

SONATEL

AA-/Stable/w-2

ANALYSE

Décembre 2020

Oumar NDIAYE

oumar.ndiaye@wara-ratings.com

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

Hamza HAJI

hamza.haji@wara-ratings.com

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

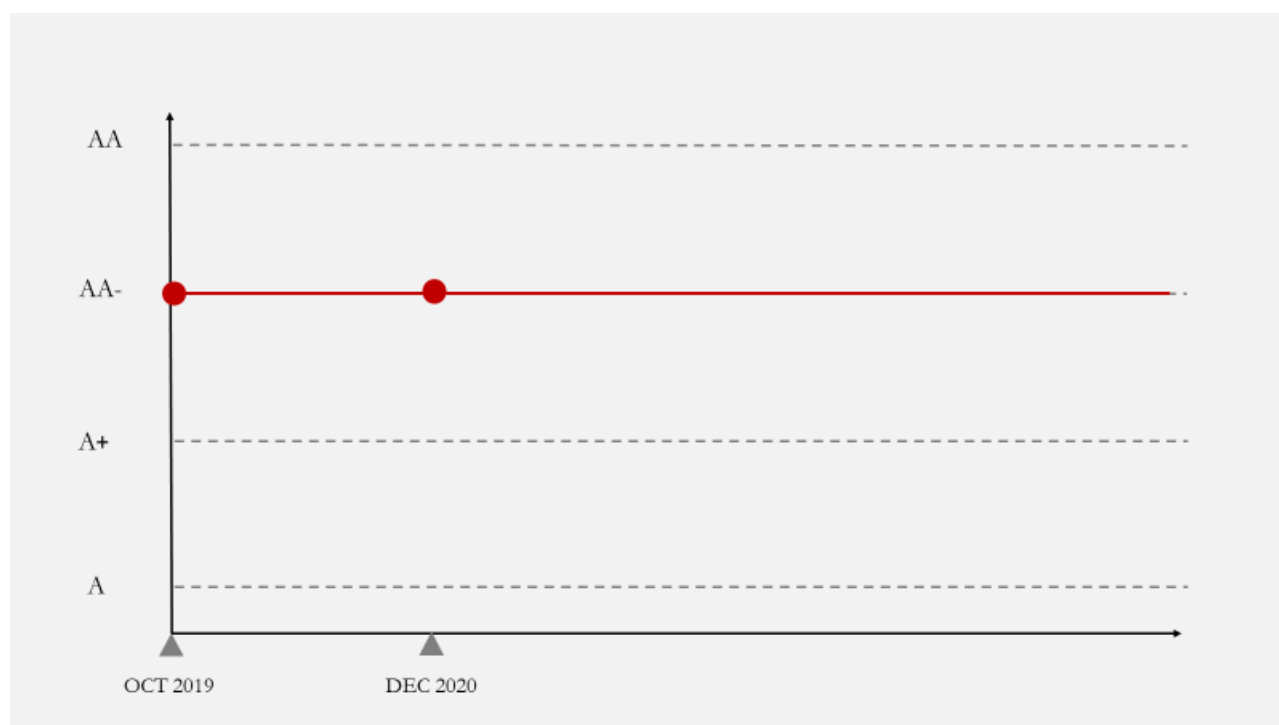
TABLE DES MATIÈRES

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	25
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 affirme la notation de Sonatel lors de sa première revue en décembre 2020
- 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-' en décembre 2020. 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 affirme également 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 **1,89/6,00**, 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 est très certainement 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 les 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 d’excellents niveaux de rentabilité et de flexibilité financière. 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

					2020		2019		
FACTEURS DE NOTATION DES CORPORATES				Pondération	Score	Score pondéré		Scores	
FACTEURS ENVIRONNEMENTAUX				25%	3,08	0,77		3,08	0,77
FNI.C1	Environnement macroéconomique	EM	10%	3,00	0,30		3,00	0,30	
	<i>Maturité</i>		3%	3,00	0,09		3,00	0,09	
	<i>Volatilité</i>		2%	3,00	0,06		3,00	0,06	
	<i>Diversité</i>		2%	3,00	0,06		3,00	0,06	
	<i>Soutenabilité</i>		3%	3,00	0,09		3,00	0,09	
FNI.C2	Environnement opérationnel	EO	7%	3,29	0,23		3,29	0,23	
	<i>Gouvernance systémique</i>		3%	3,00	0,09		3,00	0,09	
	<i>Infrastructure</i>		2%	3,00	0,06		3,00	0,06	
	<i>Information</i>		2%	4,00	0,08		4,00	0,08	
FNI.C3	Environnement sectoriel	ES	8%	3,00	0,24		3,00	0,24	
	<i>Pression concurrentielle</i>		4%	3,00	0,12		3,00	0,12	
	<i>Degré de maturité</i>		4%	3,00	0,12		3,00	0,12	
FACTEURS QUALITATIFS				40%	1,60	0,64		1,73	0,69
FNI.C4	Produits - Distribution - Marque	PM	15%	1,33	0,20		1,67	0,25	
	<i>Diversité des produits - Gamme</i>		5%	2,00	0,10		2,00	0,10	
	<i>Distribution et parts de marché</i>		5%	1,00	0,05		2,00	0,10	
	<i>Reconnaissance de la marque</i>		5%	1,00	0,05		1,00	0,05	
FNI.C5	Gouvernance et management	GM	15%	1,67	0,25		1,67	0,25	
	<i>Gouvernance idiosyncrasique</i>		5%	2,00	0,10		2,00	0,10	
	<i>Qualité de la gestion stratégique</i>		5%	1,00	0,05		1,00	0,05	
	<i>Qualité de l'exécution opérationnelle</i>		5%	2,00	0,10		2,00	0,10	
FNI.C6	Positionnement concurrentiel	PC	10%	1,90	0,19		1,90	0,19	
	<i>Compétitivité prix</i>		3%	3,00	0,09		3,00	0,09	
	<i>Compétitivité hors-prix</i>		3%	2,00	0,06		2,00	0,06	
	<i>Développement - Technologie - Innovation</i>		4%	1,00	0,04		1,00	0,04	
FACTEURS FINANCIERS				35%	1,66	0,58		1,43	0,50
FNI.C7	Rentabilité	RE	10%	1,30	0,13		2,00	0,20	
	<i>Marge de profit</i>		4%	1,00	0,04		2,00	0,08	
	<i>Rotation des actifs</i>		3%	2,00	0,06		3,00	0,09	
	<i>Lever financier</i>		3%	1,00	0,03		1,00	0,03	
FNI.C8	Liquidité	LQ	10%	3,00	0,30		1,50	0,15	
	<i>Liquidité des actifs (*)</i>		5%	5,00	0,25		2,00	0,10	
	<i>Refinancement et gestion de la liquidité</i>		5%	1,00	0,05		1,00	0,05	
FNI.C9	Flexibilité financière	FF	15%	1,00	0,15		1,00	0,15	
	<i>Couverture des intérêts par les cashflows</i>		8%	1,00	0,08		1,00	0,08	
	<i>Dette en années de cashflows</i>		7%	1,00	0,07		1,00	0,07	
SCORE PONDÉRÉ TOTAL					1,99	1,96		1,96	
AJUSTEMENT					-5%	-5%		-5%	
SCORE PONDÉRÉ TOTAL AJUSTÉ					1,89	1,86		1,86	
NOTATION INTRINSÈQUE					AA-	AA-		AA-	

(*) cf. Note en page 24

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 reste 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 2019), 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 58 millions d'habitants et représentent un PIB nominal de 61 milliards d'USD à fin 2019, soit un PIB par habitant de 1052 USD. Ce champ géographique d'action confère au Groupe Sonatel une diversification territoriale naturelle, ce qui est un facteur très positif de notation.

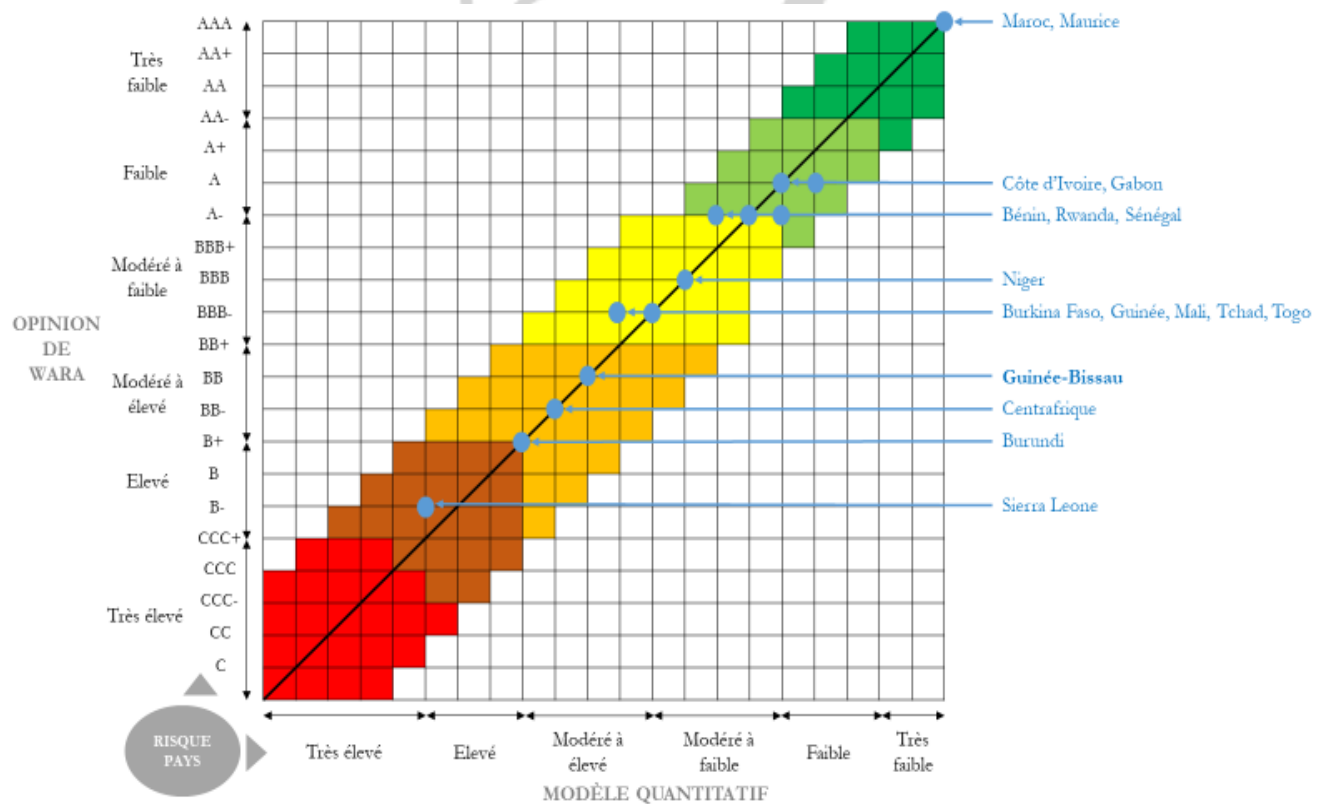
Statistiques 2019	SEN		MAL		GIC		GIB		SRL			
Population (millions)	16,3		19		13		1,9		7,8			
PIB nominal, mds USD	25		18		12,3		1,4		4,2			
Croissance du PIB (%)	5,2		5		6,2		5		5			
PIB par habitant USD	1450		790		470		600		650			
Endettement public (%PIB)	49		35,5		13		27		45			
Taux d'Inflation (%)	1,1		1,7		9,7		3		20			
Investissement Direct à l'Etranger (%PIB)	2,6		1,8		5,5		1		0,7			
Solde Budgétaire (% PIB)	-3,8		-5,8		-2,9		-2,8		-3,5			
Solde du compte courant (% PIB)	-9,6		-5,4		-8,1		-3,5		-11,7			
Indice de développement humain IDH (de 0 à 1)	0,514		0,442		0,414		0,424		0,42			
Rang IDH (rang/189)	166		175		183		178		179			
Prévisions 2020-21 (avec Covid-19)	2020		2021		2020		2021		2020		2021	
Croissance du PIB (%)	2,8	5,1	4	4,9	1,4	5,8	4,0	5,1	4,5	5,1		
Taux d'Inflation (%)	2,0	1,8	1,8	1,9	8,6	7,6	2,0	2,3	12,3	11,4		
Solde Budgétaire (% PIB)	-6,3	-5,1	-2,5	-2,9	-2,9	-3,1	-3,4	-3,2	-4,2	-3,9		
Solde du compte courant (% PIB)	-11	-10,4	-6,6	-7,0	-23,2	-16,9	-3,3	-3,0	-10,3	-9,7		

La croissance économique y est en moyenne robuste (5% en 2019), 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 Leone 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	Stabilisation politique interne (3eme mandat M. Condé)	Programme de réformes structurelles soutenues 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 appuyé 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 2019), le consortium mené par Free a non seulement finalisé la reprise de l'acteur TIGO depuis 2018, mais a aussi acquis la fréquence 4G. A cela s'ajoute l'arrivée en février 2020 de l'opérateur de réseau mobile virtuel (MVNO) du nom de Promobile. En effet ce dernier se donne comme ambitions de contribuer à une chute du coût des services télécoms et à une amélioration de la qualité. 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 depuis 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.

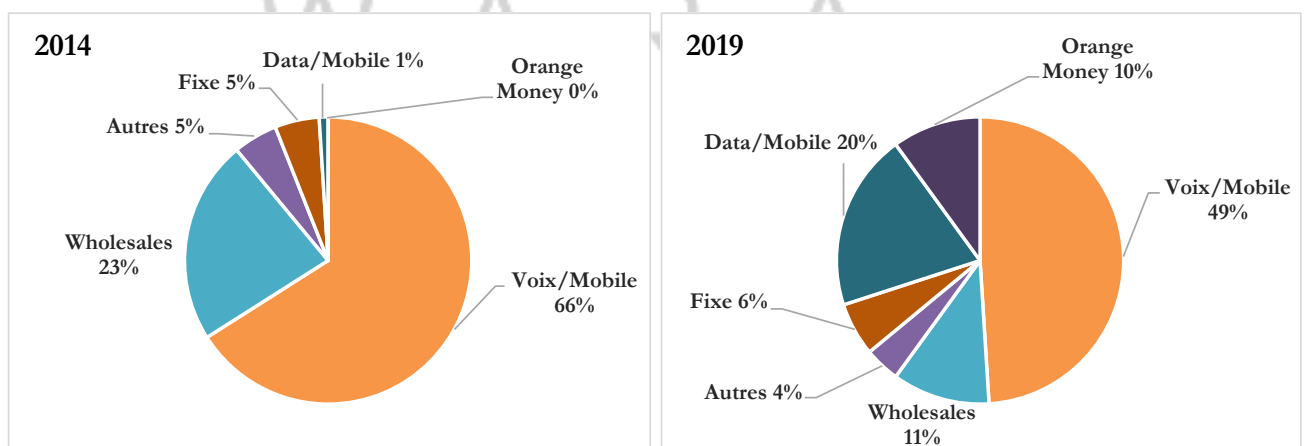
La couverture géographique du Groupe est très large, ce qui dilue la dépendance à une seule économie. Le groupe opère aujourd'hui dans cinq pays d'Afrique de l'Ouest grâce à une diversification géographique entamée en 2002. Cette expansion a commencé au Mali en 2002, puis en Guinée Conakry et Guinée-Bissau en 2007, et enfin en Sierra Léone depuis 2016. Ce marché représente 58 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 Conakry	Guinée Bissau	Sierra Leone
Population (millions)	16,3	19	13	1,9	7,8
Offre Sonatel	2G/3G/4G/4G+	2G/3G/4G/4G+	2G/3G/4G/4G+	2G/3G/4G/4G+	2G/3G/4G
Pénétration Mobile (%)	109%	99%	108%	84%	54%
Couverture population 2G	98,2%	95%	98,1%	90%	81,0%
Couverture population 3G	95,2%	71%	67,3%	69%	60%
Couverture population 4G	73,1%	41%	34,4%	34%	41
Pénétration data (%)	41,7%	35,4%	32,3%	22,4%	13,8%
Clients actifs 3G (millions)	3,9	4,1	1,3	0,2	0,4
Clients actifs 4G (millions)	1,6	0,5	0,3	0,06	0,03

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 32,7 millions de clients en 2019, les abonnés mobiles représentant la plus grande partie avec 32,3 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 abonnés	2017	2018	2019	Croissance 2018-2019
Fixe	285 291	302 243	206 173	-31,7%
Mobile	29 723 690	29 146 650	32 301 044	+10,8%
Internet	163 513	187 786	229 850	+22,4%
Total	30 172 494	29 636 679	32 737 067	+10,4%

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 60% 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 2019, 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 fait 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 42,2 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. Depuis le 27 Octobre 2020, le Groupe Sonatel a procédé à la fusion absorption de

ses filiales sénégalaises (Sonatel Mobiles, Sonatel Multimédia et Sonatel Business Solutions) afin de gagner en efficacité opérationnelle et en agilité.

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
- 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. On peut noter qu'Orange est devenu leader en Sierra Leone depuis le mois d'octobre 2019. Il fait face, selon les pays, à deux ou trois concurrents. 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).

Indicateurs (2019)	Pays				
	Sénégal	Mali	Guinée Conakry	Guinée Bissau	Sierra Leone
Population	16,3 millions	19 millions	13 millions	1,9 million	7,8 millions
Part de marché	54%	58,8%	62,6%	52,2%	48,1%
Position	Leader	Leader	Leader	Leader	Leader
Base mobile	9,5 millions	11,8 millions	7,6 millions	709,8 milles	2,4 millions
Pénétration mobile	109%	99%	108 %	84%	54%
Parc Orange Money	2,5 millions	2,3 millions	1,3 million	57 516	678 milles
Réseau	2G, 3G, 4G, 4G+	2G, 3G, 4G, 4G+	2G, 3G, 4G, 4G+	2G, 3G, 4G,4G+	2G, 3G, 4G
Taux de couverture réseau	98,2%	95%	98,1%	90%	81%
Pénétration Data	41,7%	35,4%	34,2%	22,4%	13,8%
ARPU (prépayé)	3147 FCFA	2224 FCFA	27109 GNF	2935 FCFA	20322 SLL

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 Leone 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. Par conséquent, le Groupe SONATEL a conclu un accord pour une acquisition de 91,6% de l'entreprise XOOM Wireless, détenteur d'une licence de Fournisseur d'Accès Internet (FAI) en Gambie, lui permettant ainsi de consolider sa position de leader dans le secteur des télécommunications en Afrique de l'Ouest, grâce notamment à la stratégie de croissance externe mise en œuvre depuis plusieurs années.

- **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 ;
- (vii) 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 bénéfices 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

NOTE SUR LE PASSAGE AU REFERENTIEL IFRS EN 2019

A partir du 1^{er} janvier 2019, SONATEL SA produit des comptes consolidés en IFRS.

Les chiffres 2019 présentés dans les tableaux de l'analyse reprennent ce référentiel (marqués d'un astérisque *).

Le principal impact relevé est au niveau du bilan :

- (i) Baisse du niveau de trésorerie actif;
- (ii) Hausse du niveau de trésorerie passif

Ce changement de méthode comptable a pour principale conséquence un niveau de trésorerie nette négatif. WARA a fait le choix de ne pas retraiter cet impact car les niveaux de trésorerie IFRS sont cohérents avec notre analyse de la liquidité.

Cela dit, WARA intégrera dès 2021 une table de scoring quantitatif adaptée aux comptes IFRS afin de ne pas pénaliser les entreprises qui ont décidé d'opter pour ce standard de reporting considéré par l'agence comme étant celui reflétant le mieux l'image fidèle à travers le spectre économique (par opposition à l'approche plus juridique et comptable des autres référentiels).

Rentabilité

- Sonatel affiche un excellent niveau de rentabilité
- En revanche, la marge nette est en diminution en raison de l'évolution de la composition des revenus du Groupe

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

En effet, la marge nette (résultat rapporté au niveau d'activité) du groupe s'établit à 21% en moyenne entre 2015 et 2019, ce qui est un excellent niveau (score maximal de 1). De même, rapporté aux capitaux propres ou aux actifs de l'entreprise, le niveau de rentabilité est tout aussi impressionnant avec un retour sur actif moyen de 14% sur les cinq dernières années, tandis que le retour sur fonds propres moyen s'établit à 27% sur la même période.

	2015	2016	2017	2018	2019*	Moy. 5 ans	Score WARA
Marge de profit	26%	24%	21%	20%	17%	21%	1
Rotation des actifs	71%	65%	61%	58%	65%	64%	2
ROA	18%	16%	13%	11%	11%	14%	1
ROE	30%	28%	26%	26%	25%	27%	1

Scoring WARA - Rentabilité (de 1 à 6, 1 étant le meilleur score)	1	2	3	4	5	6
	excellent - très élevé	très bon - élevé	bon - adéquat	insuffisant - vulnérable	médiocre - faible	défaillant - très faible
Marge de profit	supérieur à 20%	entre 13 et 20%	entre 9 et 13%	entre 5 et 9%	entre 3 et 5%	inférieur à 3%
Rotation des Actifs	supérieur à 80%	entre 60 et 80%	entre 40 et 60%	entre 30 et 40%	entre 20 et 30%	inférieur à 20%

En revanche, WARA note une baisse de la marge de profit sur la période analysée. En effet, le chiffre d'affaires est en hausse de 25% entre 2015 et 2019, passant de 863 milliards de FCFA à 1 179 milliards, soit un taux de croissance annuel moyen de 6% par an. En parallèle, le résultat net passe de 221 milliards de FCFA en 2015 à 195 milliards en 2019 soit une diminution de 15% sur la période (ou -3% par an en moyenne). Cette tendance trouve son origine dans la combinaison de deux phénomènes :

- 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 génère 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. Orange Sierra Leone est devenu leader sur son marché en 2019 et l'étape suivante consistera pour la filiale de consolider sa position commerciale et renforcer ses performances financières.

	2015	2016	2017	2018	2019*	Evo. Globale	TCAM
Chiffre d'Affaires	863	905	973	1 022	1 179	37%	6%
<i>Evolution</i>	6%	5%	7%	5%	15%		
Résultat Net	221	216	202	202	195	-12%	-2%
<i>Evolution</i>	1%	-2%	-6%	0%	-3%		

Liquidité

- Comme toute entreprise opérant dans un secteur à forte intensité capitaliste, le bilan de Sonatel est avant tout dominé par les immobilisations : il est donc très peu liquide.
- En revanche, de par la qualité de sa signature, Sonatel dispose d'importantes lignes de crédits et facilités de caisse auprès de ses partenaires financiers si le besoin s'en faisait sentir : c'est un facteur de mitigation important

Sonatel affiche un faible niveau de liquidité des actifs : son bilan est dominé par les immobilisations, tendance typique du secteur des Télécoms. Cela reste un facteur négatif de notation au regard de notre méthodologie des corporates. Concrètement, les actifs liquides ne représentent que 17% du bilan en moyenne (contre 66% pour immobilisations). En outre, ces actifs liquides ne couvrent que 52% des passifs à moins d'un an : cela signifie que dans le cas extrême d'une liquidation, la cession des actifs à moins d'un an ne suffira pas à couvrir les obligations de même maturité. En revanche, la couverture des emplois stables par les ressources stables est à un bon niveau (86% sur 5 ans) : autrement dit, l'actif immobilisé est bien financé par des ressources long terme.

	2015	2016	2017	2018	2019*	Moy. 5 ans	Score WARA
Liquidité de l'actif = AC / TA	17%	15%	16%	17%	19%	17%	6
Liquidité générale = AC / PC	49%	51%	50%	52%	54%	51%	5
Ressources stables/Emplois Stables	101%	83%	84%	85%	74%	86%	3

Score moyen 'liquidité des actifs' **5**

Scoring WARA - Liquidité (de 1 à 6, 1 étant le meilleur score)	1 excellent - très élevé	2 très bon - élevé	3 bon - adéquat	4 insuffisant - vulnérable	5 médiocre - faible	6 défaillant - très faible
Actifs liquides / Actif total	supérieur à 60%	entre 50 et 60%	entre 40 et 50%	entre 30 et 40%	entre 20 et 30%	inférieur à 20%
Actifs liquides / Ressources CT	supérieur à 125%	entre 100 et 125%	entre 75 et 100%	entre 55 et 75%	entre 35 et 55%	inférieur à 35%
(Ressources LT + Capitaux Propres) / Actif immobilisé	inférieur à 80%	entre 80 et 100%	entre 100 et 125%	entre 125 et 170%	entre 170 et 200%	supérieur à 200%

Cependant, Sonatel dispose d'un vivier important de lignes de crédit auprès de ses partenaires financiers : c'est un facteur important de mitigation. En effet, le Groupe, de par la qualité de sa signature (niveau des fonds propres, niveau de rentabilité et actionnaires de référence que sont Orange et l'Etat du Sénégal) ne manque pas de partenaires financiers, prêts à fournir les liquidités pour combler tout gap de trésorerie qui serait susceptible de se présenter à court terme. WARA accorde donc le score maximal de 1 à Sonatel pour son excellente 'gestion et refinancement de la liquidité', amenant ainsi le score global de liquidité du groupe à 3, soit un niveau correct.

Note sur l'évolution du score 'liquidité des actifs'

Le score de 'liquidité des actifs' de Sonatel est passé de « 2 » lors de la notation 2019 à « 5 » lors de la notation 2020. WARA tient à apporter au lecteur les précisions suivantes :

- 1) Cette évolution du score de 'liquidité des actifs' n'est pas le reflet d'une dégradation du niveau de liquidité de Sonatel : le niveau de liquidité global de Sonatel est bon (reflété par le score global de liquidité de 3 dans la carte des scores).
- 2) L'évolution de ce score est le résultat d'une nouvelle approche quantitative, qui reflète mieux l'esprit de la méthodologie WARA (standardisation et comparabilité) et qui sépare clairement les notions de 'liquidité des actifs' du bilan d'une entreprise de 'sa capacité à disposer des liquidités nécessaires' pour honorer ses engagements financiers. A base comparable (sans changement d'approche méthodologique), le Score Pondéré Total devrait passer de 1,89 à 1,81.
- 3) Enfin Cette approche n'a pas eu d'impact sur la notation globale de Sonatel qui se maintient à AA- avec une perspective stable : en revanche, elle permet une meilleure appréciation de l'histoire de crédit des contreparties analysées grâce à un calibrage plus fin et précis des facteurs quantitatifs (dans le cas d'espèce de Sonatel, cette nouvelle approche a aussi eu pour conséquence une amélioration des scores de rentabilité du groupe par rapport à la notation 2019).

W A R A

Flexibilité financière

- La situation financière du Groupe est très saine, grâce à un niveau de fonds propres robuste, un endettement modéré et une trésorerie excédentaire
- C'est un facteur positif de notation important
- WARA intègre 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 endettement modéré et d'excellent ratios de flexibilité financière. C'est un facteur positif de notation. D'une part, Sonatel affiche un ratio de gearing de 65% à fin 2019, ce qui est un niveau soutenable surtout au regard de sa rentabilité d'exploitation. En effet, WARA évalue le niveau d'endettement d'une entreprise donnée selon la capacité de cette dernière à générer les cash-flow pour rembourser les échéances futures. Ce qui nous amène à nous pencher sur les ratios de flexibilité financière. En termes de flux, le ratio de couverture de la charge annuelle d'intérêts par l'EBE s'établit à 27x en moyenne entre 2015 et 2019, ce qui est un excellent niveau (score maximal de 1). De surcroît, le ratio de couverture du stock de dette par l'EBE s'élève à 0,7x en moyenne sur 5 ans : cela signifie qu'il faut moins d'une année d'exploitation au groupe pour solder sa dette (long terme et à court terme). En somme, au regard de ces ratios, Sonatel affiche un excellent niveau de flexibilité financière

	2015	2016	2017	2018	2019*	Moy. 5 ans	Score WARA
EBE / intérêts	54x	22x	24x	19x	16x	27x	1
(Dette Fi + Tréso Passif)/EBE	0,2x	0,6x	0,8x	1,0x	1,0x	0,7x	1

Scoring WARA - Capitalisation (de 1 à 6, 1 étant le meilleur score)	1 excellent - très élevé	2 très bon - élevé	3 bon - adéquat	4 insuffisant - vulnérable	5 médiocre - faible	6 défaillant - très faible
EBE/charge d'intérêts	supérieur à 10x	entre 7x et 10x	entre 5x et 7x	entre 2,5 et 5x	entre 1,5x et 2,5x	inférieur à 1,5x
Dette / EBE (x)	inférieur à 1x	entre 1x et 2x	entre 2x et 3x	entre 3x et 4,5x	entre 4,5x et 6,5x	supérieur à 6,5x

WARA intègre dès à présent dans sa notation l'impact relatif au recours à l'endettement au travers de l'émission obligataire réalisé en juin 2020. 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 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 ; (iv) de discipliner encore un peu plus le management ; (v) de favoriser la participation des populations sous régionales au développement des activités de leur entreprise.

DONNEES FINANCIERES ET RATIOS

COMPTE DE RESULTAT (en millions de FCFA)	2015	2016	2017	2018	2018 IFRS	2019 IFRS
Chiffre d'affaires (CA)	863 291	905 036	972 905	1 021 956	1 098 698	1 179 224
Production immobilisée	3 426	3 877	4 687	2 040	0	0
Autres produits	23 926	28 582	16 800	37 175	20 825	19 401
PRODUITS D'EXPLOITATION	890 643	937 495	994 392	1 061 171	1 119 523	1 198 625
Achats de marchandises	-52 334	-53 420	-61 237	-61 094	-75 412	-64 610
Transports	0	-2 081	-2 114	-2 245	0	0
Services extérieurs	-308 334	-299 915	-332 967	-345 745	-325 454	-354 595
Autres charges	0	-17 473	-16 041	-25 099	-73 186	-54 390
VALEUR AJOUTEE	529 975	564 606	582 033	626 988	645 471	725 030
% CA	61,4%	62,4%	59,8%	61,4%	58,7%	61,5%
Impôts et taxes	0	-38 382	-39 746	-46 093	-81 302	-116 852
Charges de personnel	-74 119	-83 449	-93 625	-108 417	-107 380	-116 438
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBE)	455 856	442 775	448 662	472 478	456 789	491 740
% CA	52,8%	48,9%	46,1%	46,2%	41,6%	41,7%
Dotations aux amortissements et aux provisions	-138 736	-131 426	-160 593	-168 955	-153 008	-173 284
Reprises de provisions	10 670	11 809	19 718	8 764	0	0
RESULTAT D'EXPLOITATION	327 790	323 158	307 787	312 287	303 781	318 456
% CA	38,0%	35,7%	31,6%	30,6%	27,6%	27,0%
Résultat financier	3 012	-10 426	-8 658	-13 517	-13 328	-25 977
Résultat hors activités ordinaires (H.A.O)	-1 812	3 647	-1 662	-3 426	3 829	2 166
Impôt différé	2 203	1 156	-1 659	2 474	0	0
Impôt sur le résultat	-110 105	-101 655	-93 622	-95 567	-107 191	-99 302
RESULTAT NET DE L'ENSEMBLE CONSOLIDE	221 088	215 880	202 186	202 251	187 091	195 343
Parts des minoritaires	27 829	29 549	29 732	29 784	27 257	42 003
Résultat net Part de l'entreprise consolidante	193 259	186 331	172 454	172 467	159 833	153 340
% CA	25,6%	23,9%	20,8%	19,8%	17,0%	16,6%

W A R A

BILAN (en millions de FCFA)	2015	2016	2017	2018	2018 IFRS	2019 IFRS
Immobilisations incorporelles	31 151	78 758	298 504	287 572	282 842	316 927
Immobilisations corporelles	565 288	595 046	652 255	706 798	699 911	749 944
Immobilisations financières	141 977	255 536	155 950	163 352	181 209	209 944
Stocks	15 645	16 143	14 237	13 157	13 043	14 247
Créances et emplois assimilés	192 978	197 128	243 379	285 054	280 584	327 847
Trésorerie - Actif	266 027	248 690	231 339	317 440	218 591	204 103
TOTAL ACTIF	1 213 066	1 391 301	1 595 664	1 773 373	1 676 180	1 823 012
Capital	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000	50 000
Primes et réserves consolidées	380 803	410 697	407 353	403 276	389 735	381 982
Ecart de conversion	839	-5 699	-3 688	819	0	0
Résultat net (part de l'entreprise consolidante)	193 259	186 331	172 454	172 467	159 833	153 340
Parts de l'entreprise consolidante	624 901	641 329	626 119	626 561	599 568	585 322
Part des minoritaires	67 340	69 799	89 822	90 865	126 070	136 202
Total des capitaux propres	692 241	711 128	715 941	717 426	725 638	721 524
Dettes financières	55 820	61 821	218 684	262 995	172 386	226 657
Dettes circulantes et ressources assimilées H.A.O	0	1 200	277	249	0	0
Clients, avances reçues	0	97 621	107 769	139 765	8 978	4 925
Fournisseurs d'exploitation	195 411	188 325	273 017	264 233	256 049	290 951
Dettes fiscales	0	119 676	116 618	149 720	114 854	123 403
Dettes sociales	0	12 148	14 942	11 869	12 104	13 933
Autres dettes	231 727	2 706	1 460	3 127	124 990	199 017
Trésorerie - Passif	37 867	196 676	146 956	223 989	261 181	242 602
TOTAL PASSIF	1 213 066	1 391 301	1 595 664	1 773 373	1 676 180	1 823 012

INFORMATIONS COMPLEMENTAIRES	2015	2016	2017	2018	2018 IFRS	2019 IFRS
Capacité d'autofinancement (CAF)	351 785	336 369	350 630	366 471	385 998	372 290
- Variation de BFR (négatif si contraction)	-27 695	-10 732	-16 943	-25 375	-26 923	3 445
- Investissements	168 257	315 521	368 031	213 225	359 075	375 735
+ Aug Capital par apports nouveaux	0	3 734	0	0	2 526	3 979
- Remboursement emprunts (négatif si nouveaux emprunts)	-2 521	-280	-206 197	-44 403	-106 823	-8 208
Free Cash Flow (FCF) (1)	213 744	35 594	205 739	223 024	163 195	5 297
Dividendes distribués dans l'exercice	183 386	192 757	191 097	195 404	195 501	157 186
Dettes financières nettes (2)	-172 340	9 807	134 301	169 544	214 976	265 156

TAUX DE CROISSANCE - COMPTE DE RESULTAT (en %)	2015	2016	2017	2018	2018 IFRS	2019 IFRS
Chiffre d'affaires (CA)	5,8	4,8	7,5	5,0	7,5	7,3
Production immobilisée	49,7	13,2	20,9	-56,5	-100,0	N/A
Autres produits	37,5	19,5	-41,2	121,3	-44,0	-6,8
PRODUITS D'EXPLOITATION	6,6	5,3	6,1	6,7	5,5	7,1
Achats de marchandises	-0,2	2,1	14,6	-0,2	23,4	-14,3
Transports	--	--	1,6	6,2	-100,0	N/A
Services extérieurs	10,1	-2,7	11,0	3,8	-5,9	9,0
Autres charges	--	--	-8,2	56,5	191,6	-25,7
VALEUR AJOUTEE	5,3	6,5	3,1	7,7	2,9	12,3
Impôts et taxes	--	--	3,6	16,0	76,4	43,7
Charges de personnel	-3,6	12,6	12,2	15,8	-1,0	8,4
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION (EBE)	6,9	-2,9	1,3	5,3	-3,3	7,7
Dotations aux amortissements et aux provisions	14,2	-5,3	22,2	5,2	-9,4	13,3
Reprises de provisions	-4,6	10,7	67,0	-55,6	-100,0	N/A
RESULTAT D'EXPLOITATION	3,7	-1,4	-4,8	1,5	-2,7	4,8
Résultat financier	16,2	446,1	17,0	-56,1	1,4	-94,9
Résultat hors activités ordinaires (H.A.O)	901,8	301,3	145,6	-106,1	211,8	43,4
Impôt différé	18,8	-47,5	-243,5	-249,1	-100,0	N/A
Impôt sur le résultat	6,5	-7,7	-7,9	2,1	12,2	-7,4
RESULTAT NET DE L'ENSEMBLE CONSOLIDE	1,3	-2,4	-6,3	0,0	-7,5	4,4
Parts des minoritaires	6,1	6,2	0,6	0,2	-8,5	54,1
Résultat net Part de l'entreprise consolidante	6,5	-7,7	-7,9	2,1	12,2	-7,4

TAUX DE CROISSANCE - BILAN (en %)	2015	2016	2017	2018	2018 IFRS	2019 IFRS
Immobilisations incorporelles	9,2	152,8	279,0	-3,7	-1,6	12,1
Immobilisations corporelles	6,6	5,3	9,6	8,4	-1,0	7,1
Immobilisations financières	8,4	80,0	-39,0	4,7	10,9	15,9
Stocks	-4,2	3,2	-11,8	-7,6	-0,9	9,2
Créances et emplois assimilés	2,8	2,2	23,5	17,1	-1,6	16,8
Trésorerie - Actif	18,7	-6,5	-7,0	37,2	-31,1	-6,6
TOTAL ACTIF	8,5	14,7	14,7	11,1	-5,5	8,8
Capital	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Primes et réserves consolidées	9,5	7,9	-0,8	-1,0	-3,4	-2,0
Ecart de conversion	-62,7	-779,3	-35,3	-122,2	-100,0	N/A
Résultat net (part de l'entreprise consolidante)	0,7	-3,6	-7,4	0,0	-7,3	-4,1
Parts de l'entreprise consolidante	5,6	2,6	-2,4	0,1	-4,3	-2,4
Part des minoritaires	6,8	3,7	28,7	1,2	38,7	8,0
Total des capitaux propres	5,7	2,7	0,7	0,2	1,1	-0,6
Dettes financières	22,7	10,8	253,7	20,3	-34,5	31,5
Dettes circulantes et ressources assimilées H.A.O	--	--	-76,9	-10,1	-100,0	N/A
Clients, avances reçues	--	--	10,4	29,7	-93,6	-45,1
Fournisseurs d'exploitation	7,0	-3,6	45,0	-3,2	-3,1	13,6
Dettes fiscales	--	--	-2,6	28,4	-23,3	7,4
Dettes sociales	--	--	23,0	-20,6	2,0	15,1
Autres dettes	11,7	-98,8	-46,0	114,2	3 897,1	59,2
Trésorerie - Passif	38,9	419,4	-25,3	52,4	16,6	-7,1
TOTAL PASSIF	8,5	14,7	14,7	11,1	-5,5	8,8

RATIOS	2015	2016	2017	2018	2018 IFRS	2019 IFRS
Rentabilité						
Marge de profit (RN/CA) en %	25,6	23,9	20,8	19,8	17,0	16,6
Rotation des actifs (CA/TA) en %	71,2	65,0	61,0	57,6	65,5	64,7
Levier financier (TA/FP) en %	163,4	182,8	208,3	231,1	216,1	236,3
Retour sur fonds propres (RN/FP) en %	29,8	28,4	26,4	26,4	24,1	25,3
ROA (RN/TA) en %	18,2	15,5	12,7	11,4	11,2	10,7
Charges d'exploitation/Produits d'exploitation en %	63,6	66,0	69,6	70,8	72,9	73,4
Liquidité						
Ratio de liquidité générale (AC/PC) en %	48,8	50,6	50,1	52,4	56,8	54,1
Ratio de liquidité de l'actif (AC/TA) en %	17,2	15,3	16,1	16,8	17,5	18,8
Couverture des stocks (en jours d'achats)	107,6	108,8	83,7	77,5	62,3	79,4
Rotation des stocks (en nombre de fois / an)	55,2	56,1	68,3	77,7	84,2	82,8
Délais clients (en jours de CA) (3)	67,1	65,3	75,0	83,7	76,6	83,4
Délais fournisseurs (en jours de CA) (3)	67,9	62,4	84,2	77,6	69,9	74,0
Flexibilité financière						
Gearing (Dette financière+Trésor Passif /FP) en %	13,5	36,4	51,1	67,9	59,7	65,0
Couverture des charges d'intérêt (EBE/intérêts financiers) en x	53,6x	21,8x	23,6x	19,1x	26,9x	16,2x
(Dette financière+ Trésor Passif)/EBE en x	0,2x	0,6x	0,8x	1,0x	0,9x	1,0x
Effet de levier (Fonds Propres/Total Actif) en %	51,5	46,1	39,2	35,3	35,8	32,1

Notes

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

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

(3) Taux de TVA utilisé 20%

CAF = Capacité d'autofinancement

RN = Résultat Net

CA = Chiffre d'affaires

TA = Total Actif

FP = Fonds Propres

AC = Actif Circulant

PC = Passif Circulant

W A R A



© 2020 Emerging Markets Rating (EMR) & West Africa Rating Agency (WARA). Tous droits réservés. WARA est une Agence de Notation de l'UEMOA agréée par le CREPMF.

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

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

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