

SONATEL

AA-/Stable/w-2

ANALYSE

Octobre 2019

Hamza HAJI

hamza.haji@rating-africa.org

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

Oumar NDIAYE

oumar.ndiaye@rating-africa.org

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

TABLE DES MATIÈRES

NOTATION	3
ÉVOLUTION DE LA NOTE DE LONG TERME	3
RÉSUMÉ	3
Points forts.....	4
Points faibles.....	5
CARTE DES SCORES	6
PERSPECTIVE	8
ANALYSE DES FACTEURS DE NOTATION INTRINSEQUE	9
Facteurs environnementaux	9
Environnement macroéconomique	9
Environnement opérationnel.....	10
Environnement sectoriel.....	11
Facteurs qualitatifs	14
Produits – Distribution – Marque	14
Gouvernance et management	16
Positionnement concurrentiel	18
Facteurs financiers	21
Rentabilité.....	21
Liquidité	23
Flexibilité financière.....	24
DONNEES FINANCIERES ET RATIOS	26

NOTATION

Echelle	Régionale	Internationale
Méthodologie	Corporate	Corporate
Notation de long terme	AA-	iBB
Perspective	Stable	Stable
Notation de court terme	w-2	iw-5
Surveillance	Non	Non

ÉVOLUTION DE LA NOTE DE LONG TERME



RÉSUMÉ

- WARA assigne à Sonatel sa première notation en octobre 2019
- Cette notation s'établit à AA-/Stable/w-2 sur l'échelle régionale de WARA

WARA assigne à Sonatel la notation de long terme en devise régionale de 'AA-'. Sonatel est un groupe multinational dont le siège est à Dakar, et qui opère dans cinq pays d'Afrique de l'Ouest. Cette notation n'est donc tributaire d'aucun plafond national. La notation de court terme de Sonatel est 'w-2', et la perspective attachée à ces notations est stable. A titre de référence, les notations en devises internationales que WARA assigne à Sonatel sont : iBB/Stable/iw-5.

La notation intrinsèque de Sonatel, indépendamment de tout facteur de support externe, est de ‘AA-’ selon WARA, ce qui équivaut à un score pondéré total de 1,86/6,00, incluant un ajustement favorable de -5%. WARA applique cet ajustement favorable pour refléter la reconnaissance de la marque Orange en Afrique, et le degré élevé d’intégration de Sonatel au Groupe Orange, lequel lui apporte i) un soutien opérationnel au quotidien ; ii) une importante capacité de négociation, puisque qu’une partie des achats est gérée au niveau du Groupe Orange, et iii) un actionnariat tant solide qu’en phase avec la stratégie de Sonatel.

La notation de contrepartie à long terme en devise locale de Sonatel (AA-) ne bénéficie d’aucun facteur de support externe. Si Sonatel très certainement est un actif précieux pour Orange en Afrique, WARA n’estime pas que Sonatel soit une filiale stratégiquement importante pour le Groupe Orange. Contribuant à 4% du chiffre d’affaires du Groupe Orange au premier semestre 2019, Sonatel ne partage pas la même identité de marque que son Groupe. En conséquence de quoi, à notre avis, la notation de contrepartie de Sonatel doit être égalisée avec sa notation intrinsèque, sans qu’aucun cran de support externe n’y soit ajouté.

La notation intrinsèque de Sonatel (AA-) s’appuie essentiellement sur les facteurs suivants :

Points forts

- **La position majeure du Groupe Sonatel dans le secteur des télécommunications de la sous-région :** Sonatel est leader dans 4 des 5 pays où le Groupe est présent. Le Groupe peut s’appuyer sur: (i) une marque de renommée mondiale, Orange ; (ii) une gamme de solutions complète ; et (iii) un réseau de distribution efficient.
- **Une diversification géographique réussie** qui a permis au Groupe : (i) de capturer de la croissance en-dehors de son marché d’origine ; (ii) de réduire son exposition au risque-pays ; et (iii) de réaliser des économies d’échelle.
- **Une forte capacité d’anticipation, d’innovation et d’investissement**, grâce à laquelle Sonatel a su faire évoluer son modèle d’affaires et trouver de nouveaux relais de croissance (données/data, Orange Money) pour compenser la baisse des segments traditionnels (voix, international et SMS).
- **Le niveau et la qualité des infrastructures réseau**, grâce à un niveau d’investissement colossal permettant de bénéficier de technologies de pointe, et ainsi de capter les points de rupture et de développer des avantages comparatifs importants, lesquels en retour se muent en barrières à l’entrée décourageant d’éventuels concurrents.
- **Une gouvernance saine, renforcée par des ressources humaines de qualité et des processus de management et de gestion des risques certifiés par les meilleures normes internationales ;** en outre, l’appartenance au Groupe Orange permet à Sonatel de bénéficier de l’expertise et du soutien opérationnel d’un des leaders mondiaux des télécommunications.
- **Une situation financière très saine**, caractérisée par un excellent niveau de rentabilité, une trésorerie abondante et un endettement modéré. Cependant, l’évolution du mix de revenus a pour conséquence une baisse de la rentabilité globale, les nouveaux relais de croissance n’étant pas, à ce jour, aussi rentables que les segments traditionnels.

Points faibles

- **Le secteur des télécommunications est très concurrentiel, et se caractérise par une forte intensité capitalistique.** L'accélération des évolutions technologiques laisse donc peu de temps aux acteurs pour rentabiliser les investissements réalisés tandis que, simultanément, la concurrence s'intensifie avec l'entrée de nouveaux opérateurs, l'essor des OTT (« Over The Top ») et l'apparition de nouveaux types de licences comme les licences « Fournisseur d'Accès à Internet » ou licences d'opérateurs de réseaux mobiles virtuels (MVNO).
- **Un environnement opérationnel instable,** conséquence du contexte politique et/ou sécuritaire incertain qui caractérise plusieurs pays où le Groupe est présent. Cependant, ce risque est partiellement mitigé par la diversification géographique du Groupe, laquelle tend à diluer le niveau moyen de risque-pays.
- **Un risque fiscal et réglementaire élevé,** comme l'illustrent la récente hausse de la pression fiscale au Sénégal et au Mali et la volatilité des normes.
- **Ce que le Groupe gagne en taille, il pourrait le perdre en agilité.** Sonatel fait preuve d'un goût prononcé pour les processus, ce qui, dans un secteur à ce point tributaire de la technologie et donc caractérisé par des cycles courts, peut potentiellement se muer en désincitation à l'esprit d'agilité.

W A R A

CARTE DES SCORES

FACTEURS DE NOTATION DES CORPORATE!			Pondération	Score	Score pondéré
FACTEURS ENVIRONNEMENTAUX			25%	3,08	0,77
FNI.C1	Environnement macroéconomique	EM	10%	3,00	0,30
	<i>Maturité</i>		3%	3,00	0,09
	<i>Volatilité</i>		2%	3,00	0,06
	<i>Diversité</i>		2%	3,00	0,06
	<i>Soutenabilité</i>		3%	3,00	0,09
FNI.C2	Environnement opérationnel	EO	7%	3,29	0,23
	<i>Gouvernance systémique</i>		3%	3,00	0,09
	<i>Infrastructure</i>		2%	3,00	0,06
	<i>Information</i>		2%	4,00	0,08
FNI.C3	Environnement sectoriel	ES	8%	3,00	0,24
	<i>Pression concurrentielle</i>		4%	3,00	0,12
	<i>Degré de maturité</i>		4%	3,00	0,12
FACTEURS QUALITATIFS			40%	1,73	0,69
FNI.C4	Produits - Distribution - Marque	PM	15%	1,67	0,25
	<i>Diversité des produits - Gamme</i>		5%	2,00	0,10
	<i>Distribution et parts de marché</i>		5%	2,00	0,10
	<i>Reconnaissance de la marque</i>		5%	1,00	0,05
FNI.C5	Gouvernance et management	GM	15%	1,67	0,25
	<i>Gouvernance idiosyncrasique</i>		5%	2,00	0,10
	<i>Qualité de la gestion stratégique</i>		5%	1,00	0,05
	<i>Qualité de l'exécution opérationnelle</i>		5%	2,00	0,10
FNI.C6	Positionnement concurrentiel	PC	10%	1,90	0,19
	<i>Compétitivité prix</i>		3%	3,00	0,09
	<i>Compétitivité hors-prix</i>		3%	2,00	0,06
	<i>Développement - Technologie - Innovation</i>		4%	1,00	0,04
FACTEURS FINANCIERS			35%	1,43	0,50
FNI.C7	Rentabilité	RE	10%	2,00	0,20
	<i>Marge de profit</i>		4%	2,00	0,08
	<i>Rotation des actifs</i>		3%	3,00	0,09
	<i>Lever financier</i>		3%	1,00	0,03
FNI.C8	Liquidité	LQ	10%	1,50	0,15
	<i>Liquidité des actifs</i>		5%	2,00	0,10
	<i>Refinancement et gestion de la liquidité</i>		5%	1,00	0,05
FNI.C9	Flexibilité financière	FF	15%	1,00	0,15
	<i>Couverture des intérêts par les cashflows</i>		8%	1,00	0,08
	<i>Dette en années de cashflows</i>		7%	1,00	0,07
SCORE PONDÉRÉ TOTAL					1,96
AJUSTEMENT					-5%
SCORE PONDÉRÉ TOTAL AJUSTÉ					1,86
NOTATION INTRINSÈQUE					AA-

WEST AFRICA RATING AGENCY

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

W A R A

PERSPECTIVE

La perspective attachée à la notation de Sonatel est stable. WARA justifie cette perspective stable eu égard à l'enracinement profond du Groupe dans ses cinq marchés domestiques, où l'opérateur tient des positions qu'il sera difficile aux concurrents d'ébranler, compte tenu des investissements massifs que le Groupe a déjà consentis et qu'il est encore prêt à déployer. En outre, son bilan-forteresse, l'un des plus robustes de la sous-région, lui assure une assise financière telle que son risque de crédit restera durablement faible. Enfin, le Groupe semble très attaché à ses habitudes de saine gouvernance et de gestion tant responsable que durable, ce qui tend à minimiser les risques de chocs endogènes.

Une amélioration de la notation de Sonatel est tributaire : i) de l'intensification de sa stratégie de diversification géographique et par métiers, tantôt par croissance externe, tantôt par expansion organique; ii) de la réduction incrémentale du risque-pays, qui serait la conséquence d'une amélioration du contexte macroéconomique de l'un ou plusieurs de ses marchés domestiques; iii) de la capacité du Groupe à compenser par davantage de volumes la compression tendancielle des rendements marginaux, conséquence de l'intensité compétitive; et iv) des possibilités qu'offre la technologie pour évoluer vers davantage d'activités connexes, tout en réussissant leur intégration aux métiers-cœurs du Groupe.

Une détérioration de la notation de Sonatel serait la conséquence : i) de la dégradation prolongée du risque-pays sur plusieurs de ses marchés domestiques ; ii) d'une compression des marges à même d'affaiblir la capacité d'autofinancement et donc la propension du Groupe à déployer les investissements nécessaires au maintien de sa position concurrentielle en taille et en qualité ; iii) de l'affaiblissement de ses liens capitalistiques et/ou opérationnels avec le Groupe Orange ; ou iv) d'une politique d'endettement que WARA jugerait excessive au regard d'une notation dans la catégorie AA.

A titre de référence, WARA estime que la probabilité d'occurrence des scénarios favorables est égale à celle des scénarios défavorables à moyen terme, ce qui signifie en d'autres termes que la notation actuelle de Sonatel contient autant de possibilités de rehaussement que de risques d'abaissement.

WARA

ANALYSE DES FACTEURS DE NOTATION INTRINSEQUE

Facteurs environnementaux

Environnement macroéconomique

- Sonatel est un groupe multinational qui opère dans cinq pays d'Afrique de l'Ouest
- La croissance économique y est en moyenne robuste (5% en 2018), bien qu'il y existe de très évidentes disparités en termes de niveaux de résilience macroéconomique

Sonatel est un groupe multinational dont les opérations se déploient dans cinq pays d'Afrique de l'Ouest : sa couverture géographique est étendue et son marché est vaste. Ces États sont le Sénégal, le Mali, la Guinée Conakry, la Guinée-Bissau et la Sierra Léone. Ils comptent ensemble 55,9 millions d'habitants et représentent un PIB en parité de pouvoir d'achat (PPA) de 150,6 milliards d'USD à fin 2018, soit un PIB par habitant en PPA de 2 694 USD. Ce champ géographique d'action confère au Groupe Sonatel une diversification territoriale naturelle, ce qui est un facteur très positif de notation.

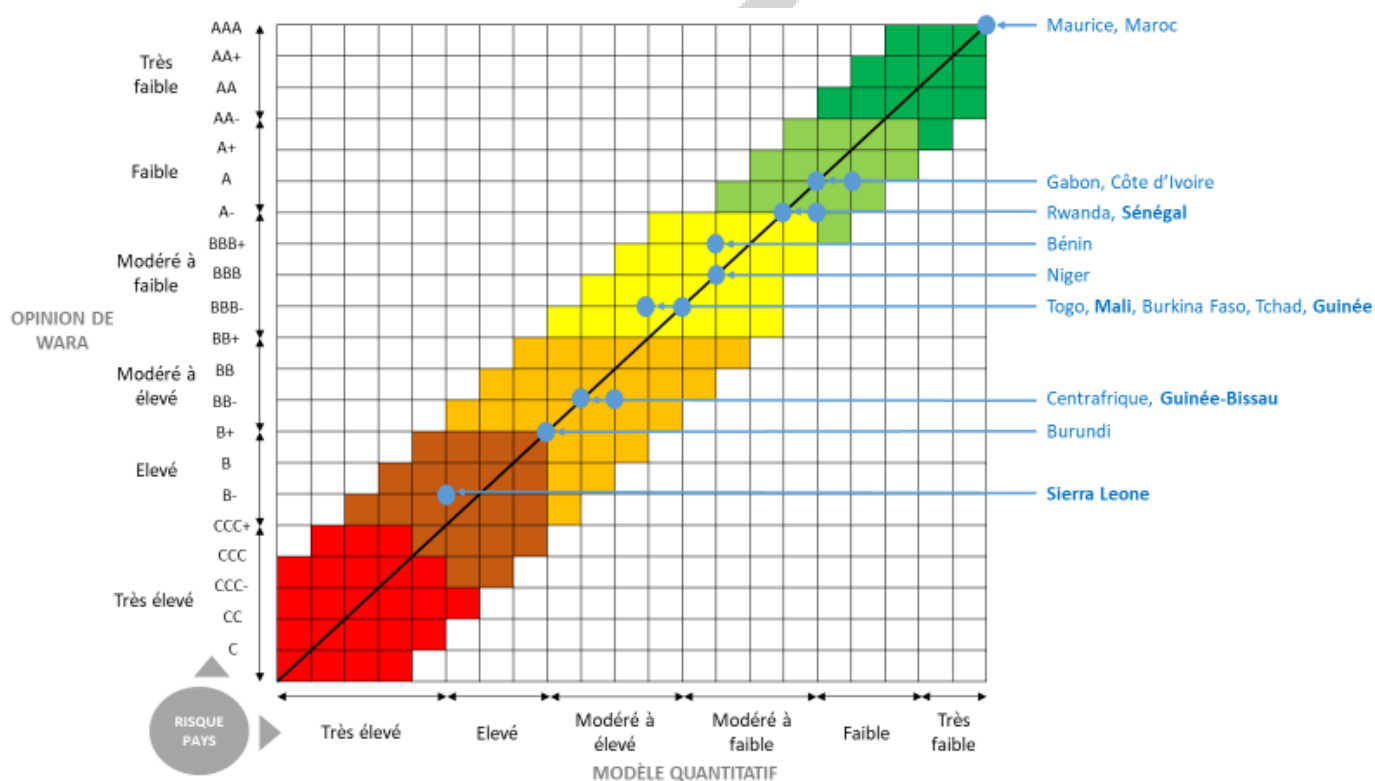
STATS 2018	SEN	MAL	GIC	GIB	SRL
Croissance du PIB % (réel)	6,8	4,9	6,0	3,8	3,7
PIB nominal en PPA, mds USD	59,9	44,1	31,0	3,4	12,3
Solde budgétaire % PIB	(3,6)	(3,3)	(2,8)	(3,0)	(5,9)
Inflation %	0,5	2,2	9,8	1,0	16,9
PIB par habitant PPA USD	3 680	2 470	2 370	1 770	1 600
Solde courant % PIB	(11,6)	(5,8)	(7,9)	(3,3)	(19,2)
IDE en mds USD	0,6	0,3	0,7	0,1	0,6
IDE % PIB	2,6	1,8	5,5	1,0	15,0
Dette totale % PIB	49,6	28,2	13,0	47,0	43,7
Réserves de change % dette totale	20,1	18,8	76,0	25,0	28,7

La croissance économique y est en moyenne robuste (5% en 2018), bien qu'il existe de fortes disparités dans les niveaux de résilience macroéconomique. L'inflation est sous contrôle, sauf dans les pays où la devise n'est pas le Franc CFA, qui reste soutenu par le Trésor de la République Française, quant à sa convertibilité et à son ancrage structurel vis-à-vis de l'euro. En revanche, la compétitivité (mesurée par le solde courant en pourcentage du PIB) et l'attractivité (mesurée par le rapport des IDE au PIB) demeurent fragiles, voire très fragiles dans certains cas. Ces deux sources d'accumulation de réserves de change expliquent la performance relativement timide des pays du groupe en matière de couverture de la dette externe par les réserves.

Environnement opérationnel

- Eu égard à sa présence dans cinq pays de la sous-région, Sonatel bénéficie tout naturellement de l'effet de diversification géographique
- Cela dit, selon nous, le risque-pays moyen auquel fait face le Groupe est en définitive « modéré à faible »

WARA considère que le risque-pays moyen auquel fait face Sonatel dans ce contexte régional est « modéré à faible ». Cette conclusion dérive d'une analyse quantitative et qualitative des facteurs de résilience macroéconomique de chacun des pays dans lesquels le Groupe est présent, reportée sur le graphique ci-dessous. Le modèle quantitatif que WARA utilise comme point d'ancrage relie les principaux ratios macroéconomiques de chacune des 5 économies nationales à leur score de risque-pays. WARA se donne ensuite le loisir de diverger de ce score d'un ou deux points, à la hausse ou à la baisse, en fonction des caractéristiques qualitatives de ces économies nationales. Le niveau moyen et médian de risque pays, en devises régionales, est « modéré à faible ». En effet, le Sénégal se trouve dans la catégorie de risque-pays « faible », le Mali et la Guinée se retrouvent dans la catégorie « modéré à faible », tandis qu'à contrario, la Guinée-Bissau et la Sierra Léone se trouvent respectivement dans les catégories de risque-pays « modéré à élevé » et « élevé ». Ce degré de risque-pays n'est partiellement compensé par les effets de diversification géographique et demeure, *in fine*, un des rares facteurs négatifs de notation.



Pays	Contexte politique	Politiques économiques	Situation externe	Niveau de risque-pays
SENEGAL	Bon niveau de stabilité politique ; institutions robustes.	Croissance robuste à 6-7% ; amélioration des infrastructures ; programme structurel bien pensé et exécuté mais secteur agricole reste dominant	Le déficit du compte courant perdure malgré le redressement des recettes touristiques et des transferts.	
MALI	Stabilisation politique interne, mais risques sécuritaires élevés.	Politiques économiques saines mais difficiles à appliquer. Réduction très lente de la pauvreté. Croissance à 5%.	Réduction du déficit commercial en raison des bonnes performances des secteurs de l'or et du coton.	
GUINEE	Tensions politiques et crise dans plusieurs secteurs sociaux	Déséquilibre budgétaire et détérioration de la dette publique. Soutien du FMI sur le programme de réformes. Croissance à 6% sur 2018 et 2019.	Déficit commercial important, mais amené à se résorber grâce au dynamisme du secteur primaire.	
GUINEE BISSAU	Impasse politique à Bissau avec le report des élections, instabilité gouvernementale	Programme de réformes structurelles soutenu par le FMI et les donateurs externes. Croissance à 5-6%.	Situation d'excédent courant, soutenu par la bonne performance du secteur de la noix de cajou.	
SIERRA LEONE	Niveau de stabilité politique faible ; en cours de transition démocratique ; contexte législatif difficile	Réformes économiques 2017-2020 appuyées par le programme FEC du FMI (172 millions USD). Croissance de 4% prévue sur 2019 et 2020.	Déficit commercial important, mais amené à se résorber grâce à la hausse des exportations de minerais et des produits agricoles.	

Environnement sectoriel

- Le secteur des télécommunications est caractérisé par une intensité capitalistique élevée et une concurrence très vive
- Ses opérateurs doivent aussi faire face à l'essor des services par contournement comme WhatsApp, Skype, Viber et autres
- Les États, d'une manière générale, tendent à ralentir et/ou à contraindre le développement du secteur : la fiscalité et la réglementation sont des facteurs de risques significatifs

Le secteur des télécommunications est un secteur très capitalistique : les opérateurs doivent investir massivement, tandis que les ruptures technologiques se produisent de plus en plus vite, ce qui raccourcit l'amplitude des cycles pour obtenir un retour acceptable sur les investissements réalisés. Par exemple, la technologie 3G est apparue dix ans après la 2G ; et seulement 8 ans après, la 4G était lancée. Donc, pour réussir dans ce secteur, il faut non seulement constamment investir tout en étant capable de générer une rentabilité suffisante pour autofinancer ces investissements. Cette caractéristique structurelle est génératrice de risques industriels : c'est donc un facteur négatif de notation.

Simultanément, les principaux marchés dans lesquels le Groupe opère, à savoir le Sénégal et le Mali, connaissent une intensification de la concurrence. Au Sénégal (42% du CA du groupe en 2018), le consortium mené par Free a non seulement finalisé la reprise de l'acteur TIGO en 2018, mais a aussi acquis la fréquence 4G. Simultanément, au Mali et en Sierra Léone, deux nouveaux opérateurs ont démarré leurs activités (TELECEL et QCELL). Au Mali toujours, les autorités étaient en discussion pour l'entrée d'un quatrième opérateur. Enfin, la concurrence s'intensifie également sur le segment « broadband » avec l'entrée en vigueur des licences de « Fournisseur d'Accès à Internet ». La hausse du degré d'intensité compétitive est un facteur négatif de notation.

Les opérateurs du secteur des télécommunications ont dû opérer une mutation de leur modèle d'affaires, poussés par l'émergence des OTT comme WhatsApp, Skype et Viber qui modifient les habitudes de consommation. Il y a encore quelques années, en Afrique, le segment « voix » représentait 90% des revenus des opérateurs. De plus, 25% du trafic provenait de l'international grâce à la diaspora des pays Africains. Tout ce trafic est désormais cannibalisé par les OTT et le phénomène se répand aussi au niveau des communications locales et nationales. La diminution du trafic des segments « voix » et « international » peut être compensée par la hausse de l'activité sur les segments de la « data » et du « paiement mobile », lesquels nécessitent des technologies différentes. D'ailleurs, tous les opérateurs n'ont pas réussi cette transformation. Enfin, il convient de souligner que ces ruptures technologiques et les évolutions des comportements peuvent aussi être sources d'opportunités, à condition de pouvoir les anticiper et de préparer les transitions opérationnelles et organisationnelles qu'elles impliquent. Sonatel et son Groupe de rattachement disposent de ces capacités, ce qui est un facteur positif de notation.

Les Etats, par la pression fiscale qu'ils exercent sur les opérateurs, ont tendance à freiner le développement du secteur. Les raisons sous-jacentes en sont leurs impératifs budgétaires et aussi, dans une certaine mesure, leur connaissance parcellaire des enjeux clés du secteur des télécoms. Dans tous les pays dans lesquels le Groupe est présent, les gouvernements font face à des contraintes en termes de recettes budgétaires : ils ont donc tendance à considérer les opérateurs télécoms comme des vaches à lait. Il existe d'ailleurs partout des taxes spécifiques à ce secteur, notamment assises sur le CA. A titre d'exemple, au Sénégal, l'institution de la contribution spéciale des télécommunications, en remplacement d'une précédente taxe en juin 2018, a permis à l'État de rehausser le prélèvement de 4 à 5%. La même année, une contribution de 0,5% du CA au Fonds de Développement Durable a été imposée aux opérateurs du Mali depuis le mois de février, tandis que la redevance Service Universel a vu son taux majoré de 1%. La Sierra Leone est quant à elle réputée pour être un cimetière d'opérateurs en raison d'un environnement réglementaire difficile et de charges fiscales élevées, même si depuis 2018 l'arrivée d'un nouveau gouvernement et la mise en place de nouvelles autorités semblent changer la donne. C'est un facteur négatif de notation.

En définitive, les opérateurs doivent faire preuve de pédagogie. L'impact d'une fiscalité exorbitante tend à décourager les investissements futurs, sans compter les conséquences défavorables sur les tarifs payés par le consommateur et la qualité de réseau. L'objectif est de développer une plus grande proximité avec les régulateurs, afin de nourrir une relation constructive notamment en échangeant régulièrement, en réduisant les asymétries

d'information, en partageant les études, et en démontrant constamment les bénéfices du secteur des télécoms à l'économie en général et aux parties prenantes en particulier.

Un contre-exemple marquant est le Mali : le pays a opté pour un partenariat constructif et dynamique avec les opérateurs. Le pari des autorités maliennes est avant tout de soutenir le développement du secteur des télécoms en faveur de la population : elles ont dans un premier temps laissé les opérateurs investir et déployer leur réseau à un prix raisonnable, sans entrave ou taxe exorbitante. En définitive, l'Etat malien en a retiré plusieurs bénéfices : d'une part, les particuliers et les entreprises ont accès à un réseau de qualité avec une couverture large ; mais surtout, d'autre part, cela a permis d'élargir considérablement l'assiette fiscale et de générer des recettes plus importantes tout en gardant des taux modérés et acceptables pour les opérateurs. L'Etat est dans une optique de dialogue permanent avec ces derniers, et laisse les cabinets indépendants conduire des études indépendantes quant à l'impact fiscal net avant de prendre les décisions pouvant impacter durablement le secteur.



W A R A

Facteurs qualitatifs

Produits – Distribution – Marque

- Sonatel est un acteur majeur du secteur des télécommunications dans la sous-région
- Le Groupe peut s'appuyer sur : (i) une marque de renommée mondiale ; (ii) une gamme de solutions exhaustive ; (iii) une couverture réseau large et de qualité supérieure ; et (iv) un réseau de distribution efficient
- Enfin, l'entreprise a su anticiper les ruptures technologiques et adapter son offre pour répondre aux évolutions des habitudes de consommation, comme en témoignent les succès des offres de data mobile et d'Orange Money

Sonatel propose des solutions globales de télécommunications à destination des particuliers et des entreprises. Les produits et services proposés couvrent les domaines suivants : (i) fixe, (ii) mobile, (iii) internet, (iv) télévision, (v) données, (vi) mobile money, (vii) énergie, et (viii) les nouveaux services connexes. Concrètement, la société propose des offres allant de la simple 2G à la 4G+, le broadband (combinaison, internet, fixe et mobile), les services de paiement mobile via Orange Money, ainsi que des solutions complètes et adaptées aux besoins des professionnels (via la direction des entreprises appuyée par la filiale Sonatel Business Service). L'exhaustivité de l'offre de Sonatel constitue un facteur positif et déterminant de notation.

La couverture géographique du Groupe est très large, ce qui dilue la dépendance à une seule économie. Le groupe opère aujourd'hui dans cinq pays d'Afrique de l'Ouest grâce à une diversification géographique entamée en 2002. Cette expansion a commencé au Mali en 2002, puis en Guinée Conakry et Guinée-Bissau en 2007, et enfin en Sierra Léone depuis 2016. Ce marché représente 55,9 millions de consommateurs potentiels, et contient un vivier considérable de clients au regard de la jeunesse de la population et du taux de pénétration actuel en data. Sonatel y propose la couverture réseau la plus dense, ce qui lui permettra de capter une part significative de cette croissance potentielle, surtout que le Groupe a renouvelé toutes ses licences auprès des autorités, lui permettant de renforcer ses activités sur le long terme. Enfin, Sonatel se distingue par un réseau de distribution qui fait la force du Groupe, grâce à un maillage territorial pertinent de ses points de ventes et des partenariats avec des distributeurs permettant de toucher toutes les zones urbaines et rurales. C'est un facteur positif et essentiel de notation.

	Sénégal	Mali	Guinée	Bissau	Sierra Leone
Population (millions)	15,7	19	11,9	1,5	7,8
Offre Sonatel	2G/3G/4G/4G+	2G/3G/4G	2G/3G	2G/3G/4G	2G/3G
Pénétration Mobile (%)	105%	106%	101%	79%	54%
Couverture population 2G (%)	97,9%	94%	95%	90%	83,8%
Couverture population 3G (%)	92,2%	66%	56%	69%	41%
Couverture population 4G (%)	62%	31%	N.D	19%	N.D
Pénétration data (%)	40,7%	37,0%	18,4%	19,0%	41,0%
Clients actifs 3G (millions)	3,6	3,9	1,3	0,2	0,8
Clients actifs 4G (millions)	0,7	0,2	N.D	0,02	N.D

Par conséquent, la diversité de son offre produits couplée à un maillage géographique dense permet au Groupe de se positionner comme un acteur incontournable des télécoms dans la sous-région. Cette présence est illustrée par la base d'abonnés du Groupe, en croissance continue depuis plus de cinq ans, et qui s'établit à 29,7 millions de clients en 2018, les abonnés mobiles représentant la plus grande partie avec 29,1 millions de clients. Ces abonnements assurent au Groupe une base de revenus récurrents, importants et stables, ce qui est un facteur positif et essentiel de notation.

Base d'abonnés (millions)	2014	2015	2016	2017	2018
Fixe	0,28	0,28	0,28	0,29	0,30
Mobile	25,9	27,7	27,3	29,7	29,1
Internet	0,12	0,13	0,14	0,14	0,22
TOTAL	26,4	28,1	27,7	30,2	29,7

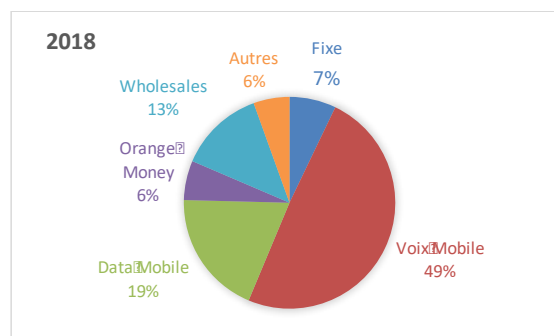
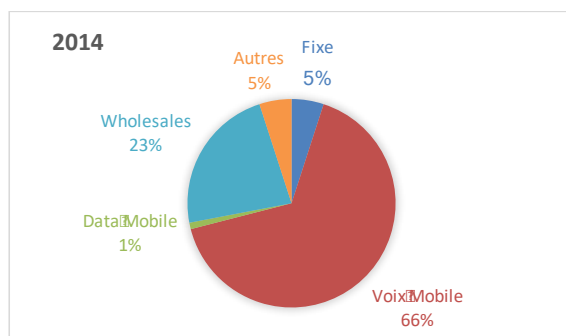
Base d'abonnés Mobile (millions)	2014	2015	2016	2017	2018
Sénégal	8,1	8,4	7,9	8,3	8,7
Mali	12,8	11,9	11,3	12,5	10,5
Guinée	4,5	5,3	6,0	6,8	7,3
Bissau	0,5	0,6	0,6	0,6	0,7
Sierra Léone	0,0	1,5	1,5	1,4	2,0
Total	25,9	27,7	27,3	29,7	29,1

Nota Bene :

2016 : Baisse consécutive aux opérations de mise en conformité réglementaire au Sénégal et au Mali

2018 : Décroissance du parc Mobile au Mali suite à une nouvelle approche de recrutements centrés valeur

Sonatel a su anticiper avec succès les ruptures technologiques survenues au cours de la dernière décennie, et adapter son mix de produits pour répondre aux évolutions des habitudes de consommation. Cela s'est traduit par une transformation du mix des activités cœur de métier (voix mobile, voix fixe, trafic international entrant) -qui ont connu une forte décroissance- vers les activités « données » et « mobile money », permettant ainsi au Groupe de préserver sa croissance. Les graphiques ci-dessous montrent la contribution de chaque segment au chiffre d'affaires du Groupe. Les segments voix mobiles et wholesale (y compris les appels internationaux) représentaient 89% du CA du Groupe en 2014. Cinq ans plus tard, ils ne représentent plus que 62% de l'activité. A contrario, la « data mobile » et le « mobile banking » étaient embryonnaires, alors qu'ils comptent à eux deux pour le quart de l'activité du Groupe aujourd'hui. En 2018, le groupe Sonatel revendique 10,8 millions de clients « data mobile » et 13,1 millions d'abonnés « Orange Money », dont 5,6 millions d'actifs (illustrant le fait que le potentiel de croissance reste encore conséquent).



Gouvernance et management

- L'organisation et le fonctionnement par les processus font partie de l'ADN du Groupe, tout comme la volonté d'opérer selon les meilleures pratiques internationales
- L'appartenance au Groupe Orange est un facteur de notation positif important : Sonatel bénéficie du soutien opérationnel d'Orange et de sa puissante expertise
- La politique du Groupe en matière de ressources humaines lui permet de s'appuyer sur un personnel de grande qualité

L'organisation et le fonctionnement du Groupe ont été construits sur la base de processus et de procédures permettant une répartition équilibrée des pouvoirs, ainsi qu'un mode de décision réfléchi et partagé. Cela fait partie de l'ADN de Sonatel et constitue un facteur positif de notation. Sonatel a été initialement instituée en tant que société d'Etat. Plus tard, le management s'est entendu avec les autorités publiques pour disposer de davantage d'autonomie ; en contrepartie, un plan stratégique clair devait être exécuté afin de devenir une société en phase avec les meilleures pratiques internationales, tout comme une référence en Afrique. Toute autorité au sein de Sonatel est contrainte par une limitation de délégation. Cela permet d'éviter tout risque d'abus, de détournement ou de corruption et c'est là une des clés du succès du Groupe. Ces processus et ces habitudes (qui font partie de la culture de l'entreprise) sont encore très dominants aujourd'hui. Certes, cela peut créer des lourdeurs et peut potentiellement rendre le Groupe moins agile, mais les décisions prises se sont très souvent avérées être les bonnes. Dans la même veine, le Groupe se caractérise par une démarche volontariste de certifications, afin de rester en phase avec les meilleures normes internationales (voir notre Carte d'identité du Groupe Sonatel).

L'appartenance au Groupe Orange est un facteur positif de notation. En effet, le Groupe Orange est une multinationale d'envergure mondiale qui génère 41,4 milliards d'euros de chiffres d'affaires grâce à ses 148 000 employés dans le monde, au service de plus de 200 millions de clients. De plus, la marque Orange se situe au 49^{ème} rang mondiale selon le classement Brand Finance Directory, qui la distingue pour la qualité de l'expérience client et l'excellence de son réseau. Ainsi, le Groupe Orange apporte à Sonatel son expertise et son soutien opérationnel, à travers des conventions de prestations de service qui couvrent tous les domaines d'activité, mais aussi sa méthodologie de fonctionnement. Enfin, les achats

mutualisés effectués au niveau du Groupe Orange permettent un pouvoir de négociation important, ce qui tend à comprimer le prix des intrants.

Le Groupe Sonatel a opté pour une gouvernance décentralisée mais cohérente. Chaque filiale établit sa stratégie en fonction des réalités de son marché, tant qu'elle reste en accord avec le plan stratégique global de Sonatel, lequel doit demeurer en ligne avec la stratégie globale du cluster Afrique du Groupe Orange. Aussi le groupe Orange élabore-t-il, au niveau du cluster, un cadrage en termes d'investissements, de revenus et de rentabilité. Cela dit, Sonatel dispose de la latitude nécessaire et d'une capacité de réallocation en fonction des opportunités et contraintes des marchés dans lequel le Groupe opère. Cette rigueur organisationnelle partagée tant par le Groupe Orange que sa filiale ouest-africaine est un facteur positif de notation.

Ce facteur-clé de réussite s'incarne dans un plan stratégique à trois ans, remis à jour chaque année pour prendre en compte les dernières évolutions et tendances. Ce processus, quoique fastidieux, permet au Groupe d'anticiper les transformations lourdes à opérer. Le dernier en date est le plan SO'ROC à horizon 2022, qui vise à transformer Sonatel en un groupe résolument orienté client, partenaire privilégié de la transformation numérique. Cette vision est déclinée en cinq axes prioritaires, qui sont à leur tour traduits en Objectifs de la Direction Générale, puis diffusés au sein du Groupe dans le cadre du processus budgétaires sous la forme d'objectifs commerciaux, opérationnels et financiers. WARA juge que la stratégie est pertinente au regard des évolutions du secteur et des technologies à date. Elle est certes ambitieuse, mais réaliste : le Groupe dispose en effet des ressources humaines, financières, technologiques, infrastructurelles et commerciales à même de réaliser cette vision.

Enfin, WARA constate que l'entreprise dispose d'équipes de direction (exécutives et opérationnelles) ainsi que d'un management intermédiaire de très grande qualité. Cela est le résultat d'une politique de ressources humaines axée sur : (i) l'acquisition des meilleurs talents disponibles sur le marché du travail ; et (ii) la mise en place de plans de formation et de mobilité pour faire émerger ces talents au sein du Groupe. Surtout, le Groupe a su opérer les transformations tant organisationnelles qu'en termes de réallocation de ressources et compétences pour accompagner la transformation de son modèle d'affaires, et ainsi assurer son développement équilibré à long terme. La culture d'entreprise, notamment, est un atout et un facteur positif de notation : Sonatel est aujourd'hui un collectif puissant, fort d'un actionnariat salarié important. Aussi chaque salarié se considère-t-il comme un vrai partenaire du Groupe, intéressé à sa performance et donc incité à contribuer positivement à ses succès. Le Groupe Sonatel est coté à la BRVM : cela tend à rendre le management encore plus vertueux en raison i) des obligations de communication financière et de transparence depuis plus de 20 ans, et ii) de l'impact quasi-immédiat sur le cours de bourse des succès individuels et collectifs. Sonatel est d'ailleurs un titre de référence sur le marché de la BRVM.

Positionnement concurrentiel

- Sonatel est leader sur tous les marchés où le Groupe opère à l'exception de la Sierra Léone
- La position majeure qu'occupe le Groupe est le résultat d'une stratégie de croissance réussie combinant la diversification géographique dans un premier temps, suivie d'une diversification par métiers
- Enfin, Sonatel a su développer des avantages comparatifs décisifs, lui permettant d'afficher une avance remarquable sur la concurrence

Sonatel est leader en termes de parts de marchés dans tous les pays où le Groupe est présent, à l'exception de la Sierra Léone, où le Groupe occupe la position de challenger depuis son arrivée en 2016. Sur ce dernier marché, la période d'intégration post-acquisition de la filiale s'est achevée à la fin de l'année 2018. Il s'agit désormais pour le Groupe de mettre à exécution le plan stratégique « SUNRISE 2021 » pour s'accaparer la position de leader de marché qu'il convoite. Sur les autres marchés, la stratégie du Groupe consiste à maintenir ses positions commerciales et consolider son avance sur ses concurrents grâce : (i) au renforcement de la qualité des infrastructures réseau permettant une couverture toujours plus large et une qualité de réseau irréprochable ; (ii) à une offre de solutions améliorée et adaptée aux besoins spécifiques de chacun de ces marchés ; et (iii) à la poursuite du développement des relais de croissances (data, Orange Money, Orange Energie).

Données 2018	SENEGAL	MALI	GUINEE	BISSAU	SIERRA LEONE
Population (millions)	15,7	19	11,9	1,5	7,8
base mobile (millions)	8,7	10,5	7,3	0,7	2,0
Pénétration Mobile (%)	105%	106%	101%	79%	54%
Pénétration data (%)	40,7%	37,0%	18,4%	19,0%	41,0%
Offre Sonatel	2G/3G/4G(+)	2G/3G/4G	2G/3G	2G/3G/4G	2G/3G
PDM	53%	56%	63%	56%	45%
position	Leader	Leader	Leader	Leader	Challenger

Sonatel a pu devenir un groupe d'envergure régionale en à peine plus de trente ans grâce à une stratégie de croissance axée sur la diversification géographique dans un premier temps, suivie d'une diversification par les métiers :

- **D'abord, pour faire face à l'ouverture à la concurrence du marché sénégalais en 1996, l'Etat a lancé un appel d'offre afin de trouver un opérateur de rang mondial dans le but d'accompagner Sonatel dans la conquête des marchés voisins.** C'est ainsi que France Télécom, aujourd'hui Orange, est entré au capital du Groupe à hauteur de 42%, en deux temps. La première opération de croissance externe a eu lieu au Mali où le Groupe a obtenu sa licence en 2002, et entamé ses opérations en 2003 pour écrire un des plus beaux succès du Groupe, car ça reste encore à ce jour l'opération la plus rentable. Sonatel a donc poursuivi son déploiement en Guinée Conakry et Guinée-Bissau en 2007, et enfin en Sierra Léone en 2016. Cette dernière opération a la particularité d'être un partenariat à 50/50 avec le Groupe Orange. A chaque opération, le Groupe réitère le même procédé : (i) acquisition de licence ; (ii) investissements importants dans toutes les

infrastructures réseau, notamment dans les zones non couvertes, pour améliorer la couverture réseau et sa qualité ; (iii) déploiement du réseau commercial selon un maillage cohérent à fort impact ; (iv) offres promotionnelles pour pénétrer le marché ; (v) implication des parties prenantes tierces, notamment en termes de partage de la valeur ajoutée pour renforcer leur adhésion ; et (vi) renforcement des positions commerciales et des infrastructures réseau et de distribution pour distancer la concurrence. En définitive, cette stratégie de croissance externe peut être considérée comme un succès au regard des positions dominantes qu'occupe Sonatel sur ces marchés. Cependant, depuis 2016, les opportunités de croissances externes sont devenues plus rares, du fait de l'accélération des évolutions et des ruptures technologiques et du coût élevé des licences, réduisant ainsi la durée d'amortissement des investissements qui, eux, sont de plus en plus importants.

- **Ensuite, Sonatel a su faire preuve d'anticipation et transformer son modèle d'affaires en développant très tôt les segments de la « data » et du « mobile banking », en réponse à la menace provenant de l'essor fulgurant des OTT.** Ces nouveaux moyens de communication ont modifié les habitudes de consommation, impactant de manière négative et durable les segments traditionnels que sont la voix, l'international et les SMS. Aujourd'hui, ces segments constituent les principaux relais de croissance du Groupe. Mais Sonatel compte bien réagir. Afin d'accomplir sa vision de devenir le partenaire privilégié de la transformation numérique, Sonatel réfléchit aux relais de croissance de demain : la technologie 5G, la banque mobile, la fourniture d'énergie décentralisée, les applications numériques pour les secteurs de l'éducation et la santé ; le e-commerce ainsi que tous les métiers connexes à ceux de la télécommunication (cloud, data centers parmi bien d'autres pistes).

En résumé, WARA constate que Sonatel a su développer des avantages concurrentiels importants grâce à une vision et un savoir-faire dans un secteur très capitalistique où les évolutions s'accélèrent et les ruptures technologiques sont importantes. Ce sont là des facteurs positifs et très positifs de notation :

- (i) une offre complète de produits et services qui couvre tous les segments de la télécommunication : fixe, internet, mobile, international, données mais aussi des métiers connexes, notamment les solutions de paiement mobiles, Orange Energie, et l'hébergement de données ;
- (ii) l'adossement à un Groupe d'envergure mondiale portant une marque forte ;
- (iii) le niveau et la qualité des infrastructures réseaux grâce à un niveau d'investissement très élevé permettant de bénéficier de technologies de pointe et ainsi capter les points de rupture et développer des avantages comparatifs importants ;
- (iv) un réseau de distribution dense et varié couplé à un maillage territorial finement pensé ;
- (v) la qualité des ressources humaines grâce à un investissement important pour attirer, développer et fidéliser les talents ;
- (vi) une démarche de certification volontariste permettant au Groupe d'adopter les meilleures pratiques internationales dans les domaines du management, de la qualité, de la gouvernance, de la gestion des risques et de responsabilité sociale et environnementale ;

(viii) une démarche de responsabilité sociale et environnementale systématique : qu'il s'agisse de l'instauration d'une relation de confiance et de partage avec les parties prenantes majeures ou des actions sociales et environnementales ou de la Fondation Orange aux bénéficiaires des populations, cette démarche contribue à renforcer l'adhésion de l'entreprise, ce qui est un avantage compétitif important à long terme ;

(ix) la capacité du Groupe à développer sa vision dans le cadre de plans stratégiques à trois ans tout en gardant la flexibilité des réajustements annuels en fonction des évolutions : cet exercice incite le Groupe à réaliser des analyses SWOT de manière régulière et à constamment se réinventer pour rester compétitif et rentable sur long terme ;

(x) une diversification par les métiers pour s'adapter aux mutations du secteur et des marchés de la sous-région, matérialisée par les succès retentissants des offres data et de mobile money, ainsi que par les nouveaux relais de croissance du Groupe ; et

(xi) une diversification géographique qui permet au groupe de toucher une population très vaste, de réduire le risque-pays moyen, et de réaliser des économies d'échelle grâce aux synergies, permettant de baisser le coût de production des services.



W A R A

Facteurs financiers

Rentabilité

- Sonatel affiche un excellent niveau de rentabilité
- Les revenus absolus sont en croissance, alimentés par la hausse de l'ARPU moyen ainsi que la croissance en volume de la base d'abonnés
- En revanche, la marge nette est en diminution en raison de l'évolution de la composition des revenus du Groupe et de l'intégration onéreuse de sa filiale en Sierra Leone

Sonatel affiche un excellent niveau de rentabilité : c'est un facteur positif de notation.

En effet, la marge nette du groupe s'établit à 23,4% en moyenne sur la période de 5 ans allant de 2014 à 2018. Rapporté aux niveaux des capitaux propres ou aux actifs de l'entreprise, le résultat est tout aussi impressionnant avec un ROE moyen de 28,4% sur les cinq dernières années, tandis que le ROA moyen s'établit à 15,5% sur la même période.

	2014	2015	2016	2017	2018	Moy. 5 ans
Marge de profit (RN/CA) en %	26,7	25,6	23,9	20,8	19,8	23,4
Retour sur fonds propres (RN/FP) en %	31,0	29,8	28,4	26,4	26,4	28,4
ROA (RN/TA) en %	19,5	18,2	15,5	12,7	11,4	15,5

L'activité du Groupe est simultanément alimentée par les effets prix et volume : en effet, l'ARPU moyen pondéré du Groupe est en hausse de 4% entre 2016 et 2018 alors que la base d'abonnés est en hausse de 7% sur la même période. La hausse de l'activité est nourrie par l'augmentation de l'ARPU au Sénégal (+15%) et le maintien du niveau d'ARPU au Mali (+1%), qui sont les deux principaux contributeurs aux résultats groupe. La baisse de l'ARPU en Guinée Conakry et en Sierra Leone s'explique par l'effet négatifs des taux de change (les devises locales ont chuté par rapport au Franc CFA). Simultanément, la base d'abonnés est en croissance sur tous les marchés sauf au Mali, en raison d'un nettoyage de la base clients (retrait de toutes les SIM acquises pour des raisons promotionnelles uniquement).

ARPU moyen annuel (FCFA)	2016	2017	2018
Sénégal	31 932	33 528	36 756
Mali	22 944	19 416	23 160
Guinée	20 781	19 166	19 785
Bissau	34 104	33 984	32 412
Sierra Leone	18 078	16 690	14 991
ARPU moyen pondéré *	27 004	25 647	28 121

* = ARPU par pays x contribution du pays au CA groupe

Abonnés (millions)	2016	2017	2018
Sénégal	7,9	8,3	8,7
Mali	11,3	12,5	10,5
Guinée	6,0	6,8	7,3
Bissau	0,6	0,6	0,7
Sierra Leone	1,5	1,4	2,0
Total	27,3	29,7	29,1

WARA note que malgré la hausse du chiffre d'affaires au cours des cinq dernières années, le résultat net reste stable, ce qui explique la baisse de la marge de profit. Le chiffre d'affaires est en hausse de 25% entre 2014 et 2018, passant de 816 milliards de FCFA à plus de 1 000 milliards, soit une croissance moyenne de 6% par an. En parallèle, le résultat net passe de 218 milliards en 2014 à 202 milliards en 2018 soit une diminution de 7% sur la période (ou -2% par an en moyenne). Cette tendance trouve son origine dans la combinaison de deux phénomènes :

- (i) la transformation du modèle d'affaires des opérateurs téléphoniques qui se traduit concrètement par la baisse des revenus liés aux « appels internationaux ». Alors qu'ils comptaient pour 25% du CA auparavant, ils ne représentent plus que 8% du CA aujourd'hui. Or ce segment générait une marge de 60%, ce qui tirait la marge globale vers le haut. L'essor des OTT a modifié les habitudes des consommateurs surtout en ce qui concerne les « appels internationaux entrants » (appels de la diaspora vers les pays où Sonatel est présent). Certes, la baisse des revenus sur ce segment a largement été compensée par la hausse de l'activité du segment « data », d'où la hausse du chiffre d'affaires, mais ce segment affiche une rentabilité plus faible, située entre 20% et 25% ;
- (ii) l'intégration de la filiale en Sierra Leone, qui jusqu'à la fin de l'exercice 2018, était déficitaire. Cette tendance devrait donc s'inverser en 2019, date à laquelle la filiale devrait contribuer positivement à la rentabilité globale du Groupe.

En milliards de FCFA

	2014	2015	2016	2017	2018
Chiffre d'affaires (CA)	816	863	905	973	1022
<i>Croissance</i>	<i>N/A</i>	<i>6%</i>	<i>5%</i>	<i>7%</i>	<i>5%</i>
Résultat Net (RN)	218	221	216	202	202
<i>Croissance</i>	<i>N/A</i>	<i>1%</i>	<i>-2%</i>	<i>-6%</i>	<i>0%</i>

Liquidité

- La variation de BFR négative qui accompagne la croissance de l'activité est un facteur positif de notation : autrement dit, plus l'activité croît, plus elle libère de la trésorerie
- Par conséquent, le Groupe a été en situation de trésorerie nette positive au cours des cinq dernières années
- Enfin, Sonatel dispose de lignes de crédits et facilités de caisse auprès de ses partenaires financiers en cas de besoin

Sonatel affiche la particularité suivante : la variation de BFR est négative alors même que l'activité est en croissance ; autrement dit, en plus d'avoir une grande partie de sa clientèle qui paie au comptant, le Groupe achète mieux, stocke moins et tend à opérer en flux tendus. C'est un facteur positif de notation. En effet, cette tendance est illustrée par la baisse du ratio de couverture des stocks en jours d'achats, ainsi que par la hausse de la rotation des stocks en nombre de fois par an. Ainsi, le ratio de couverture des stocks est passé de 112 jours d'achats à 77,5 entre 2014 et 2018, tandis que la rotation annuelle des stocks est passée de 50x à 77,7x sur la même période. Cependant, WARA tient à souligner qu'un autre phénomène contribue à cette bonne performance : le passage des cartes à gratter physiques vers la recharge via SEDDO ou Orange Money. En effet, la dématérialisation de la fonction de recharge a pour avantage une baisse des coûts de productions et/ou d'achats des cartes à gratter, mais aussi une compression drastique des coûts de transport et de stockage.

	2014	2015	2016	2017	2018	Var. 5 ans
Couverture des stocks (en jours d'achats)	112,1	107,6	108,8	83,7	77,5	-34,5
Rotation des stocks (en nombre de fois / an)	50,0	55,2	56,1	68,3	77,7	27,7

Par conséquent, Sonatel affiche une trésorerie nette positive sur la période 2014-2018.

Cela permet au Groupe d'être en mesure d'honorer ses engagements sans la moindre difficulté, qu'il s'agisse du cycle d'exploitation (salaires, paiement fournisseurs, administration fiscale et sociale), d'investissement (fournisseurs d'immobilisation et redevances) ou de financement (échéances bancaires et paiements de dividendes). Enfin, Sonatel dispose d'un vivier important de lignes de crédit auprès de ses partenaires financiers, ce qui lui permet de combler tout gap de trésorerie qui serait susceptible de se présenter à court terme.

En milliards de FCFA	2014	2015	2016	2017	2018
Trésorerie - Actif	224	266	249	231	317
Trésorerie - Passif	27	38	197	147	224
Trésorerie (nette)	197	228	52	84	93

Flexibilité financière

- La situation financière du Groupe est très saine, grâce à un niveau de capitaux propres robuste, un endettement modéré et une trésorerie excédentaire
- Depuis 2016, le cycle d'exploitation ne suffit plus à financer les investissements et les dividendes aux actionnaires
- WARA intègre donc dans sa notation, dès à présent, l'impact d'une émission obligataire qui permettrait de financer les investissements à venir, mais fait l'hypothèse d'un niveau d'endettement commensurable avec une notation dans la catégorie AA

La situation financière du Groupe est très saine, grâce à un niveau de capitaux propres robuste, un endettement modéré et une trésorerie excédentaire. Avec un ratio de dette à long terme / capitaux propres de 36,7% à fin 2018, l'endettement du Groupe reste modéré. Si l'on considère l'endettement net (dette long terme – trésorerie nette), le ratio passe sous la barre des 33%, à 32,4%. En outre, le ratio de fonds Propres / total actif s'établit à 35% en 2018, ce qui correspond à un score de 2/6 selon notre méthodologie, l'un des plus robuste dans la sous-région. Enfin, le ratio de couverture des charges d'intérêts par l'EBE est de 19,1x, correspondant à la note maximale de 1 selon notre méthodologie.

WARA constate que depuis 2016, le cycle d'exploitation ne suffit plus à financer la somme des investissements et des dividendes aux actionnaires. Au total, le Groupe a de plus en plus recours à l'endettement pour financer i) le développement des filiales, ii) les renouvellements de licence et iii) l'amélioration et l'extension des infrastructures réseau.*

En milliards de FCFA	2014	2015	2016	2017	2018
Capacité d'autofinancement (CAF)	329	352	336	351	366
- Variation de BFR	-66	-28	-11	-17	-25
Trésorerie générée par le cycle d'exploitation (A)	395	379	347	368	392
Investissements	141	168	316	368	213
Dividendes	155	183	193	191	195
Total (B)	296	352	508	559	409
Solde (A - B)	99	28	-161	-192	-17
Contraction de nouveaux emprunts (nets des remboursements)	7	3	0	206	44

Par conséquent, WARA intègre dès à présent dans sa notation l'impact relatif au recours à l'endettement à travers une émission obligataire. Ainsi, même si le gearing du Groupe devrait augmenter, cette stratégie reste pertinente, car elle permettra à Sonatel : (i) de diversifier ses sources de financements dans un contexte où les banques sont contraintes par la nouvelle réglementation Bâle II/Bâle III ; (ii) d'afficher un coût moyen pondéré du capital compétitif en comparaison d'une augmentation de capital classique (les rendements exigés par les actionnaires sont bien supérieurs aux rendements exigés par les futurs détenteurs d'obligations) ; (iii) de bénéficier de l'effet de levier, le ROE actuel étant largement supérieur au coût de la dette mais aussi par le fait que les intérêts soient déductibles des impôts contrairement aux dividendes ; (iv) de discipliner encore un peu plus le management ; (v) de favoriser la participation des populations sous régionales au développement des activités du leader sous-régional du secteur des télécommunications.



W A R A

DONNEES FINANCIERES ET RATIOS

L'acte uniforme de l'OHADA relatif au droit comptable et à l'information financière et le système comptable de l'OHADA qui lui est annexé (ensemble désigné « SYSCOHADA révisé ») sont entrés en vigueur depuis le 1^{er} janvier 2018. La mise en application de ce nouveau référentiel comptable a nécessité une conversion du système comptable actuel ainsi que la publication des comptes comparatifs 2017 en application des dispositions du SYSCOHADA révisé pour les états financiers de l'exercice 2018. Les filiales sous contrôle exclusif sont consolidées par intégration globale

COMPTE DE RESULTATS (en millions de FCFA)	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018
Chiffre d'affaires (CA)	816 019	863 291	905 036	972 905	1 021 956
Production immobilisée	2 288	3 426	3 877	4 687	2 040
Autres produits	17 400	23 926	28 582	16 800	37 175
PRODUITS D'EXPLOITATION	835 707	890 643	937 495	994 392	1 061 171
Achats de marchandises	-52 444	-52 334	-53 420	-61 237	-61 094
Transports	0	0	-2 081	-2 114	-2 245
Services extérieurs	-280 122	-308 334	-299 915	-332 967	-345 745
Autres charges	0	0	-17 473	-16 041	-25 099
VALEUR AJOUTEE	503 141	529 975	564 606	582 033	626 988
% CA	61,7%	61,4%	62,4%	59,8%	61,4%
Impôts et taxes	0	0	-38 382	-39 746	-46 093
Charges de personnel	-76 908	-74 119	-83 449	-93 625	-108 417
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBE)	426 233	455 856	442 775	448 662	472 478
% CA	52,2%	52,8%	48,9%	46,1%	46,2%
Dotations aux amortissements et aux provisions	-121 466	-138 736	-131 426	-160 593	-168 955
Reprises de provisions	11 182	10 670	11 809	19 718	8 764
RESULTAT D'EXPLOITATION	315 949	327 790	323 158	307 787	312 287
% CA	38,7%	38,0%	35,7%	31,6%	30,6%
Résultat financier	3 593	3 012	-10 426	-8 658	-13 517
Résultat hors activités ordinaires (H.A.O)	226	-1 812	3 647	-1 662	-3 426
Impôt différé	1 855	2 203	1 156	-1 659	2 474
Impôt sur le résultat	-103 408	-110 105	-101 655	-93 622	-95 567
RESULTAT NET DE L'ENSEMBLE CONSOLIDE (RN)	218 215	221 088	215 880	202 186	202 251
Parts des minoritaires	26 224	27 829	29 549	29 732	29 784
Résultat net Part de l'entreprise consolidante	191 991	193 259	186 331	172 454	172 467
% CA	26,7%	25,6%	23,9%	20,8%	19,8%

WEST AFRICA RATING AGENCY

BILAN (en millions de FCFA)	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018
Charges immobilisés	17	13	1 200	898	0
Immobilisations incorporelles	28 519	31 138	77 558	297 606	287 572
Immobilisations corporelles	530 360	565 288	595 046	652 255	706 798
Immobilisations financières	130 966	141 977	255 536	155 950	163 352
Stocks	16 327	15 645	16 143	14 237	13 157
Créances et emplois assimilés	187 633	192 978	197 128	243 379	285 054
Trésorerie - Actif	224 072	266 027	248 690	231 339	317 440
TOTAL ACTIF	1 117 894	1 213 066	1 391 301	1 595 664	1 773 373
Capital	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000
Primes et réserves consolidées	347 742	380 803	410 697	407 353	403 276
Ecart de conversion	2 249	839	-5 699	-3 688	819
Résultat net (part de l'entreprise consolidante)	191 991	193 259	186 331	172 454	172 467
Parts de l'entreprise consolidante	591 982	624 901	641 329	626 119	626 561
Part des minoritaires	63 038	67 340	69 799	89 822	90 865
Dettes financières	45 508	55 820	61 821	218 684	262 995
Dettes circulantes et ressources assimilées H.A.O	0	0	1 200	277	249
Clients, avances reçues	0	0	97 621	107 769	139 765
Fournisseurs d'exploitation	182 606	195 411	188 325	273 017	264 233
Dettes fiscales	0	0	119 676	116 618	149 720
Dettes sociales	0	0	12 148	14 942	11 869
Autres dettes	207 489	231 727	2 706	1 460	3 127
Trésorerie - Passif	27 271	37 867	196 676	146 956	223 989
TOTAL PASSIF	1 117 894	1 213 066	1 391 301	1 595 664	1 773 373

INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018
Capacité d'autofinancement (CAF)	329 282	351 785	336 369	350 630	366 471
- Variation de BFR (négatif si variation négative)	-65 706	-27 695	-10 732	-16 943	-25 375
- Investissements	141 178	168 257	315 521	368 031	213 225
+ Aug Capital par apports nouveaux	0	0	3 734	0	0
- Remboursement emprunts (négatif si nouveaux emprunts)	-7 289	-2 521	-280	-206 197	-44 403
Free Cash Flow (FCF) (1)	261 099	213 744	35 594	205 739	223 024
Dividendes distribués dans l'exercice	155 000	183 386	192 757	191 097	195 404
Dettes financières nettes (2)	-151 293	-172 340	9 807	134 301	169 544

WEST AFRICA RATING AGENCY

TAUX DE CROISSANCE - COMPTE DE RESULTATS (en %)	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018
Chiffre d'affaires (CA)	10,5	5,8	4,8	7,5	5,0
Production immobilisée	-3,1	49,7	13,2	20,9	-56,5
Autres produits	81,7	37,5	19,5	-41,2	121,3
PRODUITS D'EXPLOITATION	11,4	6,6	5,3	6,1	6,7
Achats de marchandises	4,4	-0,2	2,1	14,6	-0,2
Transports	--	--	--	1,6	6,2
Services extérieurs	12,6	10,1	-2,7	11,0	3,8
Autres charges	--	--	--	-8,2	56,5
VALEUR AJOUTEE	11,5	5,3	6,5	3,1	7,7
Impôts et taxes	--	--	--	3,6	16,0
Charges de personnel	13,0	-3,6	12,6	12,2	15,8
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBE)	11,2	6,9	-2,9	1,3	5,3
Dotations aux amortissements et aux provisions	2,3	14,2	-5,3	22,2	5,2
Reprises de provisions	23,7	-4,6	10,7	67,0	-55,6
RESULTAT D'EXPLOITATION	15,5	3,7	-1,4	-4,8	1,5
Résultat financier	1 704,0	16,2	446,1	17,0	-56,1
Résultat hors activités ordinaires (H.A.O)	105,8	901,8	301,3	145,6	-106,1
Impôt différé	-80,7	18,8	-47,5	-243,5	-249,1
Impôt sur le résultat	15,8	6,5	-7,7	-7,9	2,1
RESULTAT NET DE L'ENSEMBLE CONSOLIDE	15,1	1,3	-2,4	-6,3	0,0
Parts des minoritaires	23,1	6,1	6,2	0,6	0,2
Résultat net Part de l'entreprise consolidante	15,8	6,5	-7,7	-7,9	2,1

TAUX DE CROISSANCE - BILAN (en %)	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018
Charges immobilisés	142,9	-23,5	9 130,8	-25,2	-100,0
Immobilisations incorporelles	-16,1	9,2	149,1	283,7	-3,4
Immobilisations corporelles	7,0	6,6	5,3	9,6	8,4
Immobilisations financières	5,7	8,4	80,0	-39,0	4,7
Stocks	-11,6	-4,2	3,2	-11,8	-7,6
Créances et emplois assimilés	-0,7	2,8	2,2	23,5	17,1
Trésorerie - Actif	24,1	18,7	-6,5	-7,0	37,2
TOTAL ACTIF	7,3	8,5	14,7	14,7	11,1
Capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Primes et réserves consolidées	3,2	9,5	7,9	-0,8	-1,0
Ecart de conversion	-370,0	-62,7	-779,3	-35,3	-122,2
Résultat net (part de l'entreprise consolidante)	14,1	0,7	-3,6	-7,4	0,0
Parts de l'entreprise consolidante	6,8	5,6	2,6	-2,4	0,1
Part des minoritaires	7,0	6,8	3,7	28,7	1,2
Dettes financières	-19,2	22,7	10,8	253,7	20,3
Dettes circulantes et ressources assimilées H.A.O	--	--	--	-76,9	-10,1
Clients, avances reçues	--	--	--	10,4	29,7
Fournisseurs d'exploitation	20,6	7,0	-3,6	45,0	-3,2
Dettes fiscales	--	--	--	-2,6	28,4
Dettes sociales	--	--	--	23,0	-20,6
Autres dettes	24,6	11,7	-98,8	-46,0	114,2
Trésorerie - Passif	-49,5	38,9	419,4	-25,3	52,4
TOTAL PASSIF	7,3	8,5	14,7	14,7	11,1

RATIOS	31/12/2014	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018
Rentabilité					
Marge de profit (RN/CA) en %	26,7	25,6	23,9	20,8	19,8
Rotation des actifs (CA/TA) en %	73,0	71,2	65,0	61,0	57,6
Levier financier (TA/FP) en %	170,7	175,2	195,6	222,9	247,2
Retour sur fonds propres (RN/FP) en %	33,3	31,9	30,4	28,2	28,2
ROA (RN/TA) en %	19,5	18,2	15,5	12,7	11,4
Marge brute sur matières en %	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Charges d'exploitation/Produits d'exploitation en %	62,7	63,6	66,0	69,6	70,8
Liquidité					
Ratio de liquidité générale (AC/PC) en %	52,3	48,8	50,6	50,1	52,4
Ratio de liquidité de l'actif (AC/TA) en %	18,2	17,2	15,3	16,1	16,8
Couverture des stocks (en jours d'achats)	112,1	107,6	108,8	83,7	77,5
Rotation des stocks (en nombre de fois / an)	50,0	55,2	56,1	68,3	77,7
Délais clients (en jours de CA) (3)	69,0	67,1	65,3	75,0	83,7
Délais fournisseurs (en jours de CA) (3)	67,1	67,9	62,4	84,2	77,6
Flexibilité financière					
Gearing (Dette financière/FP) en %	6,9	8,1	8,7	30,5	36,7
Couverture des charges d'intérêt (EBE/intérêts financiers)	80,3	53,6	21,8	23,6	19,1
Dette financière/EBE en %	10,7	12,2	14,0	48,7	55,7
Effet de levier (Fonds Propres/Total Actif) en %	58,6	57,1	51,1	44,9	40,5

Notes

(1) FCF = CAF +/- Variation de BFR - Investissements, ce sont les flux opérationnel libres de tout engagement opérationnel

(2) Dette financière nette = Dette financière + trésorerie passif - trésorerie actif

(3) Taux de TVA utilisé 20%

CAF = Capacité d'autofinancement

RN = Résultat Net Consolidé

CA = Chiffre d'affaires

TA = Total Actif

FP = Fonds Propres = Fonds propres de l'entité consolidante + Intérêts minoritaires

AC = Actif Circulant

PC = Passif Circulant



W A R A



W A R A

© 2019 Emerging Markets Rating (EMR) & West Africa Rating Agency (WARA). Tous droits réservés. WARA est une Agence de Notation de l'UEMOA agréée par le CREPMF.

La notation de crédit est une opinion sur la capacité et la volonté d'un émetteur à faire face au remboursement de ses obligations financières, et non une quelconque appréciation de la valeur des actions de cet émetteur. Il est rappelé qu'il peut être risqué pour un investisseur de fonder sa décision d'investissement sur la seule notation de crédit.

La compréhension des méthodologies et échelles propres à WARA est essentielle pour mesurer la portée des opinions présentées dans les rapports. Il est vivement recommandé aux lecteurs des rapports de se rapprocher de WARA aux fins d'en obtenir copie.

Toutes les informations contenues dans nos rapports ont été obtenues à partir de sources considérées comme fiables. Cependant, étant donné la possibilité d'erreurs humaines ou d'autres aléas, toute information est présentée « en l'état » et sans aucune garantie que ce soit. WARA met tous les moyens à sa disposition pour vérifier la qualité de l'information utilisée pour délivrer une notation. WARA n'étant pas un réviseur de comptes, aucune garantie d'exhaustivité ne peut être fournie. En aucun cas WARA ne pourrait être tenu responsable et redevable à une personne ou une entité pour une quelconque perte réalisée suite à l'émission d'un de ses rapports ; chaque utilisateur de nos rapports est pleinement responsable de l'interprétation qu'il fera des opinions présentées. Ce rapport ne constitue en aucun cas un conseil de vendre, garder ou acheter un quelconque titre de créance.