVent SN serait la conséquence : i) d’une dégradation de l’outil de production ; ii) d’un désistement de l’actionnaire quant-au maintien du niveau d’efficience opérationnel ; iii) de l’effet rédhibitoire de ces deux facteurs sur le niveau de rentabilité attendu ; et iv) de la mise en péril de la bonne couverture du service de dette à venir à l’issue de l’opération de refinancement.

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 d’InnoVent contient autant de possibilités de rehaussement que de risques d’abaissement.

ANALYSE DES FACTEURS DE NOTATION INTRINSÈQUE

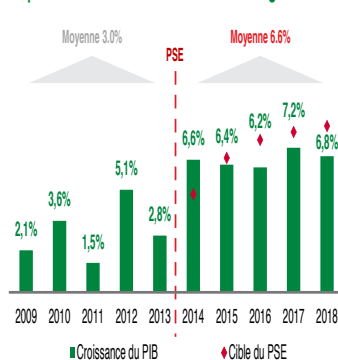
Facteurs environnementaux

Environnement macroéconomique

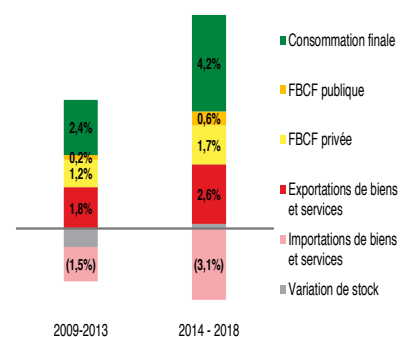
- Depuis 2014, les autorités déploient des réformes structurelles afin de réaliser pleinement le potentiel du pays dans le cadre du Plan Sénégal Émergent (PSE)
- Le premier volet commence à générer des externalités positives ; il s'agit désormais de consolider ces performances

Les autorités déploient des réformes structurelles afin de réaliser pleinement le potentiel du pays dans la mise en œuvre du Plan Sénégal Émergent (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).

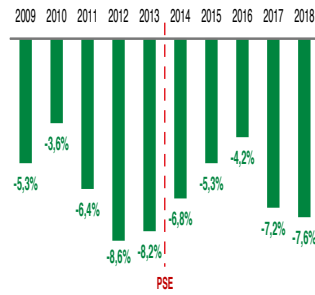
Impact du PSE sur la croissance du Sénégal



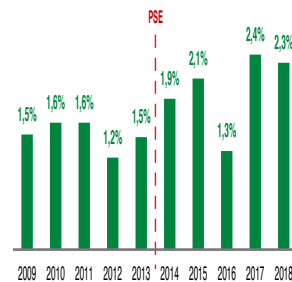
Contribution à la croissance



Déficit compte courant (% du PIB)



Flux nets d'IDE (% du PIB)



Aussi le Sénégal a reçu l'aval du FMI pour la conduite de son plan de réformes. En avril 2020, 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'État, et iv) la constitution d'un capital humain fort et d'une protection sociale avérée. La croissance est projetée forte dans le secteur primaire grâce aux bonnes conditions météorologiques, à l'amélioration de l'irrigation et aux efforts des autorités visant à améliorer la qualité des semences. Le phosphate, le raffinage de pétrole et les services de transport connexes devraient aussi alimenter cette croissance.

Environnement opérationnel

- L'environnement opérationnel sénégalais est caractérisé par une stabilité démocratique avérée.
- La découverte de gisements pétroliers et gaziers pourrait changer la donne en termes de ressources énergétiques et financières

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^{ème} à la 141^{ème} 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. 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.

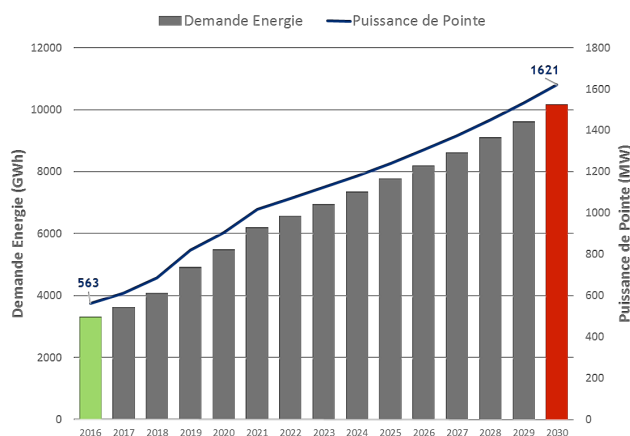
La découverte de gisements de pétrole et de gaz au large du Sénégal ouvre des opportunités, mais présente des défis. D'après les premières estimations, les réserves de pétrole et de gaz pourraient être importantes. La production de gaz pourrait démarrer dès 2022-23, et celle de pétrole deux années plus 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

- La dynamique positive du secteur de l'électricité au Sénégal est portée par (i) une demande croissante ; (ii) une volonté politique forte ; et (iii) l'intégration du secteur privé à travers les PPP
- C'est un facteur positif pour la notation d'InnoVent SN

La dynamique du secteur de l'électricité au Sénégal constitue un facteur positif pour la notation d'InnoVent SN, et ce pour trois raisons :

1. Au Sénégal, la demande en énergie est en hausse continue au cours des cinq dernières années, tirée par le dynamisme démographique (3% par an) et le développement économique (croissance annuelle du PIB d'au moins 5% sur la même période). En outre, selon les prévisions de la Société nationale d'Électricité (Senelec), la consommation énergétique du pays devrait doubler d'ici 2030, franchissant la barre symbolique des 10 000 GWh.



2. Depuis 2014, les autorités sénégalaises ont fait du secteur de l'énergie un préalable de l'émergence.

En effet, face à un secteur en déliquescence et suite aux évènements de 2011, les pouvoirs publics ont pris conscience que l'accès à l'énergie constitue un pilier majeur au développement économique et à la réduction des inégalités sociales et territoriales. Ainsi, le premier volet du Plan Sénégal Émergent (2014-2018) a permis : (i) d'aligner la capacité de production (+50%) du pays à la consommation locale ; (ii) de mettre à niveau le réseau de transmission et de distribution (diminution des délestages et coupures) ; (iii) de redresser opérationnellement et financièrement la SENELEC (qui est désormais structurellement bénéficiaire) ; (iv) de renforcer le cadre institutionnel et réglementaire ; et (v) d'encourager et pérenniser l'intervention d'opérateurs et investisseurs privés sur le segment de la production. Toutes ces mesures ont permis d'améliorer l'accès à l'énergie puisque le taux d'électrification nationale est passé de 60 à 70 % entre 2014 et 2018. Cependant, les autorités ont conscience de n'avoir accompli que la moitié du chemin : il s'agit désormais de consolider ces acquis dans le cadre de la deuxième phase 2019-2023, afin de réaliser l'objectif d'électrification universelle d'ici 2025.

3. Pour répondre à cette demande croissante et atteindre l'objectif d'électrification universelle, les autorités ont recours en priorité à des producteurs privés indépendants sur le segment de la production, permettant à la Senelec de se focaliser sur les volets transport et distribution.

C'est la Commission de Régulation du Secteur de l'Électricité (CRSE) qui lance les appels d'offre et la SENELEC qui conclut les contrats d'achat d'énergie électrique. La licence de production d'énergie électrique est accordée de plein droit aux entreprises sélectionnées. Il s'agit d'un choix stratégique pleinement assumé qui apporte des avantages certains : (i) augmentation de la capacité de production électrique du pays sans investissement public supplémentaire ; (ii) apport de l'expertise et du savoir-faire des producteurs indépendants (sélectionnés rigoureusement via un cahier des charges très strict) ; (iii) baisse du coût de revient global de production (les producteurs indépendants étant plus compétitifs) qui se traduira à plus long terme par une baisse des prix pour les clients ; et (iv) la Senelec peut concentrer ses investissements pour renforcer les infrastructures de transport et de distribution du réseau national. Quant au producteur indépendant, la signature du contrat d'achat à long terme lui garantit de rentabiliser son investissement, en le prémunissant contre les risques commercial (obligation d'achat de la production) et de fluctuation des prix (tarif fixe indexé annuellement). WARA note aussi qu'afin de renouveler et diversifier le parc de production, les projets prioritaires sont : (i) les solutions « gas-to-power » en prévision des découvertes de gisement gaziers au large des côtes sénégalaises ; et (ii) les énergies renouvelables (éolien, solaire, biomasse) plus propres et de plus en plus compétitives comparativement aux énergies fossiles.

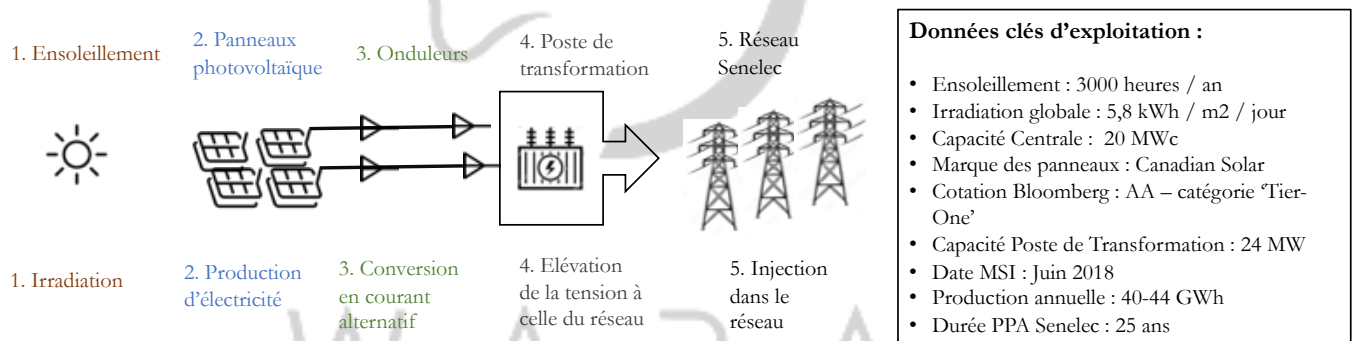
Facteurs qualitatifs

Viabilité du modèle d'affaires

- La viabilité du modèle d'affaires est très bonne selon WARA
- Elle est assurée par une demande persistante, un ensoleillement exceptionnel et une très bonne viabilité commerciale
- C'est un facteur positif de notation

InnoVent SN est un producteur indépendant d'électricité qui exploite une centrale photovoltaïque de 20 MWc à Sakal. Cette dernière permet de produire entre 40 et 44 GWh par an, couvrant la consommation de quelques 200 000 foyers. Le projet SAKAL répond à la volonté des autorités d'augmenter et de diversifier le parc de production grâce à l'ouverture du segment de la production au secteur privé. InnoVent SN produit donc de l'électricité à partir de l'irradiation solaire, qu'elle revend en intégralité à la Senelec, qui se charge de la distribution et du transport au client final.

Le modèle d'affaire d'InnoVent SN est schématisé ci-dessous :



Il s'agit pour WARA d'analyser sa viabilité à travers l'analyse de (i) la persistance de la demande, (ii) la pérennité des approvisionnements et (iii) la viabilité commerciale du projet.

1. Tout d'abord, la demande nationale en électricité et par extension en infrastructure de production est importante. Nous avons déjà démontré dans l'analyse sectorielle que la demande en énergie du pays progressait avec le dynamisme économique et démographique au point de doubler d'ici 2030. Sachant que les autorités ambitionnent d'atteindre un taux d'électrification de 100% et que la Senelec se focalise sur l'amélioration et l'extension des réseaux de transmissions et de distribution, la demande en infrastructures de production pour accompagner l'émergence du pays sera tout aussi importante. Une telle dynamique laisse présager des perspectives très intéressantes pour les acteurs du secteur privé sélectionnés lors des appels d'offres de la CRSE.

2. Ensuite, la pérennité des approvisionnements est assurée par l'ensoleillement exceptionnel et la détention d'un stock de panneaux solaires de sécurité. Afin de produire du courant, la centrale de Sakal utilise l'irradiation solaire, une matière première gratuite et disponible en abondance dans cette zone du globe. En effet, avec un ensoleillement de 3 000 heures par an et une irradiation globale de 5,8 kWh/m²/jour, le Sénégal bénéficie d'un ensoleillement exceptionnel. WARA note également qu'Innovent Sénégal dispose d'un stock de sécurité de 123 panneaux solaires, représentant 0,2% de la puissance installée. Ce stock constitué permet de remplacer les panneaux défectueux en attendant le remplacement par le fabricant : ainsi les arrêts sont limités.

3. Finalement, le projet SAKAL affiche une très bonne viabilité commerciale : les prix sont garantis par le contrat d'obligation d'achat alors que les volumes de production sont assurés par un outil de production de pointe couplé à un très bon niveau d'exécution opérationnelle.

Le contrat d'obligation d'achat à long terme signé avec la SENELEC élimine simultanément les risques d'écoulement de la production et de fluctuation du prix de vente. En effet, la société, en vertu de son statut d'acheteur unique, est tenue de racheter la totalité de la production injectée par la centrale à un tarif fixé d'avance et indexé annuellement. En outre, le fait que la Senelec soit notée A-/Stable/w-3 en devise locale par WARA rassure quant à la capacité pour InnoVent SN à recouvrer ses créances sans difficulté.

En parallèle, un appareil productif de pointe couplé à une très bonne maîtrise des opérations permettent d'assurer un niveau de production optimal :

- InnoVent SN s'appuie sur une infrastructure de production de premier rang. Les panneaux 'Canadian Solar' sont classés dans la catégorie 'Tier-One', la plus élevée du classement Bloomberg, garantie d'un produit ultra-fiable, conçu pour durer (garantie fournisseur de 10 ans sur le produit et 25 ans sur la production). De plus, la centrale de Sakal a récemment été mise en service (juin 2018) : les rendements de ses panneaux sont encore excellents, d'autant que le fabricant garantit une perte maximale de rendement de 0,7% par an. Enfin, l'innovation est omniprésente pour optimiser la production : les panneaux ont été montés sur des trackers qui suivent le soleil tout au long de la journée, permettant un surplus de production de 25% comparativement à une centrale avec des panneaux à structure fixe. La centrale utilise des onduleurs décentralisés de 50 kW en lieu et place d'onduleurs de 500 ou de 1000kW. Ces petits onduleurs, certes plus nombreux, permettent réduire considérablement l'impact d'une panne en termes de disponibilité et de production (principe de dérivation) et sont très faciles à entretenir et réparer.
- Détenir une centrale ne suffit pas, encore faut-il correctement l'exploiter. Pour ce faire, Innovent SN capitalise sur une efficacité opérationnelle acquise à travers sa longue expérience dans le domaine. La disponibilité O&M évalue la performance de la centrale en dehors des périodes d'indisponibilité réseau en interne par rapport aux autres centrales en exploitation à travers le monde. Concrètement, Il s'agit du rapport entre la production réelle et la production potentielle sachant le

niveau d'irradiation. WARA considère cet indicateur comme étant le plus pertinent pour juger du niveau d'efficacité opérationnelle d'InnoVent SN. La disponibilité O&M sur le projet Sakal s'élève à 97% en moyenne sur les trois dernières années, ce qui est un très bon niveau : il témoigne de la très bonne maîtrise d'exploitation des équipes mais aussi du niveau d'expertise et de savoir-faire du groupe dans ce domaine (pilotage à distance, maintenance préventive, intéressement des équipes opérationnelles à la performance).

En somme, la viabilité du modèle d'affaires est très bonne selon WARA, comme illustré ci-après :

Qualité de l'infrastructure de production

Panneaux Canadian Solar catégorie 'Tier-One'
Garantie : 10 ans produit et 25 ans production
MSI en 2018 : rendements encore élevés
Innovation : trackers, onduleurs décentralisés

Qualité de l'exécution opérationnelle

Très bon niveau de disponibilité du parc
Niveau de compétence des équipes
Pilotage de la maintenance et la production

Signature du contrat d'obligation d'achat

Elimination du risque commercial
Elimination du risque de fluctuation des prix
Bonne qualité de crédit de Senelec



Viabilité commerciale - Très bon niveau

Le contrat garantit les prix
L'infrastructure et l'exécution assurent les volumes

Persistance de la demande - Très bon niveau

Doublement des besoins énergétique d'ici 2030
Volonté politique d'intégrer le secteur privé

Pérennité des approvisionnements - Très bon niveau

Niveau d'ensoleillement exceptionnel
Stock de panneaux de sécurité

Score	
Viabilité du modèle d'affaires	2
Très bon niveau	

Positionnement concurrentiel

- Bien qu'évoluant dans un secteur régulé, Innovent SN présente des avantages compétitifs certains
- Au point que la Senelec, avec qui la société entretient de bonnes relations, l'encourage à reproduire l'expérience de SAKAL
- C'est un facteur positif de notation

D'un point de vue concurrentiel, InnoVent SN opère dans un environnement assez confortable. En effet, (i) le secteur de la production d'électricité est régulé ; (ii) les producteurs privés sélectionnés par appel d'offre bénéficient d'une licence de plein droit, et (iii) toute la production est rachetée à un prix déterminé. Il n'y a donc pas de concurrence ni sur les prix, ni sur les débouchés de production. A la limite, le seul niveau de concurrence pertinent est celui qui s'opère entre les soumissionnaires de projet lors des appels d'offres de la CRSE pour l'installation d'une nouvelle unité de production d'électricité.

Cela dit, WARA note qu'InnoVent SN présente des avantages compétitifs certains :

- Qualité de l'outil de production (panneaux 'Tier-One', Mise en service industrielle récente)
- Expertise du groupe Innovent dans la construction et l'exploitation de centrales.
- Inclinaison importante à l'innovation permettant d'obtenir de meilleurs rendements à condition d'exploitation égale
- Soutien financier et opérationnel du groupe InnoVent à travers une convention de trésorerie et de prestation de service
- Niveau d'exécution opérationnelle élevé illustré par la très bonne disponibilité du parc (maîtrise des conditions d'exploitation) et la marge d'EBITDA (maîtrise des coûts).
- Image d'« opérateur green », dans un contexte de transition écologique mondiale

Grâce à un niveau de performance et de production à la hauteur des besoins exprimés, et son positionnement dans les énergies vertes, InnoVent Sénégal entretient une très bonne relation avec la Senelec. Cette dernière l'encourage à reproduire l'expérience de Sakal. A ce propos, InnoVent Sénégal a déposé une manifestation d'intérêt pour la fourniture et l'installation d'un projet de centrale photovoltaïque de 15MWc couplé à des batteries sur le site d'Ourosogui, dans la région de Matam, auprès de la Senelec et à la Présidence de la République du Sénégal. Une telle démarche démontre la vision industrielle de long terme de l'actionnaire sur le marché sénégalais de l'énergie mais aussi la place importante qu'occupe l'Afrique en tant que relais de croissance.

Propension aux chocs ponctuels

- Au niveau du projet Sakal, la propension aux chocs ponctuels est faible
- C'est un facteur positif pour la notation d'InnoVent SN

La propension aux chocs ponctuels sur le projet Sakal est faible selon WARA. En effet, **la probabilité de chocs internes** est minimisée par la vision écologique et industrielle de long terme de l'actionnaire, la pertinence de sa stratégie et un très bon niveau d'exécution opérationnel. Simultanément, **la probabilité de chocs externes** est elle aussi très faible en raison : (i) de la signature du contrat d'obligation d'achat et la qualité de crédit de la Senelec ; (ii) du bon niveau de régulation du secteur couplé à la volonté politique d'attirer toujours plus d'acteurs privés ; et (iii) la stabilité politique et sécuritaire du pays. Finalement, **l'impact du risque environnemental** lié au réchauffement climatique est pour le moment compensé par le niveau exceptionnel d'ensoleillement de la zone. Il faudra cependant devoir gérer avec les tempêtes de sables et de poussières (une équipe de nuit dédiée s'occupe déjà du nettoyage des panneaux pour assurer la bonne disponibilité de ces derniers).

		Opinion WARA	Score		
Propension aux chocs ponctuels		FAIBLE	2,2		
Probabilité de chocs internes		Modérée à faible	2,7		
Qualité de la gouvernance	Bonne		3		
<i>Vision</i>	<i>Très bonne</i>		2	<i>Vision écologique et industrielle de long terme</i>	
<i>Risque de non continuité</i>	<i>Significatif</i>		4	<i>Forte concentration de pouvoir</i>	
Qualité de la gestion stratégique	Bonne		3	Stratégie de refinancement et de redéploiement clair, pertinente et exécutable	
Qualité de l'exécution opérationnelle	Très bonne		2	Très bon niveau de dispo du parc, pilotage fin, expertise du groupe	
Probabilité de chocs externes		Faible	2,0		
Risque commercial et de crédit	Faible		2	Contrat d'obligation d'achat sur 25 ans, bonne qualité de crédit de la Senelec	
Risque de dépossession de l'actif	Faible		2	Secteur régulé, concession de plein droit mais surtout volonté politique forte	
Risque politique	Faible		2	Sénégal = modèle de stabilité démocratique et sécuritaire dans la sous région	
Risques environnementaux		Faible	2,0		
Niveau d'ensoleillement	Excellent		1	Niveau d'ensoleillement exceptionnel, pas de diminution prévue à moyen terme	
Impact changement climatique	Modéré		3	La hausse des températures largement compensée par niveau d'ensoleillement	

	Qualité	Risque
1	Excellent	Minimal
2	Très Bon	Faible
3	Bon	Modéré
4	Insuffisant	Significatif
5	Faible	Elevé
6	Médiocre	Très Elevé

Facteurs financiers

Rentabilité

- La structure des marges est solide, tirée notamment par la signature du contrat d'achat et la très bonne maîtrise des conditions d'exploitation
- En parallèle, l'expérience et le savoir-faire du groupe Innovent rendent peu probable un dérapage au niveau des coûts
- C'est un facteur positif de notation

La structure des marges affichée est solide. En effet, elle est le résultat : d'un prix fixé à l'avance, du niveau d'ensoleillement et de la très bonne maîtrise des conditions d'exploitation. En somme, la structure des marges d'InnoVent SN sera maintenue tant que : (i) le contrat d'achat au tarif fixe perdurera (éliminant le risque de chute des prix), et (ii) InnoVent continuera à maintenir son excellence opérationnelle (à travers le maintien d'un niveau de disponibilité du parc élevé). En effet, il est peu probable que l'ensoleillement ne se tarisse ou que la Senelec revienne sur les conditions du contrat d'achat (une telle décision enverrait un mauvais signal aux autres exploitants et investisseurs). De même, il est peu probable qu'InnoVent se détourne de son actif ou le laisse à l'abandon en raison de l'importance que représente le marché africain pour le développement du groupe.

	Réel 2019	Réel 2020	Prévisionnel 2021	Prévisionnel 2022	Prévisionnel 2023	Moy. 5 ans
Marge d'EBITDA	86%	69%	33%	85%	85%	72%
Marge d'Exploitation	53%	35%	-1%	51%	51%	38%
Marge Nette	31%	18%	-12%	14%	18%	14%

(Sur 2021, la chute des niveaux de marges est imputable à la facturation exceptionnelle d'une prestation AMO par le groupe : sans cette facturation, les marges seraient respectivement de 85, 50 et 40%)

La prévisibilité des charges est bonne, grâce à des contrats précis, mais surtout un très bon niveau d'exécution opérationnelle. C'est un des avantages d'opérer dans le secteur des infrastructures : toutes les relations contractuellement avec les différentes parties prenantes sont contractualisées avec soit un tarif fixe indexé, soit un coût au MW installé, soit un coût au kWh produit, afin de réduire la volatilité. De plus, étant donné le niveau d'expérience et d'expertise du groupe, le business plan intègre déjà une majorité des scénarii de production et d'incidents opérationnels. Enfin, le choix d'avoir opté pour un fabricant 'Tier-One' vient réduire encore le risque d'incident d'exploitation et de dérapage du niveau de charges. Seule une dégradation significative de l'intérêt porté par le groupe à sa centrale pourrait conduire à délaissement du parc et un dérapage du niveau charge, ce qui encore une fois, est peu probable selon WARA.

Liquidité

- InnoVent SN affiche un bon niveau de liquidité générale
- Le risque de volatilité des cash-flow est modéré selon WARA

Innovent SN affiche un bon niveau de liquidité générale. Tout d'abord, les actifs liquides pèsent pour seulement 16% de l'actif en moyenne sur les cinq dernières années, ce qui est un niveau très faible (score de 6) : cela dit, WARA précise que cette tendance est commune au secteur des infrastructures, où les bilans sont dominés par des immobilisations très conséquentes. Ensuite, l'actif circulant couvre presque trois fois le passif circulant, à 283% 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 de couverture de l'actif par les ressources à long terme, à 174% en moyenne sur les cinq dernières années, le reliquat étant communément appelé fonds de roulement. En conclusion, l'analyse fonctionnelle à travers ces trois ratios nous permet de constater que les grands équilibres bilanciaux en termes de liquidité sont bien respectés.

	Réel 2019	Réel 2020	Prévisionnel 2021	Prévisionnel 2022	Prévisionnel 2023	Moy. 5 ans	Score WARA
Actifs liquides / Actif Total	19%	29%	10%	11%	12%	16%	6
Actifs liquides / Ressources CT	436%	582%	96%	151%	152%	283%	1
(Ressources LT + CP) / Actif immo	124%	147%	176%	198%	227%	174%	1

Score liquidité des Actifs

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

Le risque de volatilité des cash-flow est modéré, notamment grâce à la solidité de la structure des marges et la très bonne prévisibilité des charges. Encore une fois, cela est possible grâce : (i) au tarif fixé par le contrat d'achat ; (ii) une matière première en abondance et accessible ; (iii) un outil assurant de bons rendements intrinsèques ; (iv) rendements qui sont consolidés par la très bonne maîtrise d'exploitation affichée par l'opérateur. Cela dit, étant donnée l'historique encore récent du parc, il conviendra pour InnoVent SN de confirmer les performances encourageantes des premières années d'exploitation afin de maintenir cette tendance positive.

Flexibilité financière

- Malgré l'intégration de l'endettement à venir, les ratios de flexibilité financière restent bons, témoignant de la bonne santé financière de la société
- C'est un facteur positif de notation important

Après avoir évacué le risque de construction et atteint son rythme de croisière en termes d'exploitation, la direction d'InnoVent SN souhaite refinancer la centrale solaire de SAKAL (via une émission de dette obligataire) afin de bénéficier d'un double effet de levier : (i) financier en optimisant le haut de bilan de l'entreprise et ainsi, booster mécaniquement la rentabilité des fonds propres ; et (ii) industriel car les fonds levés permettront de construire une nouvelle centrale sous contrat PPA. Résultat : avec le même montant de fonds propres initialement investi, le groupe pourra, à terme, exploiter deux centrales. WARA juge cette démarche pertinente : l'usage de l'effet de levier est une pratique courante dans le secteur des infrastructures, particulièrement lorsque les revenus sont adossés à des contrats PPA. Ces contrats permettent une très bonne prévisibilité des cash-flow à condition de maintenir l'infrastructure en bon état de fonctionnement.

Notre carte des scores intègre d'ores et déjà l'endettement à venir. Cela n'empêche pas l'entreprise de maintenir un bon niveau de flexibilité financière. Autrement dit, InnoVent SN est en mesure de couvrir ce service de dette futur. WARA a calculé les ratios prévisionnels à partir de 2022 pour anticiper l'endettement supplémentaire et d'ores et déjà l'intégrer dans sa carte des scores. Malgré cet endettement supplémentaire, WARA note que les niveaux de couverture du service de dette et du stock de dette restent à un bon niveau (score de 3). De même le niveau de levier financier moyen sur la période s'établit à 3x ce qui est un bon niveau selon WARA (score de 3). Il convient de préciser que pour le scoring du ratio DSCR, en raison de l'historique encore récent du parc, WARA a opté pour un scénario où le productible est dégradé de 10%.

	Prév. 2022	Prév. 2023	Prév. 2024	Prév. 2025	Prév. 2026	Moy. 4 ans	Score WARA
EBE	2 445	2 471	2 498	2 524	2 491		
Service de dette	750	1 862	1 862	1 862	1 862		
Ratio DSCR (source : Innovent)	3,26x	1,33x	1,34x	1,36x	1,34x	1,34x	2
Ratio DSCR (prod -10%)	2,90x	1,18x	1,19x	1,21x	1,19x	1,19x	3
Ratio DSCR (prod -20%)	2,52x	1,02x	1,04x	1,05x	1,03x	1,03x	5
	Prév. 2022	Prév. 2023	Prév. 2024	Prév. 2025	Prév. 2026	Moy. 5 ans	Score WARA
Dette Financière / Fonds Propres	5,9x	3,8x	2,5x	1,6x	0,9x	2,9x	3
Dette Financière / EBE (en x)	3,6x	3,1x	2,5x	1,9x	1,4x	2,5x	3

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 / Service de dette	supérieur à 1,50x	entre 1,30x et 1,50 x	entre 1,10x et 1,20x	entre 1,05x et 1,10x	entre 1,00x et 1,05x	inférieur à 1x

DONNÉES FINANCIÈRES ET RATIOS

COMPTE DE RESULTATS (en millions de FCFA)	2018	2019	2020
Chiffre d'affaires (CA)	1 329	2 934	2 854
Production stockée	0	0	0
Production immobilisée	0	0	0
Autres produits	2	0	0
PRODUITS D'EXPLOITATION	1 331	2 934	2 854
Achats de marchandises	-28	-48	-318
Transports	-69	-28	-8
Services extérieurs	-109	-167	-227
Autres charges	-47	-72	-35
VALEUR AJOUTEE	1 077	2 619	2 266
% CA	81,1%	89,2%	79,4%
Impôts et taxes	-2	-17	-206
Charges de personnel	-47	-86	-87
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBE)	1 028	2 516	1 972
% CA	77,4%	85,8%	69,1%
Dotations aux amortissements et aux provisions	-412	-972	-983
Reprises de provisions	8	0	2
RESULTAT D'EXPLOITATION	624	1 544	991
% CA	47,0%	52,6%	34,7%
Résultat financier	-1 030	-372	-291
Résultat hors activités ordinaires (H.A.O)	0	0	0
Impôts différés	0	0	0
Impôt sur le résultat	-119	-249	-178
RESULTAT NET DE L'ENSEMBLE CONSOLIDE	-525	923	522
% CA	-39,5%	31,5%	18,3%
Quote-part des sociétés mises en équivalence	0	0	0
RESULTAT NET CONSOLIDE GLOBAL	-525	923	522
% CA	-39,5%	31,5%	18,3%
Parts des minoritaires	0	0	0
RESULTAT NET, PART DU GROUPE	-525	923	522
% CA	-39,5%	31,5%	18,3%

BILAN (en millions de FCFA)	2018	2019	2020
Immobilisations incorporelles	0	361	340
Immobilisations corporelles	9 742	7 831	6 872
Immobilisations financières	1	1	2
Stocks	0	0	0
Créances et emplois assimilés	1 292	2 058	3 235
Trésorerie - Actif	71	397	713
TOTAL ACTIF	11 105	10 647	11 162
Capital	10	10	10
Primes et réserves consolidées	0	0	2
Report à nouveau	-464	-988	-67
Résultat net	-525	923	522
Compte Courant Actionnaire	10 419	10 229	10 137
Subventions d'investissement	0	0	0
Part des minoritaires	0	0	0
Total des capitaux propres	9 441	10 173	10 603
Dettes financières	0	2	4
Clients, avances reçues	0	0	0
Fournisseurs d'exploitation	1 084	71	62
Dettes fiscales et sociales	581	401	469
Autres dettes	0	0	24
Trésorerie - Passif	0	0	0
TOTAL PASSIF	11 105	10 647	11 162

INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES (en millions de FCFA)	2018	2019	2020
Capacité d'auto-financement globale (CAFG)	-113	1 895	1 503
Variation de BFR	6 123	-2 149	-1 185
Investissements	-6 030	580	-2
Remboursements d'emprunts			
Nouveaux emprunts			
Augmentation de capital / Subvention			
Distribution de dividendes			
Variation de trésorerie	-21	326	316
Trésorerie nette d'ouverture	91	71	397
Trésorerie nette de clôture	71	397	713
Dette financière nette (2)	-71	-395	-709

RATIOS	2018	2019	2020
Rentabilité			
Marge de profit (RN/CA) en %	-39,5	31,5	18,3
Rotation des actifs (CA/TA) en %	12	28	26
Levier financier (TA/FP) en %	118	105	105
Retour sur fonds propres (RN/FP) en %	-5,6	9,1	4,9
ROA (RN/TA) en %	-4,7	8,7	4,7
Charges d'exploitation/Produits d'exploitation en %	53	47	65
Liquidité			
Ratio de liquidité générale (AC/PC) en %	77,6	435,8	582,2
Ratio de liquidité de l'actif (AC/TA) en %	11,6	19,3	29,0
(RLT + FP) / Actif Immobilisé en %	96,9	124,2	147,0
Couverture des stocks (en jours d'achats)	0,0	0,0	0,0
Rotation des stocks (en nombre de fois / an)	N/A	N/A	N/A
Délais clients (en jours de CA) (3)	291,7	210,4	340,1
Délais fournisseurs (en jours de CA) (3)	244,6	7,3	6,5
Flexibilité financière			
Gearing (Dettes financières+trésorerie passif)/FP en %	0,0	0,0	0,0
Couverture des charges d'intérêt (EBE/intérêts financiers) (en x)	1,0x	6,8x	6,6x
(Dettes financières+trésorerie passif)/EBE (en x)	0,0x	0,0x	0,0x

	Réel 2018	Réel 2019	Réel 2020	Prévisionnel 2021	Prévisionnel 2022	Prévisionnel 2023	Prévisionnel 2024	Prévisionnel 2025	Prévisionnel 2026
Rentabilité									
Marge de profit	-39%	31%	18%	-12%	14%	18%	21%	23%	25%
Rotation des actifs	12%	28%	26%	39%	46%	49%	60%	75%	100%
Rentabilité des Actifs (ROA)	-5%	9%	5%	-5%	6%	9%	12%	18%	25%
Levier financier	1,2x	1,0x	1,1x	7,4x	4,2x	2,9x	1,9x	1,3x	0,8x
Rentabilité des fonds propres (ROE)	-6%	9%	5%	-33%	27%	26%	24%	23%	21%

	Réel 2018	Réel 2019	Réel 2020	Prévisionnel 2021	Prévisionnel 2022	Prévisionnel 2023	Prévisionnel 2024	Prévisionnel 2025	Prévisionnel 2026
Structure des marges									
Marge d'EBITDA	77%	86%	69%	33%	85%	85%	85%	85%	83%
Marge d'Exploitation	47%	53%	35%	-1%	51%	51%	51%	52%	50%
Marge Nette	-39%	31%	18%	-12%	14%	18%	21%	23%	25%

	Réel 2018	Réel 2019	Réel 2020	Prévisionnel 2021	Prévisionnel 2022	Prévisionnel 2023	Prévisionnel 2024	Prévisionnel 2025	Prévisionnel 2026
Liquidité									
Actifs liquides / Actif Total	12%	19%	29%	10%	11%	12%	15%	18%	25%
Actifs liquides / Ressources CT	78%	436%	582%	96%	151%	152%	154%	155%	157%
(Ressources LT + CP) / Actif immo	97%	124%	147%	176%	198%	227%	271%	347%	531%

	Réel 2018	Réel 2019	Réel 2020	Prévisionnel 2021	Prévisionnel 2022	Prévisionnel 2023	Prévisionnel 2024	Prévisionnel 2025	Prévisionnel 2026
Trésorerie									
Trésorerie Actif	71	397	713	375	375	931	931	931	931
Trésorerie Passif	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Trésorerie nette	71	397	713	375	375	931	931	931	931

	Réel 2018	Réel 2019	Réel 2020	Prévisionnel 2021	Prévisionnel 2022	Prévisionnel 2023	Prévisionnel 2024	Prévisionnel 2025	Prévisionnel 2026
Flexibilité Financière									
EBE/intérêts (x)	1,00x	6,76x	6,77x	3,22x	3,26x	3,39x	3,89x	4,60x	5,55x
(Dettes financières+trés passif)/EBE	0,0x	0,0x	0,0x	10,5x	3,6x	3,1x	2,5x	1,9x	1,4x
Dettes financières	0	2	4	10 000	8 867	7 647	6 334	4 921	3 400
Trésorerie-Passif	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Capitaux propres	-978	-55	467	989	1 511	2 033	2 555	3 077	3 599
Gearing	0%	-3%	1%	1011%	587%	376%	248%	160%	94%
EBE	1 026	2 516	1 972	956	2 445	2 471	2 498	2 524	2 491
Service de dette	0	0	0	0	750	1 862	1 862	1 862	1 862
Ratio DSCR (source : Innovent)	-	-	-	-	3,26x	1,33x	1,34x	1,36x	1,34x



© 2021 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.