



Mars 2016

MICROCRED SÉNÉGAL (MCS)

Sénégal

Table des matières

Notations	1
Evolution de la notation de long terme	1
Résumé	1
Perspective	3
Analyse des Facteurs de Notation Intrinsèque	5
Facteurs environnementaux	5
Environnement macroéconomique	5
Environnement opérationnel	6
Environnement réglementaire	8
Facteurs qualitatifs	10
Positionnement stratégique	10
Gouvernance et gestion des risques	11
Qualité des actifs	13
Facteurs quantitatifs	14
Rentabilité	14
Liquidité	14
Capitalisation	15
Carte des Scores	17
Facteurs de Support Externe	19
Données financières et ratios	20
Les autres publications de WARA	24

BBB/Stable/w-4

Notations

Echelle	Régionale	Internationale
Méthodologie	Banque	Banque
Notation de long terme	BBB	iB
Perspective	Stable	Stable
Notation de court terme	w-4	iw-6
Surveillance	Non	Non

Evolution de la notation de long terme

Première notation assignée à Microcred Sénégal (MCS) en mars 2016.

Résumé

Sur l'échelle régionale de WARA, la notation de long terme de Microcred Sénégal est 'BBB'. Cette notation est assortie d'une perspective stable.

WARA a assigné une notation de long terme en devise locale équivalente à 'BBB' à Microcred Sénégal, membre du Groupe Microcred, présent dans 8 pays et dont le siège social se trouve à Paris. Cette notation se situe deux crans en-deçà du plafond souverain sénégalais, lequel s'établit –selon WARA– à 'A-'. WARA a aussi assigné à Microcred Sénégal une notation de court terme de 'w-4'.

La perspective attachée à cette notation est **stable**.

A titre de référence, les notations en devises internationales que WARA assigne à Microcred Sénégal sont : **iB/Stable/iw-6**.

Analyste principal
Anouar HASSOUNE
Tél: +33 6 3417-2502
Email : anouar.hassoune@rating-africa.org

Analyste support
Guy AYIGAN
Tél: +221 77 183 98 71
Email : guy.ayigan@rating-africa.org

MICROCRED SÉNÉGAL

La notation intrinsèque de Microcred Sénégal (MCS), qui ne bénéficie d'aucun facteur de support externe, est aussi de '**BBB**' selon WARA, ce qui équivaut à un score pondéré total de **3,04/6,00**. Ce score inclut un ajustement favorable de **-5%**, lequel incorpore l'assistance technique et le support de refinancement qu'apporte son actionnaire majoritaire, à savoir Microcred S.A.S., enregistré à Paris et qui fait office de société holding du Groupe Microcred. Microcred S.A.S. est une holding non-opérationnelle: dans ce cas, méthodologiquement, WARA s'interdit d'appliquer un degré de support externe au-delà de la note intrinsèque. Le seul ajustement possible ne peut s'effectuer que dans le cadre de la carte des scores, avec un plafond de 20%.

Microcred S.A.S. est l'actionnaire majoritaire de MCS, avec 51,2% du capital de la filiale sénégalaise du Groupe. Les cinq autres actionnaires (minoritaires) sont des investisseurs institutionnels domestiques et internationaux. Deux conventions lient MCS à Microcred S.A.S. En l'espèce, la filiale sénégalaise du Groupe s'appuie sur un contrat d'assistance technique avec la holding du Groupe, par lequel Microcred S.A.S. fournit à MCS un certain nombre de services de conseil et d'accompagnement opérationnel ; l'autre convention est un accord d'apport en compte courant d'actionnaire, par le truchement duquel MCS peut solliciter un prêt auprès de son actionnaire majoritaire, en cas de besoin. Ces deux conventions sont rémunérées chaque fois qu'elles sont appliquées, ce qui se produit en permanence pour la première, et rarement quant à la seconde. En 2015, MCS a versé au siège la somme nette de 200.000 euros au titre de la convention d'assistance technique (soit 1,2 millions d'euros bruts desquels sont déduits 1 million d'euros de subventions versées par des bailleurs internationaux), tandis que la convention d'apport en compte courant n'a pas été sollicitée par MCS depuis de nombreuses années.

WARA considère que l'importance stratégique de MCS pour son Groupe est élevée. A fin 2014, MCS représentait 22% des actifs et de l'encours de crédit du Groupe Microcred, 36% de son résultat, 40% de ses clients et 25% de ses employés. Il est probable qu'au regard de la croissance attendue des filiales chinoise et ivoirienne, la part relative de MCS dans le Groupe devrait graduellement se réduire ; cela dit, WARA estime que la filiale sénégalaise restera stratégiquement importante pour le Groupe pendant longtemps.

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

Points forts

- **La gouvernance de MCS est rigoureuse** : l'appétit de ses actionnaires pour le risque étant modéré, les mécanismes de contrôle et d'incitation sont minutieusement exécutés, et la gestion se montre prudente.
- **La position concurrentielle de MCS est non seulement déjà robuste, mais elle tend aussi à s'améliorer** : en deuxième position en matière d'encours de crédit, MCS ne cache pas son ambition de devenir le leader de son marché à moyen terme... non pas via une guerre des prix, mais davantage par le biais de la qualité et de l'exhaustivité de son offre.
- **La performance financière de MCS est bonne** : malgré un coefficient d'exploitation encore élevé, les marges épaisses de MCS et sa politique de réinvestissement quasi-systématique lui permettent d'internaliser l'accumulation des fonds propres nécessaires à son rythme croissance soutenu.
- **Le portefeuille de crédit de MCS est très granulaire et d'excellente qualité** : nonobstant l'absence

MICROCRED SÉNÉGAL

de diversification géographique au-delà des frontières du Sénégal, le portefeuille de crédit de MCS est très hautement diversifié, tant par contrepartie que par secteur. En outre, son portefeuille à risque (PAR) est le plus bas du marché, et sa politique de provisionnement demeure particulièrement conservatrice.

- **Le support opérationnel du groupe est permanent** : fort de deux conventions avec la holding de tête du Groupe Microcred, MCS se prévaut d'une assistance technique externe ininterrompue, et peut le cas échéant aussi bénéficier d'un soutien en refinancement. C'est là un avantage comparatif décisif.

Points faibles

- **L'environnement macroéconomique au Sénégal demeure fragile et volatile** : en effet, le pays reste tributaire de son secteur primaire, où les cours internationaux sont soumis à rude épreuve ; directement ou indirectement, les bilans des institutions de microfinance reflètent naturellement ce risque de type structurel.
- **Par conséquent, le risque de crédit porté par les portefeuilles micro-financiers tend à être potentiellement élevé et très cyclique** : c'est le principal risque auquel fait face MCS, d'autant plus que les informations de crédit relatives aux clients exclus du système bancaire sont parcellaires et peu fiables. Cela dit, faute de données fiables quant au risque de contrepartie des clients, l'un des éléments clés de différenciation de MCS est la présence permanente sur le terrain de ses chargés de clientèle. Cela permet de compenser la faiblesse des historiques de crédit et l'impossibilité du scoring par une surveillance *in vivo* du comportement de chacune des composantes du portefeuille.
- **Le modèle d'affaire de MCS met la liquidité de son bilan sous pression** : au passif, la collecte de l'épargne reste un exercice fastidieux, tandis qu'à l'actif, l'utilisation du bilan est intensive ; par conséquent, la gestion actif-passif n'est pas une sinécure pour MCS, dont la dépendance vis-à-vis des banques créancières est élevée. Ce risque est toutefois mitigé par le fait que des ressources longues financent des actifs de maturité courte et donc à rotation élevée. En outre, MCS n'a aucune difficulté à obtenir des financements, tant des banques locales que des fonds d'investissement internationaux.
- **MCS subit une tension régulière sur les ressources humaines et capitales**. Au regard de ses taux de croissance élevés et de l'intensité de la concurrence, MCS court le risque de placer ses ressources humaines sous tension. Concomitamment, ses fonds propres croissent moins vite que la taille de ses actifs. Cela dit, les normes de fonds propres réglementaires applicables aux SFD dans la sous-région sont élevées, et très supérieures à celles auxquelles doivent se soumettre les banques.

Perspective

La perspective attachée à la notation de MCS est **stable**. WARA justifie cette perspective stable par le fait que huit ans après sa constitution, la filiale sénégalaise du Groupe Microcred a réussi à y installer un positionnement concurrentiel et une notoriété de marque difficiles à affaiblir. Au contraire, MCS gagne des parts de marché. De surcroît, ses indicateurs financiers de rentabilité, de fonds propres et de liquidité sont stables, corollaire d'une gouvernance saine, transparente et prône à un degré élevé de contrôle.

MICROCRED SÉNÉGAL

Une amélioration de la notation de MCS est tributaire: i) d'une amélioration structurelle du contexte macro-économique sénégalais ; ii) du succès de sa stratégie « *mass market* », qui consiste à commercialiser de nouveaux produits auprès de nouvelles communautés de clients, par le truchement de canaux alternatifs de distribution ; iii) du renforcement de sa capacité de collecte de l'épargne domestique, à même de diluer le risque de dépendance envers les bailleurs de fonds bancaires domestiques et transfrontaliers ; et iv) du renforcement graduel de ses fonds propres dans un contexte de croissance soutenue et ambitieuse de son bilan, dominé par les encours de crédit.

Une détérioration de la notation de MCS serait la conséquence : i) d'une perte graduelle de part de marché en dépôts ou en crédits, ou de la matérialisation du risque de ressources humaines, notamment en cas d'hémorragie de talents vers la concurrence ; ii) d'une volatilité accrue de l'environnement macroéconomique domestique, à même de conduire à une inflation du PAR ; iii) d'une stratégie que WARA jugerait excessive en matière de levier financier, susceptible de mettre à mal la position de l'institution en capital ou en liquidité ; iv) de la remise en cause de l'une ou l'autre des conventions qui lient MCS à son Groupe ; v) de l'émergence incrémentale de risques de concentration au sein du portefeuille de crédit ; ou vi) d'une gouvernance jugée plus laxiste par WARA, notamment en matière de rigueur des contrôles d'audit, de conformité et de terrain.

Par cette perspective stable, WARA exprime son opinion 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 MCS contient autant de possibilités de rehaussement que de risques d'abaissement, dans la limite du plafond souverain sénégalais que WARA maintient pour le moment à 'A-'.

Analyse des Facteurs de Notation Intrinsèque

Facteurs environnementaux

Environnement macroéconomique

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

Le Sénégal demeure un pays agricole, peu compétitif. 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 13% du PIB, le secteur primaire emploie directement et indirectement 64% de la population active et contribue au moins pour la moitié au secteur informel. L'agriculture du Sénégal est caractérisée par la prédominance des cultures commerciales que sont l'arachide, le coton et la canne à sucre. En outre, le mil, le riz, le maïs et le sorgho sont les cultures alimentaires et vivrières, exploitées à plus petite échelle. Cela dit, le Sénégal est un importateur net de produits alimentaires, en particulier le riz, qui représente près de 75% des importations de céréales. Seules 5% des terres sont irriguées, faisant du Sénégal un territoire d'agriculture pluviale de subsistance. De plus, une large partie du Sénégal se trouve sujette à la sécheresse caractéristique de la région du Sahel, avec des précipitations irrégulières, des sols généralement pauvres et des invasions acridiennes récurrentes. Compte tenu de cette structure économique et de la faible productivité du secteur primaire et de ses corollaires agro-industriels et de services liés, la compétitivité hors prix de ce pays est limitée. La parité fixe avec l'euro, une devise forte, ne permet pas non plus au Sénégal de bénéficier d'une compétitivité-prix. Au total, le classement du Sénégal au titre de l'indice de compétitivité du Forum Economique Mondial est passé du 92ème rang en 2010 au 110ème en 2014.

La population sénégalaise demeure par conséquent pauvre en moyenne, avec des écarts très prononcés entre le milieu rural, très précaire, et le milieu urbain, qui concentre la totalité de la classe moyenne. Le PIB par habitant n'a franchi la barre symbolique des 1000 USD qu'en 2011, et ne devrait pas s'en éloigner substantiellement avant la fin de la décennie. Cela dit, les indicateurs sociaux du Sénégal sont en général meilleurs que ceux des autres pays de la région, comme en témoigne son indice de développement humain de 0,48, soit 3 points de mieux que son voisin ivoirien (0,45). Comme l'économie sénégalaise est tributaire du secteur primaire, donc des conditions climatiques, la croissance réelle autant que nominale, l'inflation et le marché du travail tendent à être volatiles. Dans ces conditions, les cycles économiques sont difficilement prévisibles, ce qui ne fournit pas suffisamment d'incitations à l'investissement de long terme au sein du secteur privé (dans une certaine mesure compensé par des programmes d'investissements publics), et rebute le secteur bancaire dans son activité d'intermédiation : au total seuls 19% des Sénégalais ont un compte en banque, et presque la moitié de ces comptes sont considérés comme inactifs. Une autre conséquence de cet état de fait est la faiblesse chronique des investissements directs étrangers vers le Sénégal, eux aussi volatiles et cantonnés dans un intervalle compris entre 2% et 3,5% du PIB, et une tendance de long terme à la baisse, les investissements préférant se diriger vers des territoires plus compétitifs en prix et plus attractifs en rendements.

MICROCRED SÉNÉGAL

La consommation des ménages, traditionnellement un moteur de croissance important dans les pays à taux d'épargne faible, demeure contrainte par le coût de la vie, réhibitoire au Sénégal pour les foyers les plus fragiles, en raison de taux d'inflation élevés dans le passé récent. Cela dit, le niveau de la consommation devrait s'améliorer à moyen terme, et cela pour trois raisons : i) le ralentissement tendanciel de l'inflation, qui restera en principe inférieure à 3% jusqu'en 2016 ; ii) une croissance réelle supérieure à 4%, au moins jusqu'en 2017, créatrice d'emplois; et iii) des taux d'investissement (publics et privés, domestiques et étrangers) supérieurs à 30% jusqu'en 2017, dynamisés notamment par les flux étrangers en provenance de Chine et des pays du Golfe.

Malgré sa volatilité, la croissance réelle au Sénégal est meilleure que prévue (4.7% en 2014), essentiellement grâce à un rebond du secteur primaire avec une bonne production agricole, et cela malgré une baisse des recettes dans le secteur du tourisme due à l'épidémie d'Ebola. Cette tendance devrait se prolonger, voire se renforcer dans les 3 à 5 ans à venir, grâce au programme public d'investissements agricoles et en infrastructure financé par l'émission obligataire de 500 millions d'USD en 2011. La production industrielle devrait aussi se rétablir à ses niveaux pré-électorales, compte tenu de la moindre fréquence des coupures de courant électrique, et de la bonne performance attendue des secteurs du ciment et des phosphates. Cela dit, la croissance sénégalaise n'est pas suffisamment riche en emplois: selon les statistiques officielles, le taux de chômage était de 48% en 2010 et de 42% en 2012. Cela dit, le secteur informel, notamment agricole, absorberait au moins les trois quarts des « chômeurs » enregistrés auprès de l'administration sociale, ce qui signifie que le taux de chômage réel se situerait plus vraisemblablement dans un intervalle compris entre 10% et 15% de la population active, ce qui reste élevé.

Environnement opérationnel

L'environnement opérationnel sénégalais est caractérisé par une stabilité démocratique avérée et un besoin d'investissement dans les infrastructures énergétiques ; cela dit, le secteur de la microfinance y affiche de bonnes performances.

Malgré les incertitudes qui ont prévalu peu avant les élections présidentielles de mars 2012, 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. La transition entre le nouveau chef de l'Etat, Macky Sall, et le président sortant, Abdoulaye Wade, s'est opérée sans heurt. Malgré les nombreuses protestations populaires anti-Wade, l'attitude du président sortant, emprunte de réserve voire d'un certain tact, a été saluée même par les médias d'opposition les plus critiques.

Beaucoup dépendra sans aucun doute de la stratégie de l'Etat pour résoudre la « crise » énergétique qui pèse sur les outils de production du pays. 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; cela dit, l'exploration offshore d'hydrocarbures s'accélère. 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 considérablement diminué (40% de moins que le montant projeté). Cette manne servira à financer des projets d'électrification rurale ainsi qu'un programme d'investissement en infrastructures en milieu rural supporté par le PNUD.

MICROCRED SÉNÉGAL

Les projets en cours donnent la priorité au monde rural, et souhaitent soutenir le pouvoir, 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; en 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. De plus, le regain d'intensité de l'investissement (tant public que privé), en particulier dans les secteurs de l'énergie, des infrastructures, de l'agriculture et de la pêche, du tourisme, du textile, des technologies de l'information et de la communication, ainsi que de l'exploitation minière sont autant de facteurs à même de créer les conditions de la croissance future.

Le secteur sénégalais des Systèmes Financiers Décentralisés (SFD), i.e. des institutions de microfinance, affiche des performances robustes depuis une décennie ; MCS fait partie du peloton de tête. Selon le Comité National de Coordination des activités de microfinance (CNC), au 30 juin 2015, le secteur comptait 383 SFD au Sénégal ; les 20 premières institutions contrôlent plus de 95% des encours de crédit et d'épargne. A la même date, les 5 leaders du secteur sénégalais de la microfinance représentaient 90% de l'encours total de crédit, soit 263,9 milliards de FCFA.

Au cours du premier semestre 2015, le secteur s'est caractérisé par une croissance soutenue de l'épargne au passif, et par une croissance mesurée des crédits et du nombre de clients emprunteurs. Au 30 juin 2015, le CNC note :

- La progression continue, mais à un rythme plus faible, du nombre de membres et clients des SFD qui passe de 2 193 268 à 2 254 342 (+1,5%), soit un taux de pénétration de la population totale de 16,1%.
- Une forte croissance des dépôts (+8,2%), dont l'encours est passé de 218 à 236 milliards FCFA. Les dépôts à terme représentent près de 30,1% (contre 32% en décembre 2014), soit près de 71 milliards FCFA.
- Une légère augmentation de l'encours de crédit (+2,7%), qui passe de 257 à 264 milliards FCFA. Les crédits octroyés aux SFD par les banques et autres structures de refinancement ont stagné à 45 milliards FCFA.
- Une légère baisse du nombre d'emprunteurs actifs (-0,9%), qui passe de 453 197 à 448 910, soit un crédit moyen de 587 947 FCFA (contre 567 046 FCFA en décembre 2014).
- L'augmentation continue de l'actif des SFD (+6,3%), qui passe de 370 à 394 milliards FCFA. L'encours de crédit constitue 67% de l'actif total contre 69,4% en 2014.
- Une légère amélioration de la qualité du portefeuille, mais qui reste encore au-dessus des seuils admis, avec: le ratio du portefeuille à risque (PAR) à 30 jours qui est passé de 7,7% à 7,0% ; le ratio du PAR à 90 jours qui est passé de 5,9% à 5,4% ; le taux d'abandon de créances qui est passé de 2,4% à 0,3%.
- La chute ratio de capitalisation, qui passe de 24,3% à 21,9%.

Le tableau ci-dessous résume une décennie d'évolution du secteur des SFD au Sénégal :

MICROCRED SÉNÉGAL

Indicateurs	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	Jun 2015	Progression depuis 2014
Taux de pénétration population totale	7.00%	8.00%	9.47%	10.15%	12.04%	13.02%	13.30%	14.53%	15.84%	16.08%	1.5%
Nombre de clients	803,517	943,595	1,093,838	1,207,095	1,447,692	1,624,319	1,757,707	1,962,819	2,193,268	2,254,342	2.8%
% de femmes	38.00%	44.00%	44.21%	39.00%	44.00%	44.00%	43.15%	43.00%	41.11%	41.30%	0.5%
Nombre d'emprunteurs actifs	166,871	214,483	256,016	281,679	384,387	375,619	422,600	424,057	453,197	448,910	-0.9%
Encours des dépôts (mds de FCFA)	74.0	91.0	102.8	119.0	135.2	159.2	168.7	192.4	217.9	235.7	8.2%
% des dépôts à terme	12.0%	14.8%	26.0%	22.0%	26.0%	28.0%	28.5%	31.2%	31.8%	30.1%	-5.2%
Nombre d'épargnants volontaires	--	--	--	--	--	--	1,327,965	1,186,200	1,742,985	2,101,871	20.6%
Encours de crédit (mds de FCFA)	90.0	111.0	132.5	140.5	170.5	204.6	224.7	226.9	257.1	263.9	2.7%
Emprunts > 2 ans auprès des banques (mds FCFA)	--	--	--	17.0	25.4	32.9	38.0	38.5	44.9	45.2	0.5%
Total actif (mds de FCFA)	123.4	168.7	184.8	257.8	252.9	290.7	317.5	337.0	370.4	393.8	6.3%
Productivité des agents de crédit	493	496	518	606	616	434	432	423	388	395	1.8%
PAR 30 jours	--	--	--	6.79%	4.80%	11.36%	6.27%	7.95%	7.66%	7.00%	-8.6%
PAR 90 jours	3.81%	2.50%	3.13%	3.63%	3.55%	5.80%	5.49%	6.64%	5.90%	5.41%	-8.3%
Taux d'abandon de créances	--	--	--	--	0.26%	1.78%	1.39%	2.16%	2.41%	0.34%	-85.9%
Autosuffisance opérationnelle	129.0%	125.0%	121.2%	108.4%	110.8%	112.3%	109.1%	107.8%	101.6%	89.0%	-12.4%
Taux de capitalisation	--	27.0%	28.6%	23.5%	27.3%	30.5%	26.8%	24.4%	24.3%	21.9%	-9.7%

Environnement réglementaire

Le marché de la microfinance est convenablement régulé au Sénégal, comme dans tous les autres pays de la sous-région ; cela dit, la réglementation applicable aux institutions de microfinance demeure perfectible

En tant que membre de l'UEMOA, le Sénégal a délégué la régulation de son secteur bancaire et micro-financier à la Banque Centrale des Etats d'Afrique de l'Ouest (BCEAO), c'est-à-dire sa réglementation et sa supervision. En ce qui concerne les deux dimensions de la régulation des SFD, WARA estime que le cadre prudentiel applicable en Afrique de l'Ouest est adéquat et suffisant, compte tenu du caractère faiblement complexe des institutions et des produits micro-financiers dans la sous-région. Le tableau ci-dessous résume l'intitulé des règles prudentielles applicables aux SFD, leur définition et la position de MCS à leur égard à fin 2014 ; WARA note que MCS est en pleine conformité avec les normes prudentielles en vigueur, avec toutefois une tension sur les normes de liquidité et de capitalisation, ce que MCS s'applique à mitiger de manière attentive et permanente. Il est aussi à préciser qu'au regard de la loi 2008-47 régissant l'activité de SFD, l'autorité de tutelle des SFD reste le Ministre en charge des Finances dans chacun des pays de l'UEMOA.

MICROCRED SÉNÉGAL

No. Ratio	Définition	Norme prudentielle	Ratio MCS au 31-déc-14	Conforme?	Risque de conformité réglementaire	
1	Limitation des risques auxquels est exposée une institution	Risques portés par une institution nets des provisions et garanties / Ressources	≤ 200%	91%	OUI	
2	Couverture des emplois à moyen terme par des ressources stables	Ressources stables / Emplois à moyen terme	> 100%	768%	OUI	
3	Limitation des prêts aux dirigeants et au personnel ainsi qu'aux personnes liées	Prêts et engagements par signature à ces contreparties / Fonds propres	≤ 10%	4%	OUI	
4	Limitation des risques pris sur une seule signature	Prêts et engagements par signature à une seule contrepartie / Fonds propres	≤ 10%	1%	OUI	
5	Norme de liquidité	Valeurs réalisables et disponibles nettes / Dépôts des clients	> 100%	100,1%	OUI	
6	Limitation des opérations autres que les activités d'épargne et de crédit	Montants consacrés aux activités autres que l'épargne et le crédit / Risques portés par l'institution	≤ 5%	1%	OUI	
7	Constitution de la réserve générale	Base = Résultat + Report à nouveau déficitaire	Minimum = 15% x base	193,7 M FCFA	OUI	
8	Norme de capitalisation	Fonds propres / Total actif fin de période	≥ 15%	15,01%	OUI	
9	Limitation des prises de participation	Titres de participation / Fonds propres	≤ 25%	0%	OUI	
10	Financement des immobilisations et des participations	Immobilisations et participations / Fonds propres	≤ 100%	16%	OUI	

Risque réglementaire faible

Risque réglementaire moyen à élevé

Non conforme

WARA note cependant que la réglementation des SFD en zone UEMOA demeure perfectible. En particulier : i) la sous-région n'applique pas les normes de fonds propres réglementaires dites de Bâle, ni dans sa première ni dans sa deuxième version ; les normes de fonds propres ne sont pas sensibles aux risques de crédit, de marché et opérationnels portés au bilan et hors-bilan ; ii) les SFD de la sous-région ne sont pas tenues d'appliquer les normes comptables internationales mais les normes comptables régionales, ce qui favorise la comparaison intra régionale des bilans, mais rend difficile toute comparaison internationale ; enfin, iii) la quantité d'informations quantitatives et qualitatives publiquement disponibles dans les rapports annuels des SFD est insuffisante du point de vue de WARA ; notamment, les informations relatives aux niveaux de concentration sectorielle, géographique et par contrepartie manquent cruellement, ainsi que celles inhérentes aux gaps de maturité et chocs de taux ; les informations qualitatives quant à la qualité des actifs sont souvent inexistantes. Sur ce point, MCS est, d'une manière générale, plus transparent que les autres SFD sénégalais, mais selon WARA gagnerait à publier davantage de détails analytiques dans ses publications annuelles. Enfin, les comptes infra-annuels (i.e. semestriels ou trimestriels) ne sont pas publiquement disponibles.

MICROCRED SÉNÉGAL

Facteurs qualitatifs

Positionnement stratégique

Fort de sa notoriété, MCS s'est hissé à la deuxième place des SFD sénégalais en termes d'encours de crédit. Sa stratégie finement pensée et impeccablement exécutée laisse présager davantage de gains de parts de marché à moyen terme

MCS occupe la deuxième place en termes d'encours de crédit, avec 16,1% du marché des SFD au Sénégal.

Le tableau ci-dessous résume les principaux indicateurs de parts de marché des 5 concurrents dominants.

SFD	Total actif	Clients	Emprunteurs actifs	Encours de dépôts	Encours de crédit	Rang d'encours de crédit
CMS	47.00%	39.32%	27.64%	59.19%	42.11%	1
MCS	12.24%	6.67%	8.83%	9.04%	16.08%	2
ACEP	12.11%	9.04%	11.03%	4.93%	14.87%	3
PAMECAS	15.13%	28.94%	19.18%	15.58%	12.57%	4
U-IMCEC	4.06%	5.60%	4.77%	3.33%	4.19%	5
TOTAL TOP 5	90.54%	89.57%	71.45%	92.07%	89.82%	

L'objectif affiché de MCS est de devenir le leader sénégalais de la microfinance ; WARA estime que ce dessein est à la portée de l'institution. Fort de ses 150.000 clients au 30 juin 2015, MCS a réussi à se hisser à la deuxième place des institutions de microfinance au Sénégal en moins de 8 ans. A priori, à fin 2016, la société devrait atteindre 250.000 clients. Son objectif est de dépasser à un million de clients dans les 5 prochaines années. Si cet objectif est atteint, cela signifiera que MCS prendra la première position, devant le Crédit Mutuel du Sénégal (CMS). Cet objectif stratégique est cohérent avec les choix du Groupe, qui ne décide d'entrer sur un marché donné que s'il existe une probabilité raisonnable de devenir un acteur majeur, voire le leader domestique.

Au-delà des micro-entrepreneurs, MCS entend aussi servir le « mass market » ; WARA estime que ce relai de croissance est pertinent. Depuis sa création en 2007 et jusqu'en 2015, MCS ne servait que la clientèle des micro-entrepreneurs. En d'autres termes, les produits d'épargne et de crédit n'étaient proposés qu'aux TPE et PME et à leurs propriétaires. Depuis 2015, en revanche, la stratégie de MCS consiste à élargir son périmètre d'action en sollicitant de nouveaux clients, à savoir les ménages salariés, le monde rural, les jeunes (étudiants et diplômés) et les jeunes actifs. Outre les perspectives de croissance quantitative du portefeuille de crédit que le choix du « mass market » laisse présager, le portefeuille devrait aussi gagner en granularité (i.e. en diversification), et les capacités de collecte de l'épargne devraient s'en trouver renforcées.

Conscient du fait que toute stratégie de croissance agressive par captation de nouveaux clients peut détériorer la rentabilité marginale, MCS a fait un triple choix tactique, que WARA considère comme légitime et, pour le moment, bien exécuté :

- Développer de nouveaux produits : fidéliser sa clientèle suppose de pouvoir lui offrir une gamme de produits exhaustive, dans la limite de ce que permet la législation relative aux SFD. Avec le soutien du Groupe, MCS entend faire valoir sa capacité d'innovation pour proposer de nouvelles solutions d'épargne et de crédit à sa clientèle. Par exemple, depuis 2015, deux pilotes sont en phase de test : le crédit à renouvellement automatique et le crédit parrainé. D'autres projets sont à

MICROCRED SÉNÉGAL

l'étude, comme le découvert, la ligne de crédit sous forme de convention cadre, la caution et même la carte de débit (en partenariat avec une institution bancaire).

- Maintenir un niveau de qualité du service élevé : le niveau de satisfaction des clients de MCS est bon, quand bien même MCS ne déploierait pas une concurrence par les prix. Très réactif dans ses délais de traitement des dossiers de crédit (et d'épargne), MCS sait aussi se montrer proactif dans le démarchage de ses cibles. Cette proactivité, qui se matérialise par une présence permanente sur le terrain, contient évidemment une vertu commerciale, mais permet aussi de suivre de manière minutieuse le risque de contrepartie, faute de sources d'information fiables quant à la qualité de crédit des micro-emprunteurs. Enfin, ses investissements récurrents et importants en matière de systèmes d'information et de formation apportent un concours précieux pour le maintien de la qualité de service. Tout cela participe d'une logique de marque, attestée par la notoriété croissante de Microcred sur son marché domestique, avec deux mots d'ordre : proximité et confiance.
- Déployer des canaux alternatifs de distribution : MCS n'a pas l'intention de se lancer dans l'inflation tout azimut de ses agences et points de service. La société dispose de 36 localisations physiques à fin 2015, et deux autres points de vente sont en cours de préparation. Le réseau ne devrait pas s'étendre aussi vite que l'accueil de nouveaux clients. Au contraire, MCS privilégie deux vecteurs alternatifs de distribution : les *correspondants* et la *technologie*. En matière de correspondants, le réseau Baobab regroupe les 535 agents de Microcred, lesquels sont de petits commerçants, souvent déjà versés dans le transfert d'argent. Ces correspondants gèrent les transactions pour le compte de Microcred, mais pas la relation client, laquelle est prise en charge par le centre d'appel de MCS (qui s'est vu naturellement renforcé). En matière de technologie, MCS parie sur le fait que l'évolution quantique de la connectivité en Afrique en général et au Sénégal en particulier devrait lui permettre de mieux servir davantage de clients. Digitaliser l'accès aux services micro-financiers fait partie des choix tactiques de MCS : une application mobile est en préparation ; une carte de débit, en partenariat avec une banque, est ardemment souhaitée ; améliorer l'interopérabilité avec les opérateurs de réseaux mobiles (MNO) est à l'étude ; faciliter le paiement des factures à distance est discuté avec certains partenaires (notamment pour la consommation d'eau, d'électricité et de téléphonie, via un ou plusieurs agrégateurs) ; et enfin, à moyen terme, MCS envisage de rendre son site internet capable d'accueillir des flux transactionnels.

Gouvernance et gestion des risques

La gouvernance de MCS est saine et robuste, mais la gestion des risques reste perfectible

WARA estime que l'intime intégration de MCS dans son Groupe renforce sa gouvernance, et constitue un facteur positif de notation. En effet, le capital de MCS est dominé par le Groupe Microcred à hauteur de 51,2%. Le Groupe considère MCS comme l'une de ses principales filiales, et sans aucun doute son actif le plus important en Afrique. C'est la raison pour laquelle WARA considère que MCS est d'une importance stratégique élevée pour le Groupe. Il va sans dire, par conséquent, que les systèmes de gestion de MCS, notamment en matière de risque et de contrôle (i.e. d'audit et de conformité), font l'objet d'une surveillance minutieuse, d'abord par le Conseil d'Administration, puis par Microcred S.A.S. Cela est parfaitement cohérent avec le fait que le Conseil d'Administration, ainsi que les Comités d'Audit et de Crédit qui en sont des excroissances, soient fortement dominés par des cadres représentant le Groupe. De surcroît, dans le cadre de la convention d'assistance technique entre MCS et son parent, il n'est pas juste question de supervision et de contrôle, mais aussi de mise à disposition par le Groupe à MCS des principaux personnels d'encadrement formant l'ossature de la direction générale de la filiale sénégalaise : cela assure

MICROCRED SÉNÉGAL

une plus grande efficacité dans les flux d'information qui circulent entre le siège et la filiale, ainsi qu'une meilleure transparence des décisions de gestion qui sont prises puis exécutées au niveau de la filiale. WARA note que l'appétit pour le risque des actionnaires de MCS est modéré, malgré des ambitions de croissance soutenue à moyen terme. Cela est cohérent avec la rigoureuse minutie des contrôles mis en place par MCS pour conduire son activité de microfinance. En particulier, ces contrôles prennent essentiellement six formes :

- L'audit régulier du portefeuille et des fonctions : chaque année, au moins 10% du portefeuille doit passer au crible de l'exercice d'audit. De surcroît, chacune des 36 agences du réseau est auditée deux fois dans l'année. En outre, le plan annuel d'audit est le plus souvent exhaustif, contenant des audits programmés et inopinés très réguliers des principales fonctions-support du SFD. Enfin, par-delà la fonction d'audit et le Comité d'Audit auquel cette fonction reporte, le siège parisien exerce fréquemment son droit de contrôle et de supervision sur sa filiale, y compris sur des éléments de détail.
- Un soin permanent porté à la conformité réglementaire : MCS entend respecter tant l'esprit que la lettre de la réglementation domestique des institutions de microfinance. C'est la raison pour laquelle la Direction de la Conformité a été dotée d'une latitude et d'une marge de manœuvre très larges, quand bien même un Comité de Conformité n'aurait pas été institué au niveau du Conseil d'Administration. Le reporting réglementaire de MCS est impeccable.
- La minimisation des risques juridiques et fiscaux : conscient du fait qu'en Afrique de l'Ouest l'environnement juridique et fiscal puisse s'avérer volatil et, dans certain cas, difficilement prévisible, MCS a pris soin de consulter fréquemment ses conseils juridiques et ses fiscalistes internalisés, notamment avec le soutien du siège. Malgré l'identification de quelques risques fiscaux inhérents à l'interprétation de certaines dispositions applicables aux SFD, MCS n'a pas souffert de manière significative de ce risque, qui semble maîtrisé selon WARA.
- Le contrôle strict des dépenses courantes : les phases de croissance rapide du bilan sont prônes à l'inflation des coûts, notamment salariaux. Conscient que son coefficient d'exploitation n'a pas encore atteint son optimum, le contrôle des charges opérationnelles s'avère efficient chez MCS, rétif à toute dépense somptuaire.
- Le suivi permanent des risques de crédit inhérents à chaque client : faute de données fiables quant au risque de contrepartie des clients, le plus souvent non-bancarisés, l'un des éléments clés de différenciation de MCS est la présence permanente sur le terrain de ses chargés de clientèle. Cela permet de compenser la faiblesse des historiques de crédit et l'impossibilité du scoring par une surveillance *in vivo* du comportement de chacune des composantes du portefeuille.
- La mise à contribution de la technologie pour la surveillance des activités et, le cas échéant, pour la détection des risques de fraude : MCS a beaucoup investi dans son système d'information. MCS a notamment fait le choix du « *core banking system* » de Temenos, T24. Cet outil, quoique puissant, n'est pas toujours parfaitement adapté aux besoins des SFD, ce qui a rendu nécessaires quelques développements internes par Microcred Services, la nouvelle filiale du Groupe (basée à Dakar) agissant en sa qualité de hub pour les systèmes d'information. Ces investissements, outre leur pertinence en termes commerciaux, permettent aussi de déployer une forme technologique de contrôle, notamment pour la détection de certains types de fraudes.

MICROCRED SÉNÉGAL

Cela dit, WARA estime que la gestion des risques demeure perfectible et gagnerait à s'organiser autour d'une approche plus holistique. Au demeurant, les risques opérationnels sont directement gérés par les équipes commerciales, tout comme l'est le risque de crédit. Les risques financiers, de liquidité et de refinancement sont pris en charge par la Direction Administrative et Financière, avec l'appui du siège. Les risques juridiques et fiscaux sont suivis par juristes et fiscalistes internalisés, tandis que la Direction de la Conformité prend à sa charge la minimisation du risque réglementaire. Enfin, la Direction de l'Audit a été mandatée pour dresser, à intervalles réguliers, une cartographie des risques, et participe aussi de la surveillance des risques technologiques. Si les principaux risques sont, en pratique, sous contrôle, la responsabilité de la gestion des risques est diluée par une structure de ce type, que WARA juge fragmentée. L'institution de microfinance gagnerait sans doute à adopter une approche dite « holistique » en matière de gestion des risques, en confiant la responsabilité à une Direction dédiée, sous l'autorité d'un Comité des Risques.

Qualité des actifs

Le portefeuille de MCS est très granulaire : les risques de concentration par contrepartie et par secteur sont infimes. En revanche, par construction, la concentration géographique de MCS est inévitable. MCS affiche le PAR le plus faible du marché, et sa politique de provisionnement s'avère particulièrement conservatrice

Les risques de concentration du portefeuille de MCS sont très faibles. MCS ne sert que le marché sénégalais ; par construction, son risque de concentration géographique est relativement élevé. MCS épouse dans une large mesure la macroéconomie sénégalaise, qui peut s'avérer vulnérable et cyclique. En revanche, son portefeuille est hautement granulaire. Les risques de concentration sectorielle sont minimes. En termes de risque sur une seule signature au 31 décembre 2014, la contrepartie unitaire la plus importante a emprunté 100 millions de FCFA, soit 1,5% des fonds propres et 0,2% du portefeuille de créances brutes. A la même date, les 10 encours bruts les plus importants représentaient 2,2% du portefeuille de crédit brut. L'opinion de WARA est que MCS maintient un niveau très élevé de diversification de son portefeuille, ce qui est un facteur crucial de notation.

La performance de MCS en termes de PAR est excellente, et le provisionnement très prudent. La qualité des actifs, mesurée par le ratio des créances en souffrance (CS) brutes (ou portefeuille à risque dans le langage des SFD) rapportées au total des créances brutes sur la clientèle, s'est élevée à 2,64% à fin 2014. Ce ratio s'est quelque peu détérioré au cours des 5 dernières années : il était de 1% à fin 2010. Malgré cette hausse très relative du PAR, WARA estime que la qualité de crédit du portefeuille de MCS est excellente, notamment dans le contexte de l'économie sénégalaise. Par ailleurs, le taux de couverture des CS par les provisions pour CS a atteint 78% à fin 2014, ce qui est adéquat, compte tenu de la très courte maturité des créances. En effet, la maturité du portefeuille de crédit de MCS ne dépasse pas 10 mois en moyenne, tandis que les taux de recouvrement sont en général élevés. Cela n'empêche pas MCS de pratiquer une politique de provisionnement spécifique et général plus conservatrice que ce que la réglementation prévoit. Par conséquent, chaque année, les dotations aux provisions consomment entre 5 et 20% du produit brut d'exploitation, ce qui est élevé mais, de l'opinion de WARA, prudent. En outre, MCS tend aussi à se doter de provisions pour risques et charges au passif, un indicateur supplémentaire de prudence quant à sa gestion du risque de crédit. Au total, WARA estime que la bonne qualité des actifs de MCS et son provisionnement conservateur sont des facteurs positifs et essentiels de notation.

MICROCRED SÉNÉGAL

Facteurs quantitatifs**Rentabilité**

Malgré des charges de refinancement élevées, la marge d'intermédiation robuste de MCS permet d'absorber confortablement tant un coefficient d'exploitation encore loin de son optimum qu'un coût du risque important

MCS bénéficie du double effet de volumes en forte croissance et de marge d'intermédiation très confortables. Bien que le refinancement des institutions de microfinance, structurellement en situation de collecte insuffisante, ne soit pas bon marché, MCS compense cette difficulté (i.e. 4,9% de coût de refinancement moyen en 2014) par un usage intensif de son bilan (les crédits occupant 90,5% de son bilan), la rotation rapide de son portefeuille de crédit (dont la maturité moyenne est inférieure à un an), et une tarification agressive (les crédits étant proposés en moyenne à 17% en 2014). Quand bien même la marge d'intermédiation aurait perdu 2,5 points entre 2013 et 2014, passant de 15,2% à 12,7%, l'effet volume a servi de compensation, les crédits ayant enregistré une croissance de 54% entre 2013 et 2014. Au total, en 2014, les produits d'exploitation ont cru de 22%. Cette structure de rentabilité est indéniablement un facteur positif de notation.

En revanche, le coefficient d'exploitation semble encore au-dessus de sa valeur optimale, et le coût du risque consomme une part importante du résultat pré-provision. Le coefficient d'exploitation de MCS est en constante amélioration au cours des 5 dernières années : il est passé de plus de 90% en 2010 à 68% en 2014. Il demeure toutefois élevé, et des marges d'amélioration sont a priori possibles, ce qui explique le soin avec lequel l'institution tend à contrôler ses charges de fonctionnement. En particulier, les frais de personnel ont consommé 55% des dépenses opérationnelles totales en 2014, ce qui s'explique par la stratégie de gain de parts de marché de MCS. Une fois que la stratégie « *mass market* » aura produit ses effets et que le modèle de « *correspondent banking* » se sera stabilisé, il est probable que le coefficient d'exploitation poursuive sa tendance à la baisse, sans doute en-deçà de 60%. En outre, les provisions absorbent annuellement entre 5 et 20% du profit opérationnel pré-provision de MCS, ce qui est important. Sans une amélioration considérable du profil de risque des emprunteurs, et donc de l'environnement macroéconomique du Sénégal, il est fort à parier que ce taux devrait rester stable à l'avenir. Au total, ces deux effets combinés ne sont pas rédhibitoires pour la rentabilité nette de MCS : l'ordre de grandeur du profit net de l'institut se situe aujourd'hui entre 1 et 1,5 milliards de FCFA, ce qui représente un retour sur actif compris entre 2,5 et 3,5%, et un retour sur fonds propres compris entre 15 et 25%. Ces ratios sont robustes et constituent des facteurs positifs de notation.

Liquidité

La proportion d'actifs liquides dans le bilan est faible, mais les crédits ont des maturités très courtes, et sont financés par des ressources longues ; en outre, l'insuffisance de l'épargne place MCS dans une situation inconfortable de dépendance vis-à-vis des banques locales et des bailleurs de fonds internationaux

La liquidité d'actifs de MCS est un facteur neutre de notation. Au 31 décembre 2014, le taux d'actifs liquides au bilan ne représentait que 8,7% des actifs, ce qui est faible. Cela dit, cette compression du taux de liquidité d'actif s'explique par la rotation élevée des crédits, elle-même le résultat de leur maturité très courte. Par conséquent, MCS n'a pas besoin de maintenir un excédent surdimensionné de trésorerie d'actif. En outre, les risques de pression sur la liquidité d'actif sont amoindris par l'existence de ressources longues,

MICROCRED SÉNÉGAL

donc stables, au passif. Ces ressources sont en général des emprunts bancaires, dont les maturités sont très significativement supérieures à celles des crédits. Enfin, en cas de tarissement des sources de refinancement, le siège peut fournir de la liquidité d'urgence, en actionnant à la demande de MCS la convention d'apport en compte courant d'actionnaire. Aujourd'hui, MCS n'a aucune difficulté à obtenir des financements, tant des banques locales que des fonds d'investissement internationaux. Par conséquent, la gestion actif-passif de MCS demeure un facteur neutre de notation.

En revanche, le mix de refinancement de MCS crée une dépendance envers le système bancaire due à la rareté de l'épargne ; c'est un facteur négatif de notation. A fin 2014, les créances nettes sur la clientèle représentaient 207% des dépôts de la clientèle ; ce ratio est très élevé. Ce déséquilibre structurel entre l'octroi de crédits et la collecte de l'épargne, qui n'est pas spécifique à MCS mais au contraire commun à toutes les institutions de microfinance, crée un état de dépendance vis-à-vis du secteur bancaire, notamment domestique. Dans l'hypothèse où i) le secteur de la microfinance au Sénégal subit un choc endogène, ii) MCS fait face à la matérialisation d'un risque spécifique (idiosyncratique), ou iii) le système bancaire sénégalais se trouve en situation de tension sur la liquidité, MCS pourrait en théorie pâtir de l'incapacité de refinancer son bilan, et donc de servir ses clients. C'est la raison pour laquelle l'institution est en train de s'attacher à organiser deux parades : la première consiste à mettre l'accent sur la collecte de davantage d'épargne, notamment auprès de la clientèle salariée ; la seconde consiste à préparer une émission obligataire, à même de diversifier les sources de refinancement, tout en rallongeant leur maturité.

Capitalisation

Corollaire de la croissance rapide du bilan, les fonds propres sont sous tension, mais leur qualité reste bonne

Les ressources capitales ne s'accumulent pas aussi vite que les succès commerciaux. Au cours des 5 dernières années, à l'exception de 2012, le bilan (alimenté par l'envol du portefeuille de crédit) a toujours connu un taux de croissance supérieur à celui des fonds propres. Par voie de conséquence, le ratio de fonds propres non pondérés par les risques est passé de 18,5% en 2010 à 15% en 2014, ce qui est la limite réglementaire. Nominale, MCS ne dispose pas d'excédent de fonds propres à fin 2014, ce qui l'a amené en 2015 à solliciter un emprunt subordonné éligible au calcul du ratio réglementaire de fonds propres. Cette tension sur le capital est un facteur négatif de notation. Cela dit, une fois pondérés par les risques (un calcul que WARA effectue à l'aune des normes standards de Bâle I), les ratios de fonds propres exhibent une image plus nuancée : entre 2010 et 2014, le ratio pondéré de capital passe de 21% à 16%, suggérant que MCS demeure suffisamment capitalisée. De surcroît, si la granularité du portefeuille devait être capturée par un calcul de fonds propres économiques (une information analytique que l'institution ne calcule pas), alors les ratios de capital seraient sans doute bien meilleurs. En outre, les normes de fonds propres réglementaires applicables aux SFD dans la sous-région sont élevées, et très supérieures à celles auxquelles doivent se soumettre les banques.

Cela dit, les fonds propres sont de très bonne qualité. C'est un facteur positif de notation. Au 31 décembre 2014, l'intégralité des fonds propres étaient constitués de sources robustes, dites « Tier 1 », c'est-à-dire de capital social, réserves, report à nouveau, résultat de l'exercice et provisions pour risques et charges. La politique de dividende extrêmement conservatrice de MCS et de son parent, qui a consisté depuis la création de l'institution à tout réinvestir et à servir un dividende nul, explique la bonne qualité de ces fonds propres, et signale la confiance de l'équipe dirigeante, du Conseil d'Administration et des actionnaires dans le potentiel de croissance de MCS sur son marché domestique. En revanche, à l'avenir, quelques évolutions sont perceptibles. D'une part, l'emprunt subordonné en août 2015 de 2 milliards de FCFA, pour des fonds

MICROCRED SÉNÉGAL

propres Tier 1 de 7 milliards de FCFA, contribue à affaiblir la qualité des fonds propres réglementaires. D'autre part, MCS a payé en 2015 un dividende (pour la première fois depuis sa constitution en 2007) de 500 millions de FCFA, malgré des taux de croissance attendus du bilan encore très ambitieux. WARA n'anticipe pas que MCS puisse être en porte-à-faux par rapport aux normes prudentielles de fonds propres, mais estime que la capitalisation restera sous tension pendant encore de nombreux exercices, tant que la croissance des crédits ne se sera pas stabilisée à des niveaux auto-finançables. Cela dit, l'opinion de WARA est que, s'il le fallait, les actionnaires de MCS mobiliseraient davantage de capital pour accompagner leur filiale sénégalaise dans son développement.

MICROCRED SÉNÉGAL

Carte des Scores

FACTEURS DE NOTATION INTRINSEQUE		Pondération	Score	Score pondéré
FACTEURS ENVIRONNEMENTAUX		20%	3.26	0.65
FNI.B1 Environnement macroéconomique	EM	8%	3.25	0.26
<i>Maturité</i>		2%	4.00	0.08
<i>Volatilité</i>		2%	2.00	0.04
<i>Diversité</i>		2%	3.00	0.06
<i>Soutenabilité</i>		2%	4.00	0.08
FNI.B2 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.B3 Environnement réglementaire	ER	5%	2.85	0.14
<i>Réglementation</i>		3%	3.00	0.09
<i>Supervision</i>		2%	2.63	0.05
FACTEURS QUALITATIFS		50%	3.02	1.51
FNI.B4 Positionnement stratégique	PS	15%	3.87	0.58
<i>Parts de marché</i>		6%	3.00	0.18
<i>Diversification opérationnelle</i>		5%	4.00	0.20
<i>Diversification géographique</i>		4%	5.00	0.20
FNI.B5 Gouvernance et gestion des risques	GR	20%	2.65	0.53
<i>Gouvernance idiosyncrasique</i>		7%	2.00	0.14
<i>Gestion des risques</i>		7%	3.00	0.21
<i>Contrôles</i>		6%	3.00	0.18
FNI.B6 Qualité des actifs	QA	15%	2.67	0.40
<i>Performance qualitative des portefeuilles</i>		5%	3.00	0.15
<i>Concentration sectorielle</i>		5%	3.00	0.15
<i>Concentration des contreparties</i>		5%	2.00	0.10
FACTEURS FINANCIERS		30%	3.47	1.04
FNI.B7 Rentabilité	RE	10%	3.40	0.34
<i>Rendement net des actifs</i>		6%	3.00	0.18
<i>Efficacité opérationnelle</i>		4%	4.00	0.16
FNI.B8 Liquidité	LQ	10%	4.00	0.40
<i>Liquidité des actifs</i>		5%	4.00	0.20
<i>Refinancement et gestion de la liquidité</i>		5%	4.00	0.20
FNI.B9 Capitalisation	CA	10%	3.00	0.30
<i>Levier financier</i>		4%	3.00	0.12
<i>Capital réglementaire</i>		6%	3.00	0.18
SCORE PONDÉRÉ TOTAL			3.20	
AJUSTEMENT			-5%	
SCORE PONDÉRÉ TOTAL AJUSTÉ			3.04	
NOTATION INTRINSÈQUE			BBB	

MICROCRED SÉNÉGAL

SPTA		NI
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

MICROCRED SÉNÉGAL

Facteurs de Support Externe

La notation intrinsèque de Microcred Sénégal ne bénéficie d'aucun facteur de support externe. Le soutien opérationnel de Microcred S.A.S. est incorporé dans la carte des scores, à l'aune d'un ajustement favorable de -5%.

En effet, Microcred S.A.S. est une holding non-opérationnelle: dans ce cas, méthodologiquement, WARA s'interdit d'appliquer un degré de support externe au-delà de la note intrinsèque. Le seul ajustement possible ne peut s'effectuer que dans le cadre de la carte des scores, avec un plafond de 20%.

MICROCRED SÉNÉGAL

Données financières et ratios

Les comptes sociaux de Microcred Sénégal sont établis selon les normes comptables régionales, dites OHADA.

BILAN (en millions de FCFA)	12/31/2014	12/31/2013	12/31/2012	12/31/2011	12/31/2010
Caisse	2,503.4	1,918.8	685.5	1,191.5	806.1
Créances interbancaires	424.1	1,011.7	1,340.7	697.4	1,439.2
Titres et opérations diverses	1,039.3	983.4	214.6	395.6	123.8
Autres titres	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Créances brutes sur la clientèle	41,251.3	26,790.0	24,511.0	17,808.1	10,573.2
Provisions pour créances en souffrance (PCS)	-850.9	-255.9	-205.4	-172.3	-34.8
Créances nettes sur la clientèle	40,400.4	26,534.1	24,305.6	17,635.8	10,538.4
Immobilisations financières	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Actifs immobilisés corporels et incorporels	1,015.1	904.3	735.7	534.7	370.2
Autres actifs	212.5	225.8	259.0	335.5	175.9
Total de l'actif (en millions de FCFA)	45,594.7	31,578.0	27,541.2	20,790.5	13,453.6
Total de l'actif (en milliers d'EUR)	69,504.1	48,137.3	41,983.5	31,692.9	20,508.5
Dépôts de la clientèle	18,747.3	14,268.6	12,352.6	9,864.2	5,539.8
Dettes interbancaires	787.9	3.4	0.0	278.6	0.0
Emprunts	18,284.2	11,181.1	9,714.7	7,333.3	4,969.7
Autres passifs	915.8	694.4	521.3	353.1	450.6
Total du passif, hors dette subordonnée et fonds propres	38,735.2	26,147.5	22,588.6	17,829.2	10,960.1
Dette subordonnée	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Intérêts minoritaires	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Provisions pour risques et charges (PRC)	137.4	0.0	18.2	0.0	0.0
Capitaux propres	6,722.1	5,430.6	4,934.4	2,961.3	2,493.5
Fonds propres = capitaux propres + minoritaires + PRC	6,859.4	5,430.6	4,952.6	2,961.3	2,493.5
Total du passif	45,594.7	31,578.0	27,541.2	20,790.5	13,453.6

INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES (en millions de FCFA)	12/31/2014	12/31/2013	12/31/2012	12/31/2011	12/31/2010
Actifs pondérés par les risques (RWA)	42,894.4	29,225.6	26,350.5	19,500.7	12,025.6
Passifs hors-bilan	--	--	--	--	--

COMPTE DE RESULTATS (en millions de FCFA)	12/31/2014	12/31/2013	12/31/2012	12/31/2011	12/31/2010
Intérêts perçus	6,091.9	5,488.2	4,773.2	3,330.2	1,726.3
Intérêts payés	-1,554.3	-1,324.9	-1,188.5	-882.8	-397.0
Marge d'intérêts	4,537.6	4,163.3	3,584.7	2,447.4	1,329.3
Produit net des opérations de change	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Produit net des titres de placement	0.0	5.7	0.0	5.0	11.6
Commissions nettes	2,599.3	1,706.5	1,469.5	1,250.1	840.7
Autres produits d'exploitation nets	35.0	22.6	26.9	29.9	22.4
Total des produits d'exploitation, hors marge d'intérêt	2,634.3	1,734.9	1,496.4	1,285.0	874.7
Total des produits d'exploitation	7,171.9	5,898.1	5,081.1	3,732.4	2,204.0
Charges de personnel	-2,694.7	-1,950.2	-1,827.5	-1,319.8	-936.9
Autres charges d'exploitation	-1,802.0	-1,865.0	-1,452.7	-1,221.1	-879.4
Dotations aux amortissements et aux provisions sur immobilisations	-398.6	-361.8	-329.1	-233.6	-169.1
Total des charges d'exploitation	-4,895.3	-4,177.0	-3,609.3	-2,774.5	-1,985.4
Produit pré-provisions (PPP)	2,276.5	1,721.2	1,471.8	957.9	218.6
Dotations aux provisions pour créances en souffrance (DPCS), nettes	-416.4	-991.5	-859.5	-487.6	-68.9
Résultat non courant, net	-22.6	-26.3	-2.2	-2.4	-3.6
Résultat avant impôt sur le bénéfice	1,837.6	703.3	610.1	467.9	146.1
Impôt sur le bénéfice	-546.0	-207.1	-37.1	0.0	0.0
Résultat net	1,291.5	496.2	573.0	467.9	146.1
Intérêts minoritaires	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Résultat net, part du Groupe	1,291.5	496.2	573.0	467.9	146.1
Dividendes	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Autres transferts intra-fonds propres	137.4	-18.2	1,418.2	0.0	1,827.0
Variation nette des fonds propres	1,428.9	478.0	1,991.2	467.9	1,973.1

MICROCRED SÉNÉGAL

TAUX DE CROISSANCE DU BILAN (%)	12/31/2014	12/31/2013	12/31/2012	12/31/2011	12/31/2010
Caisse	30.46	179.92	-42.47	47.82	305.05
Créances interbancaires	-58.08	-24.54	92.25	-51.54	29.36
Titres et opérations diverses	5.69	358.16	-45.74	219.65	142.63
Autres titres	--	--	--	--	--
Créances brutes sur la clientèle	53.98	9.30	37.64	68.43	133.24
Provisions pour créances en souffrance (PCS)	232.50	24.56	19.22	395.75	122.72
Créances nettes sur la clientèle	52.26	9.17	37.82	67.35	133.27
Immobilisations financières	--	--	--	--	--
Actifs immobilisés corporels et incorporels	12.25	22.91	37.59	44.42	23.26
Autres actifs	-5.89	-12.83	-22.81	90.70	69.88
Total de l'actif (en millions de FCFA)	44.39	14.66	32.47	54.54	114.09
Total de l'actif (en milliers d'EUR)	44.39	14.66	32.47	54.54	56.15
Dépôts de la clientèle	31.39	15.51	25.23	78.06	131.43
Dettes interbancaires	23,384.98	--	--	--	--
Emprunts	63.53	15.09	32.47	47.56	122.55
Autres passifs	31.88	33.22	47.62	-21.64	-60.37
Total du passif, hors dette subordonnée et fonds propres	48.14	15.76	26.69	62.67	90.16
Dette subordonnée	--	--	--	--	--
Intérêts minoritaires	--	--	--	--	--
Provisions pour risques et charges (PRC)	--	--	--	--	--
Capitaux propres	23.78	10.06	66.63	18.76	88.37
Fonds propres = capitaux propres + minoritaires + PRC	26.31	9.65	67.24	18.76	379.19
Total du passif	44.39	14.66	32.47	54.54	114.09
Actifs pondérés par les risques (RWA)	46.77	10.91	35.13	62.16	113.84
Passifs hors-bilan	--	--	--	--	--

TAUX DE CROISSANCE DU COMPTE DE RESULTATS (%)	12/31/2014	12/31/2013	12/31/2012	12/31/2011	12/31/2010
Intérêts perçus	11.00	14.98	43.33	92.91	167.51
Intérêts payés	17.32	11.48	34.63	122.35	194.32
Marge d'intérêts	8.99	16.14	46.47	84.12	160.43
Produit net des opérations de change	--	--	--	--	--
Produit net des titres de placement	--	--	--	-56.72	--
Commissions nettes	52.31	16.13	17.55	48.69	154.41
Autres produits d'exploitation nets	54.76	-15.92	-9.91	33.47	--
Total des produits d'exploitation, hors marge d'intérêt	51.85	15.94	16.45	46.91	2,635.17
Total des produits d'exploitation	21.60	16.08	36.13	69.35	306.33
Charges de personnel	38.18	6.71	38.47	40.87	28.89
Autres charges d'exploitation	-3.38	28.38	18.97	38.86	365.36
Dotations aux amortissements et aux provisions sur immobilisations	10.18	9.93	40.87	38.12	20.70
Total des charges d'exploitation	17.20	15.73	30.09	39.74	88.01
Produit pré-provisions (PPP)	32.27	16.94	53.65	338.27	--
Dotations aux provisions pour créances en souffrance (DPCS), nettes	-58.01	15.37	76.25	607.80	10.04
Résultat non courant, net	-14.22	1,089.83	-8.25	-32.06	15.33
Résultat avant impôt sur le bénéfice	161.28	15.27	30.41	220.18	--
Impôt sur le bénéfice	163.65	458.00	--	--	--
Résultat net	160.29	-13.41	22.47	220.18	--
Intérêts minoritaires	--	--	--	--	--
Résultat net, part du Groupe	160.29	-13.41	22.47	220.18	--

MICROCRED SÉNÉGAL

COMPOSITION DU BILAN (% du total de l'actif)	12/31/2014	12/31/2013	12/31/2012	12/31/2011	12/31/2010
Caisse	5.49	6.08	2.49	5.73	5.99
Créances interbancaires	0.93	3.20	4.87	3.35	10.70
Titres et opérations diverses	2.28	3.11	0.78	1.90	0.92
Autres titres	--	--	--	--	--
Créances brutes sur la clientèle	90.47	84.84	89.00	85.65	78.59
Provisions pour créances en souffrance (PCS)	-1.87	-0.81	-0.75	-0.83	-0.26
Créances nettes sur la clientèle	88.61	84.03	88.25	84.83	78.33
Immobilisations financières	--	--	--	--	--
Actifs immobilisés corporels et incorporels	2.23	2.86	2.67	2.57	2.75
Autres actifs	0.47	0.71	0.94	1.61	1.31
Dépôts de la clientèle	41.12	45.19	44.85	47.45	41.18
Dettes interbancaires	1.73	0.01	--	1.34	--
Emprunts	40.10	35.41	35.27	35.27	36.94
Autres passifs	2.01	2.20	1.89	1.70	3.35
Total du passif, hors dette subordonnée et fonds propres	84.96	82.80	82.02	85.76	81.47
Dette subordonnée	--	--	--	--	--
Intérêts minoritaires	--	--	--	--	--
Provisions pour risques et charges (PRC)	0.30	--	0.07	--	--
Capitaux propres	14.74	17.20	17.92	14.24	18.53
Fonds propres = capitaux propres + minoritaires + PRC	15.04	17.20	17.98	14.24	18.53

COMPOSITION DU COMPTE DE RESULTATS (% du total de l'actif)	12/31/2014	12/31/2013	12/31/2012	12/31/2011	12/31/2010
Intérêts perçus	15.79	18.57	19.75	19.45	17.49
Intérêts payés	-4.03	-4.48	-4.92	-5.16	-4.02
Marge d'intérêts	11.76	14.08	14.83	14.29	13.47
Produit net des opérations de change	--	--	--	--	--
Produit net des titres de placement	--	0.02	--	0.03	0.12
Commissions nettes	6.74	5.77	6.08	7.30	8.52
Autres produits d'exploitation nets	0.09	0.08	0.11	0.17	0.23
Total des produits d'exploitation, hors marge d'intérêt	6.83	5.87	6.19	7.50	8.86
Total des produits d'exploitation	18.59	19.95	21.03	21.80	22.33
Charges de personnel	-6.98	-6.60	-7.56	-7.71	-9.49
Autres charges d'exploitation	-4.67	-6.31	-6.01	-7.13	-8.91
Dotations aux amortissements et aux provisions sur immobilisations	-1.03	-1.22	-1.36	-1.36	-1.71
Total des charges d'exploitation	-12.69	-14.13	-14.94	-16.20	-20.12
Produit pré-provisions (PPP)	5.90	5.82	6.09	5.59	2.21
Dotations aux provisions pour créances en souffrance (DPCS), nettes	-1.08	-3.35	-3.56	-2.85	-0.70
Résultat non courant, net	-0.06	-0.09	-0.01	-0.01	-0.04
Résultat avant impôt sur le bénéfice	4.76	2.38	2.52	2.73	1.48
Impôt sur le bénéfice	-1.42	-0.70	-0.15	--	--
Résultat net	3.35	1.68	2.37	2.73	1.48
Intérêts minoritaires	--	--	--	--	--
Résultat net, part du Groupe	3.35	1.68	2.37	2.73	1.48

COMPOSITION DU COMPTE DE RESULTATS (% du total des produits d'exploitation)	12/31/2014	12/31/2013	12/31/2012	12/31/2011	12/31/2010
Intérêts perçus	84.94	93.05	93.94	89.22	78.33
Intérêts payés	-21.67	-22.46	-23.39	-23.65	-18.01
Marge d'intérêts	63.27	70.59	70.55	65.57	60.31
Produit net des opérations de change	--	--	--	--	--
Produit net des titres de placement	--	0.10	--	0.13	0.53
Commissions nettes	36.24	28.93	28.92	33.49	38.14
Autres produits d'exploitation nets	0.49	0.38	0.53	0.80	1.02
Total des produits d'exploitation, hors marge d'intérêt	36.73	29.41	29.45	34.43	39.69
Total des produits d'exploitation	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
Charges de personnel	-37.57	-33.06	-35.97	-35.36	-42.51
Autres charges d'exploitation	-25.13	-31.62	-28.59	-32.72	-39.90
Dotations aux amortissements et aux provisions sur immobilisations	-5.56	-6.13	-6.48	-6.26	-7.67
Total des charges d'exploitation	-68.26	-70.82	-71.03	-74.34	-90.08
Produit pré-provisions (PPP)	31.74	29.18	28.97	25.66	9.92
Dotations aux provisions pour créances en souffrance (DPCS), nettes	-5.81	-16.81	-16.92	-13.07	-3.13
Résultat non courant, net	-0.31	-0.45	-0.04	-0.06	-0.16
Résultat avant impôt sur le bénéfice	25.62	11.92	12.01	12.54	6.63
Impôt sur le bénéfice	-7.61	-3.51	-0.73	--	--
Résultat net	18.01	8.41	11.28	12.54	6.63
Intérêts minoritaires	--	--	--	--	--
Résultat net, part du Groupe	18.01	8.41	11.28	12.54	6.63

MICROCRED SÉNÉGAL

RATIOS	12/31/2014	12/31/2013	12/31/2012	12/31/2011	12/31/2010
Rentabilité					
Retour sur actifs moyens (%)	3.35	1.68	2.37	2.73	1.48
Retour sur actifs pondérés par les risques moyens (%)	3.58	1.79	2.50	2.97	1.66
Retour sur capitaux propres - fin de période (%)	19.21	9.14	11.61	15.80	5.86
Retour sur fonds propres "Tier 1" (%)	19.21	9.14	11.61	15.80	5.86
PPP / Actifs moyens (%)	5.90	5.82	6.09	5.59	2.21
PPP / Fonds propres moyens (%)	37.05	33.15	37.20	35.12	14.50
Intérêts payés / Intérêts perçus (%)	25.51	24.14	24.90	26.51	23.00
Intérêts perçus / Moyenne des actifs à rendements ¹	17.04	20.01	21.23	21.46	19.36
Intérêts payés / Moyenne des passifs à rendements ²	4.91	5.58	6.01	6.31	5.25
Marge nette (%) ³	12.13	14.43	15.22	15.15	14.12
Marge relative d'intérêts (%) ⁴	12.69	15.18	15.94	15.77	14.91
Produits d'exploitation, hors marge / Total des produits d'exploitation (%)	36.73	29.41	29.45	34.43	39.69
Impôt sur le bénéfice / Résultat avant impôt (%)	29.72	29.45	6.08	--	--
Charges d'exploitation / Actifs moyens (%)	12.69	14.13	14.94	16.20	20.12
Coefficient d'exploitation (%) ⁵	68.26	70.82	71.03	74.34	90.08
Charges de personnel / Total des produits d'exploitation (%)	37.57	33.06	35.97	35.36	42.51
Charges de personnel / Total des charges d'exploitation (%)	55.05	46.69	50.63	47.57	47.19
Liquidité					
Créances nettes sur la clientèle / Dépôts de la clientèle (%)	215.50	185.96	196.76	178.79	190.23
Créances nettes sur la clientèle / Total des dépôts ⁶	206.81	185.92	196.76	173.88	190.23
Créances nettes moyennes / Dépôts clientèle moyens (%)	202.73	190.97	188.78	182.90	189.78
Créances nettes moyennes / Actifs moyens (%)	86.73	86.00	86.78	82.27	76.28
Actifs liquides ⁷ / Actifs moyens (%)	8.70	12.39	8.14	10.99	17.61
Dépôts de la clientèle / Total des dépôts (%)	95.97	99.98	100.00	97.25	100.00
Dépôts de la clientèle / Capitaux propres (x)	2.79	2.63	2.50	3.33	2.22
Créances interbancaires / Dettes interbancaires (%)	53.82	30,154.61	--	250.36	--
Capitalisation					
Fonds propres "Tier 1" / Actifs pondérés par les risques (%)	15.67	18.58	18.73	15.19	20.73
Lever financier = Capitaux propres / Actifs (%)	14.74	17.20	17.92	14.24	18.53
Capitaux propres / (Actifs + Passifs contingents) (%)	--	--	--	--	--
Fonds propres / Actifs (%)	15.04	17.20	17.98	14.24	18.53
Fonds propres / (Actifs + Passifs contingents) (%)	--	--	--	--	--
Capitaux propres / Fonds propres (%)	98.00	100.00	99.63	100.00	100.00
Passifs contingents / Actifs (%)	--	--	--	--	--
Dividendes / Résultat net (%)	--	--	--	--	--
Qualité d'actifs					
Créances en souffrance (CS) / Créances brutes sur la clientèle (%)	2.64	1.00	0.97	1.23	0.99
PCS / Créances brutes sur la clientèle (%)	2.06	0.96	0.84	0.97	0.33
Couverture des CS par les provisions = PCS/CS (%)	78.10	95.18	86.66	78.93	33.33
CS / (Capitaux propres + PCS) (%)	14.39	4.73	4.61	6.97	4.13
(CS - PCS) / Capitaux propres (%)	3.55	0.24	0.64	1.55	2.79
Dotations aux PCS / PPP (%)	18.29	57.61	58.40	50.91	31.52
Dotations aux PCS / Créances brutes sur la clientèle (%)	1.01	3.70	3.51	2.74	0.65
PPP / Créances nettes sur la clientèle (%)	5.63	6.49	6.06	5.43	2.07
Capitaux propres / Créances nettes sur la clientèle (%)	16.64	20.47	20.30	16.79	23.66

Notes:

1. Actifs à rendements = Créances interbancaires + Titres + Créances sur la clientèle
2. Passifs à rendements = Dépôts de la clientèle + Dettes interbancaires + Emprunts + Dette subordonnée
3. Marge nette = Intérêts perçus / Moyenne des actifs à rendements - Intérêts payés / Moyenne des passifs à rendements
4. Marge relative d'intérêts = Marge d'intérêts / Moyenne des actifs à rendements
5. Coefficient d'exploitation = Charges d'exploitation / Produits d'exploitation
6. Total des dépôts = Dépôts de la clientèle + Dettes interbancaires
7. Actifs liquides = Caisse + Créances interbancaires + Titres

Les autres publications de WARA

- *Analyse Port Autonome de Dakar – Février 2016*
- *Carte d'identité Port Autonome de Dakar – Février 2016*
- *Analyse Total Sénégal – Novembre 2015*
- *Carte d'identité Total Sénégal- Novembre 2015*
- *Analyse Filtisac SA – Octobre 2015*
- *Carte d'identité Filtisac SA – Octobre 2015*
- *Analyse ONATEL – Août 2015*
- *Carte d'identité ONATEL- Août 2015*
- *Analyse SIFCA – Juillet 2015*
- *Carte d'identité SIFCA – Juillet 2015*
- *Analyse CFAO Motors CI – Juillet 2015*
- *Carte d'identité CFAO Motors CI – Juillet 2015*
- *Analyse-SAPH- Juillet 2015*
- *Carte d'identité - SAPH- Juillet 2015*
- *Analyse : Servair Abidjan- Juin 2015*
- *Carte d'identité : Servair Abidjan – Juin 2015*
- *Analyse : PAD- Décembre 2014*
- *Carte d'identité : PAD – Décembre 2014*
- *Analyse : Filtisac SA – Septembre 2014*
- *Carte d'identité : Filtisac SA – Septembre 2014*
- *Analyse : CFAO Motors CI – Septembre 2014*
- *Carte d'identité : CFAO Motors CI – Septembre 2014*
- *Analyse : Groupe SIFCA – Juin 2014*
- *Carte d'identité : Groupe SIFCA – Juin 2014*
- *Analyse : SAPH – Mai 2014*
- *Carte d'identité : SAPH – Mai 2014*

MICROCRED SÉNÉGAL

- *Analyse: Onatel - Avril 2014*
- *Carte d'identité : Onatel - Avril 2014*
- *Analyse : Coris Bank - Février 2014*
- *Carte d'identité : Coris Bank - Février 2014*
- *Analyse : Filtisac SA – Novembre 2013*
- *Carte d'identité : Filtisac SA – Novembre 2013*
- *Analyse : CFAO Motors CI – Septembre 2013*
- *Carte d'identité : CFAO Motors CI – Septembre 2013*
- *Analyse : PAD – Juillet 2013*
- *Carte d'identité : PAD – Juillet 2013*
- *Analyse : Groupe SIFCA – Mai 2013*
- *Carte d'identité : Groupe SIFCA – Mai 2013*
- *Analyse : SAPH – Mars 2013*
- *Carte d'identité : SAPH – Mars 2013*

Ces documents sont accessibles sur le site Internet de West Africa Rating Agency: www.rating-africa.org

MICROCRED SÉNÉGAL

Auteurs :**Anouar HASSOUNE, Président du Groupe Normes et Méthodes****Guy AYIGAN, Analyste Support**

© 2016 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.

