

INDEPENDENT RESEARCH

19 janvier 2016

TMT

Thomson Reuters	ILD FP
Reuters	ILD.PA
+Haut /+Bas 12 mois (EUR)	235,1 / 175,5
Capitalisation Boursière (MEUR)	12 856
Valeur d'Entreprise	13 979
Volume moyen 6 mois (000 actions)	95,10
Flottant	42,0%
TMVA BPA (3 ans)	27,2%
Gearing (12/14)	47%
Rendement (12/15e)	0,17%

Fin Décembre	12/14	12/15e	12/16e	12/17e
C. d'affaires (MEUR)	4 168	4 428	4 782	5 149
EBITA EURm)	565,9	685,9	809,9	1 073
Op.Margin (%)	13,7	15,6	17,0	20,9
BPA dilué (EUR)	4,73	5,85	7,13	9,73
EV/CA	3,34x	3,16x	2,98x	2,73x
EV/EBITDA	10,9x	9,3x	8,1x	6,8x
EV/EBITA	24,6x	20,4x	17,6x	13,1x
P/E	46,4x	37,5x	30,8x	22,6x
ROCE	9,7	10,5	10,3	12,1

Cours et données au 15 janvier



Iliad

De l'enfant terrible à l'âge adulte : merci Orange !

Fair Value 270EUR (cours 219,40EUR)

ACHAT
Initiation de couverture

Nous initions la couverture d'Iliad à l'achat, avec une fair value de 270€, en supposant la réalisation du rapprochement entre Orange et Bouygues Telecom. Nous valorisons essentiellement dans cette consolidation les effets induits d'un « market repair » sur la baisse de l'intensité promotionnelle sur le marché. Ce rapprochement permet par ailleurs de sécuriser les perspectives de Free sur la question du contrat d'itinérance avec Orange et du déploiement de son réseau mobile.

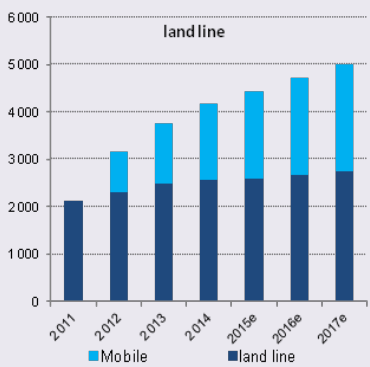
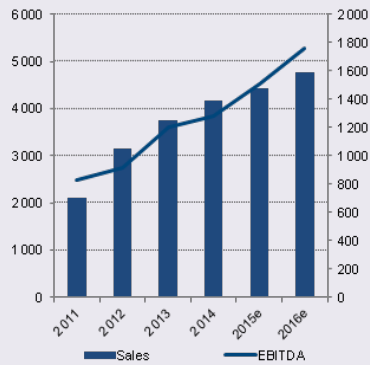
- Free est à un moment clé de son histoire. Il doit négocier la **sortie de son contrat d'itinérance** avec Orange, **accélérer le déploiement de son réseau mobile**, **rattraper son retard dans les infrastructures fibre**, et **trouver un relai de croissance valeur** alors que sa croissance volume va fléchir. Dans ce contexte, même si nous estimons Free capable de se débrouiller tout seul, il a plus intérêt que quiconque à ce que la consolidation du marché se passe sous l'impulsion du rapprochement Orange / Bouygues Telecom. Après le contrat d'itinérance, le rachat de Bouygues Telecom : merci Orange !
- Nous estimons que Free peut intrinsèquement conserver une trajectoire de croissance de chiffre d'affaires soutenue de l'ordre de **6% en moyenne sur les trois prochaines années**, tirée essentiellement par les volumes. Les effets induits qui résultant d'une consolidation apporteraient selon nous **+ 259m€ de chiffres d'affaires à échéance 2018**.
- Le titre a déjà réagi à l'annonce des discussions entre Bouygues Telecom et Orange mais nous estimons qu'il n'intègre pas au cours actuel l'ensemble des opportunités liées au market repair. Après être passé de 208€ à 219€ depuis l'annonce des discussions, nous estimons une **fair value à 270€ dans notre scénario** avec réalisation du deal. Toutes choses étant égales par ailleurs, nous estimons la **fair value à 212€ en l'absence de consolidation**.



Analyst:
Thomas Coudry
33(0) 1 70 36 57 04
tcoudry@bryangarnier.com

Sector Analyst Team:
Richard-Maxime Beaudoux
Gregory Ramirez
Dorian Terral

Iliad



Activités
Iliad SA société française active dans le secteur des télécommunications, principalement dans la fourniture d'accès internet et de téléphonie tant fixe que mobile essentiellement au travers de sa marque FREE.

Simplified Profit & Loss Account (EURm)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Revenues	3 153	3 748	4 168	4 428	4 782	5 149
Change (%)	48,6%	18,9%	11,2%	6,2%	8,0%	7,7%
Adjusted EBITDA	921	1 204	1 284	1 507	1 761	2 062
EBIT	405	537	566	686	810	1 073
Change (%)	-17,9%	32,5%	5,4%	21,2%	18,1%	32,4%
Financial results	-91,1	-83,7	-85,5	-88,5	-87,1	-97,9
Pre-Tax profits	314	453	480	597	723	975
Tax	-128	-188	-202	-247	-296	-392
Minority interests	-2,8	-3,8	-4,4	-0,56	-1,2	-1,2
Net profit	187	265	278	350	427	583
Restated net profit	187	265	278	350	427	583
Change (%)	-25,9%	42,3%	4,9%	25,8%	21,9%	36,5%

Cash Flow Statement (EURm)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Operating cash flows	922	1 021	961	1 293	1 520	1 667
Change in working capital	131	-23,2	-72,1	-37,6	-20,3	-83,2
Capex, net	-945	-905	-968	-1 236	-1 692	-1 319
Dividends	-21,2	-21,5	-21,7	-23,0	-23,0	-23,0
Net debt	1 064	1 023	1 084	1 123	1 405	1 178
Free Cash flow	-23,7	116	-7,3	57,1	-172	348

Balance Sheet (EURm)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Tangible fixed assets	2 326	2 501	2 788	3 200	3 445	3 508
Intangibles assets	1 544	1 396	1 450	2 271	2 225	2 178
Cash & equivalents	384	318	137	852	570	797
current assets	388	462	607	742	789	832
Other assets	105	99,1	66,1	56,8	56,8	56,8
Total assets	4 747	4 776	5 048	7 121	7 086	7 372
L & ST Debt	1 448	1 341	1 221	1 974	1 974	1 974
Others liabilities	1 572	1 422	1 516	2 505	2 066	1 793
Shareholders' funds	1 727	2 014	2 310	2 641	3 045	3 605
Total Liabilities	4 747	4 776	5 048	7 121	7 086	7 372
Capital employed	2 842	3 149	3 443	3 856	4 542	4 875

Ratios	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Operating margin	13,06	14,43	13,66	15,58	17,02	20,91
Tax rate	-40,64	-41,45	-42,05	-41,38	-38,50	-38,50
Net margin	5,91	7,08	6,68	7,91	8,92	11,32
ROE (after tax)	11,03	13,42	12,26	13,29	14,07	16,21
ROCE (after tax)	8,39	10,03	9,66	10,46	10,35	12,11
Gearing	61,63	50,80	46,92	42,50	46,12	32,67
Pay out ratio	11,37	8,10	7,79	6,57	5,39	3,95
Number of shares, diluted	58 523	59 443	59 808	59 984	60 027	60 027

Data per Share (EUR)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
EPS	3,24	4,53	4,73	5,85	7,13	9,73
Restated EPS	3,24	4,53	4,73	5,85	7,13	9,73
% change	-24,3%	40,0%	4,4%	23,7%	21,9%	36,4%
BVPS	29,33	33,76	38,58	43,99	50,69	60,01
Operating cash flows	15,75	17,18	16,07	21,56	25,33	27,77
FCF	-0,41	1,95	-0,12	0,95	-2,87	5,79
Net dividend	0,36	0,36	0,36	0,38	0,38	0,38

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Sommaire

1. Investment Case.....	4
2. Contexte : de l'enfant terrible à l'âge adulte.....	5
3. Valorisation.....	6
3.1. Evolution du cours de l'action Iliad.....	6
3.2. DCF.....	7
3.3. Comparables.....	10
4. Le marché Français : une famille à recomposer.....	12
4.1. Des acteurs qui se cherchent encore.....	12
4.2. L'opportunité d'une union Orange – Bouygues Telecom.....	17
5. Le mobile : voler de ses propres ailes.....	21
5.1. Des bases solides sur lesquelles grandir.....	21
5.2. Couper le cordon du contrat d'itinérance.....	23
5.3. Se développer sur la valeur.....	25
6. Le fixe : préparer l'avenir.....	27
6.1. La fibre : de la réaction à l'affirmation.....	27
6.2. Gérer la guéguerre des prix.....	31
7. M&A : Fonder une famille.....	32
8. Annexes.....	34
Bryan Garnier stock rating system.....	39

1. Investment Case

Pourquoi investir maintenant?



Pourquoi s'intéresser au dossier maintenant :

Iliad est à un tournant de son histoire, il fait face à une troisième rupture majeure de son modèle, après le lancement de la box 3P en 2002 et le mobile en 2012. Alors que sa croissance faiblit, il doit franchir un cap pour rejoindre la cour des grands opérateurs d'infrastructures, et se réinventer afin de trouver de nouveaux relais de croissance à moyen terme. **Nous pensons qu'il est mûr pour effectuer ce passage vers l'âge adulte, alors que la consolidation du marché lui tend les bras.**

Attractif ou non?



Valorisation

Le marché n'a pas exagéré les opportunités liées au possible rapprochement entre Orange et Bouygues Telecom. Au cours actuel, il ne valorise que partiellement les effets d'un market repair induit. **Notre FV de 270€ intègre la réalisation du deal**, qui représente un premium de **+58€ vs un scénario sans consolidation**, et de **+23% vs le cours actuel**. Hors effet de la consolidation, nous tablons sur des ventes soutenues dans un marché dont la croissance ralentit, des ARPU stabilisés sur le fixe et en très légère croissance sur le mobile. Nous intégrons une amélioration sensible du taux d'EBITDA du fait de la croissance fibre, de la sortie de l'itinérance Orange et d'effets d'échelle sur les OPEX. Les CAPEX devraient rester très soutenus jusqu'en 2018.

Horizon d'investissement?



Catalyseurs

L'évolution du cours sera lié à : **1/** la réalisation ou non d'une consolidation du marché national, **2/** la gestion de la sortie du contrat d'itinérance Orange, **3/** la capacité de Free à jouer un rôle accru dans la fibre, **4/** sa capacité à mieux valoriser ses clients mobiles, **5/** les perspectives de M&A à l'international.

Valeur ajoutée?



Différentiation face au consensus :

Nous pensons que le marché ne valorise que partiellement l'opportunité d'une consolidation du marché français, sous-estimant ainsi à horizon 2018 le CA de 5%, et le taux d'EBITDA de 3.4 bp (43% vs 39.6%).

Quels risques?



Risques

Les principaux risques sur notre scénario sont les suivants : **1/** pas de consolidation du marché, **2/** mauvaise sortie du contrat d'itinérance Orange, **3/** intensité concurrentielle accrue sur l'ARPU mobile, **4/** perte de compétitivité produit (fibre, box et contenus).

2. Contexte : de l'enfant terrible à l'âge adulte

Free a longtemps vécu au sein d'Orange. A coups de phrases chocs, d'ingéniosité tarifaire et technique, d'appuis réglementaires, de relais d'opinions et de marketing viral, **l'enfant terrible a cependant su s'imposer comme un acteur majeur** et un market maker incontournable du paysage français des télécoms. La vraie naissance d'Iliad, son acte fondateur, fut le lancement de la première box Triple Play en 2002. Puis vint 2012, la folie Free mobile et sa croissance débridée, faisant voler la famille française des télécoms en éclat. **Nous pensons qu'Iliad est désormais mûr pour franchir une nouvelle étape décisive.** Fini l'âge de la provocation, des tutelles diverses et variées, Iliad est prêt à s'affirmer et se réaliser pleinement : un opérateur d'infrastructures à part entière, indépendant, convergent, qualitatif, et « smart cost ». L'âge adulte en quelque sorte. Sans renier son âme d'enfant, de challenger, de start-upper innovant.

Opérer cette mue n'est pas chose aisée. Cela nécessite des capacités financières et opérationnelles importantes pour prendre le virage décisif de la fibre et déployer un réseau mobile en propre. Cela nécessite aussi de passer, sur le mobile, d'une logique « volume » à une logique d'avantage orientée « valeur », et de lutter, sur le fixe en particulier, contre une guerre de prix où les bêtes blessées vendent chèrement leur peau. Tout cela en faisant levier sur ses atouts, une marque forte et un marketing viral puissant, sans renier ce qui a fait sa force : capacité à innover, focus et simplicité.

Mais un évènement pourrait grandement faciliter la tâche de Free et l'accélération de cette mue : la consolidation du marché via le rapprochement de Bouygues Telecom et Orange, qui tend les bras à Free. Elle adresse en effet, entre autres, deux challenges majeurs auxquels est confronté Free: la sortie du contrat d'itinérance avec Orange, et la guerre des prix encore très vivace sur le fixe. **Après le contrat d'itinérance, le rachat de Bouygues Telecom : merci Orange !**

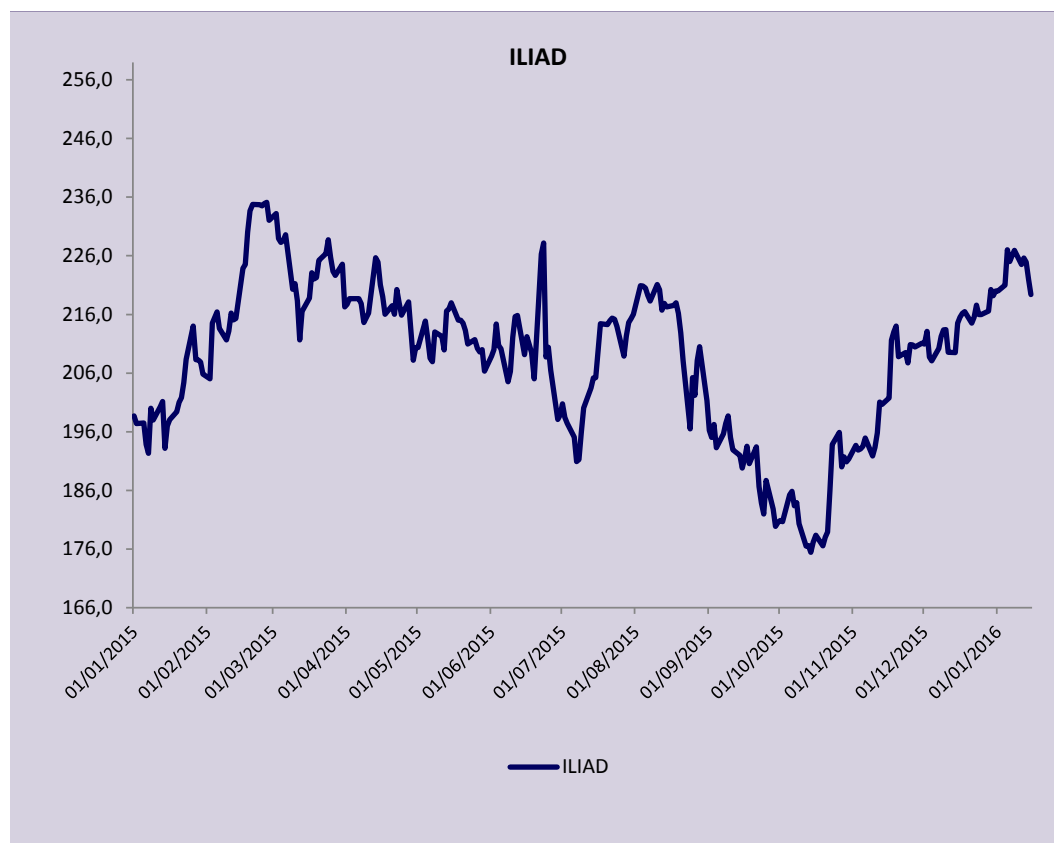
Nous pensons enfin, qu'Iliad devrait tenter de retrouver un second souffle en sortant du cocon national et en s'intéressant de près à des cibles M&A, alors que ses concurrents, Orange et Altice en tête, ne l'attendent pas pour voguer vers de nouveaux horizons, et que les consolidations transnationales se précisent : miser sur la croissance externe pour prendre le relai de la croissance organique.

3. Valorisation

3.1. Evolution du cours de l'action Iliad

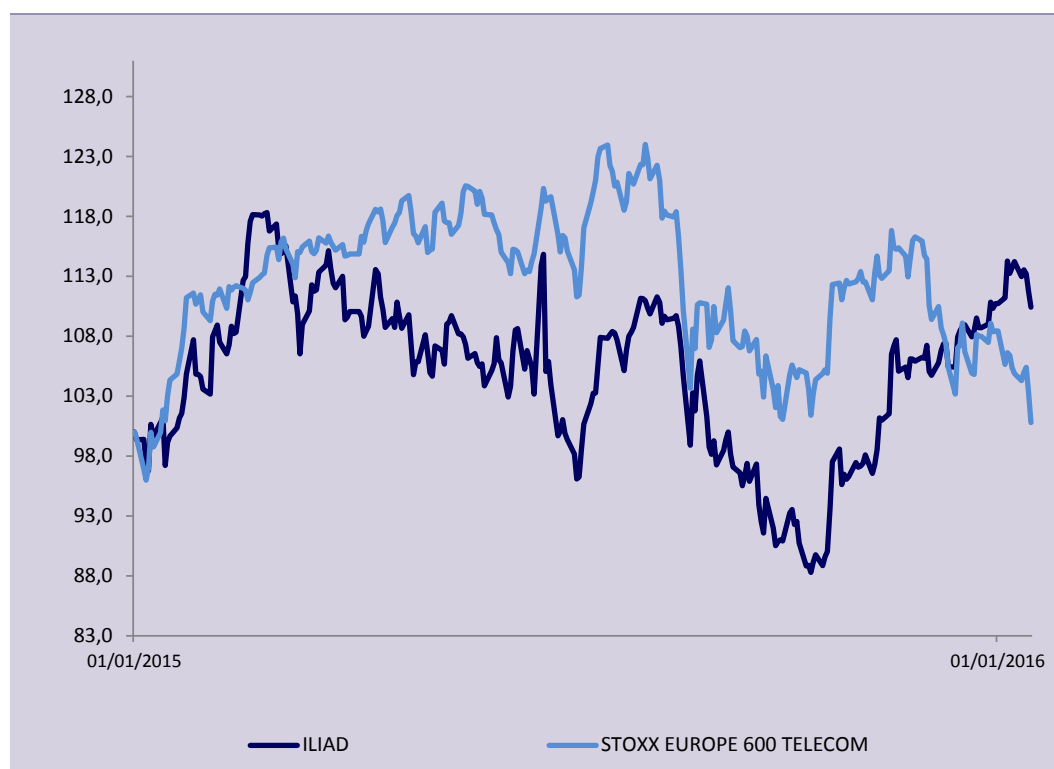
On est à date sur des niveaux de cours **inférieurs au plus haut de début 2015**. L'action a réalisé une bonne performance sur le début de l'année 2015: **les inquiétudes qui pouvaient être celles de 2014 ne se sont pas concrétisées**, les difficultés commerciales de SFR donnent des marges de manœuvre à l'ensemble du marché, et le repositionnement tarifaire de Bouygues Telecom sur le mobile n'a pas eu un impact majeur sur les performances de Free. Après les soubresauts du début de l'été liées aux discussions Altice / Bouygues Telecom, et après avoir subi les inquiétudes liées à des **dépenses d'investissement revues à la hausse** et perdu du terrain à la fin de l'été, l'action Iliad a retrouvé de la vigueur suite aux **bons résultats commerciaux et financiers de T3**. Enfin **l'action a réagi favorablement aux discussions confirmées entre Orange et Bouygues Telecom** sur un potentiel rapprochement, rejoignant les niveaux de performance du STOXX Europe 600 Télécoms. Depuis les premières rumeurs de rapprochement le 8 décembre, l'action est passée de 208€ à 219€, **gagnant ainsi plus de 5%**, quand le CAC 40 a perdu 10% sur la même période.

Fig. 1: Evolution du cours de l'action Iliad depuis 2015



Source: Thomson Reuters.

Fig. 2: Evolution comparée du cours Iliad et STOXX Europe 600 Telecom (base 100)



Source: Thomson Reuters.

3.2. DCF

Nous effectuons d'abord un DCF hors réalisation du rapprochement Bouygues Telecom / Orange (scénario « stand alone »), puis détaillons les impacts d'un tel rapprochement.

Notre valorisation par DCF, dans l'hypothèse hors market repair, repose sur les hypothèses suivantes :

- **Chiffres d'affaires et ARPU** : Nous voyons des croissances de chiffres d'affaires encore soutenues, essentiellement grâce à la croissance des volumes, avec **+6.2% sur 2015, +6.8% sur 2016, +5.9% sur 2017 et +5.0% sur 2018**. Sur 2015, la croissance du fixe est limitée à 1.0% du fait d'une pression sur l'ARPU, mais repart à la hausse avec +3% en 2016 et une stabilisation de l'ARPU. Sur le mobile, alors que les volumes s'infléchissent, l'ARPU commence doucement à prendre le relai et le chiffre d'affaires croît encore de 15% en 2015, 12% en 2016, puis passe sous la barre des 10% à partir de 2017 avec des volumes qui se ralentissent plus significativement.
- **Taux d'EBITDA** : l'amélioration du taux d'EBITDA est continue, passant **de 34.0% fin 2015 à 41.3% en 2018**, du fait essentiellement de l'optimisation de la marge sur achats consommés fixe et mobile. Sur le fixe, la croissance des volumes fibre permet d'économiser des coûts de reversements à Orange, la marge sur achats consommés fixe passant de 56% en 2015 à 58% à horizon 2018. Par ailleurs, la sortie progressive du contrat d'itinérance avec Orange permet de passer de 40% sur 2015 à 53% à horizon fin 2018 la marge sur achats consommés du mobile.

- **Investissements (hors licences):** l'atteinte de ces objectifs d'EBITDA ne peut se faire sans des CAPEX soutenus permettant de déployer des infrastructures fibre d'un part, et le réseau mobile 3G d'autre part afin d'y migrer un nombre croissant de clients. Nous conservons un niveau de **CAPEX soutenus à hauteur de 1.2Md€ sur 2016 et 2017**, supérieurs à 20% du CA, puis baissions tendanciellement ce montant pour tendre vers 16% du chiffres d'affaires en cible.
- **BFR :** nous supposons que la vente de terminaux avec financement est désormais stabilisée et estimons que l'impact de cette offre n'est plus significatif sur le BFR à partir de 2016. Nous intégrons par ailleurs au cash flow le paiement de la licence 4G 700MHz, comptabilisée pour 933M€ sur 2015, mais payée sur 2016-2018 en quatre annuités de 233M€ (dont deux sur 2016).
- Nous utilisons un taux d'impôt normalisé de 38.5% intégrant l'impôt sur les sociétés et la CVAE, et un coût de la dette nette avant impôt de 4.5%.
- Nous adoptons un taux d'actualisation de 6.8%, avec un Béta de 0.8, aligné sur le Béta historique 2 ans d'Iliad vs CAC40, une prime de risque de 6.4% et un taux sans risque de 2%.
- Nous retenons un taux de croissance à l'infini de 1,0%.

Fig. 3: Calcul du taux d'actualisation

Inputs	
Risk Free rate	2,00%
Market risk premium	6,40%
B	0,80
Cost of Equity	7,12%
Cost of Debt after taxes	3,5%
Gearing	8,7%
WACC	6,8%

Source: Thomson Reuters; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 4: Modèle des cash flow actualisés, scénario stand alone

EURm	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Sale	4 428	4 727	5 005	5 253	5 456	5 615	5 737	5 831	5 902	5 960	6 018	6 077
Change in sales	6,2%	6,8%	5,9%	5,0%	3,9%	2,9%	2,2%	1,6%	1,2%	1,0%	1,0%	1,0%
EBIT	686	764	960	1 159	1 225	1 292	1 362	1 414	1 452	1 480	1 506	1 530
As % of sales	15,5%	16,2%	19,2%	22,1%	22,4%	23,0%	23,7%	24,3%	24,6%	24,8%	25,0%	25,2%
Tax rate	41,2%	38,5%	38,5%	38,5%	38,5%	38,5%	38,5%	38,5%	38,5%	38,5%	38,5%	38,5%
Net Op. Profit after Tax	403	470	590	713	753	794	838	870	893	910	926	941
+ D&A and prov.	887	1021	1064	1092	1113	1114	1095	1084	1077	1073	1072	1074
Cash flow from op.	1 290	1 491	1 655	1 804	1 866	1 908	1 933	1 953	1 970	1 983	1 998	2 014
- Net investments (incl. Frequencies)	-1 236	-1 692	-1 319	-1 284	-1 091	-1 011	-918	-933	-944	-954	-963	-972
- change in WCR	-38	-20	-83	-34	-28	-22	-17	-13	-10	-8	-8	-8
Free cash Flow	16	-222	252	486	747	876	998	1 008	1 015	1 022	1 027	1 034
Discounted FCF		-207	221	400	575	631	674	637	601	567	534	503
Sum of disc. FCF		5 134										
+ disc. terminal value		8 714										
- net debt, 2015		-1 123										
- minority interests		-3										
+ financial fixed assets		9										
Valuation		12 732										
Nbre of shares (fully diluted)		60										
Value per share		212										

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Dans le cadre de notre scénario central avec consolidation du marché, il convient d'ajouter à notre DCF stand-alone les éléments positifs induits par le market repair :

- Croissance du chiffre d'affaires fixe revu à la hausse de **162M€ à échéance 2018**, du fait d'un effet valeur lié à la baisse des guerres promotionnelles, et d'un report des volumes de Bouygues Telecom sur l'ensemble des acteurs du marché, dont Free.
- Croissance du chiffre d'affaires mobile revu à la hausse de **97M€ à échéance 2018**, du fait essentiellement d'un effet valeur lié au recrutement de meilleurs clients (accélération de la couverture réseau en propre et disparition d'un acteur).
- Hausse des **CAPEX de 3% dès 2018**, traduisant un espace économique plus favorable à l'investissement.
- Nous abaissons le bêta de 0.05, passant de 0.8 à 0.75, pour prendre en compte la sécurisation de l'activité de Free par le rachat d'actifs issus du rapprochement (réseau mobile, sortie du contrat d'itinérance).

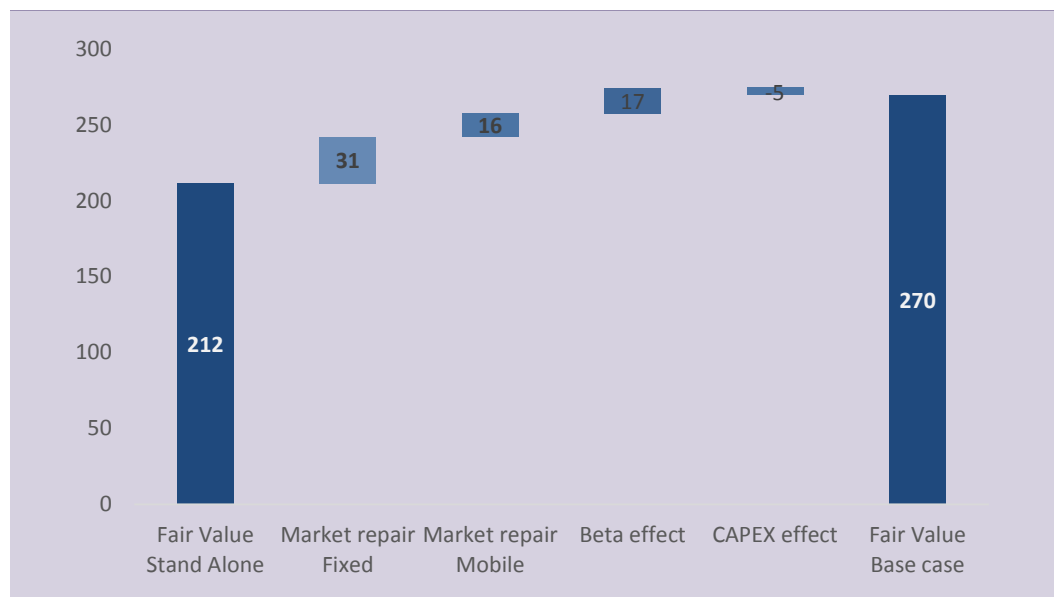
Fig. 5: CA et EBIT avec consolidation du marché

EURm	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Sale	4 428	4 782	5 149	5 512	5 823	6 069	6 201	6 302	6 380	6 442	6 505	6 569
Change in sales	6,2%	8,0%	7,7%	7,1%	5,6%	4,2%	2,2%	1,6%	1,2%	1,0%	1,0%	1,0%
EBIT	686	810	1 073	1 357	1 458	1 562	1 637	1 692	1 732	1 762	1 790	1 816

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Nous pensons donc que la réaction du marché depuis décembre est loin d'intégrer l'opportunité liée à la consolidation du marché. Nous initions la couverture d'Iliad à l'achat, avec une **Fair Value de 270€** c'est-à-dire un **upside de 23%** par rapport au cours actuel, en **tablant sur une consolidation du marché effective début 2017**. En l'absence d'une telle consolidation nous pensons que le titre est aujourd'hui surévalué de **3.5%**, et estimons une **Fair Value « stand alone » à 212€**.

Fig. 6: Faire Value Iliad avec et sans consolidation du secteur



Source: Bryan, Garnier & Co ests.

3.3. Comparables

L'action Iliad se traite aujourd'hui sur des multiples de 8.42x l'EBITDA 2016e, tandis que notre fair value la place à **9.81x l'EBITDA 2016e**, avec des objectifs d'EBITDA supérieurs au consensus.

Fig. 7: Multiples d'Iliad (cours au 15/01/2016)

	2015e	2016e	2017e
VE/EBITDA (x) - consensus	9,74	8,42	7,39
VE/EBITDA (x) - Stand-alone case	9,19	8,07	7,10
VE/EBITDA (x) - Base case	11,47	9,81	8,38

Source: Thomson Reuters, Garnier & Co ests.

Les multiples d'Iliad sont supérieurs à ceux de ses pairs français, mais la société dispose de perspectives de croissance d'EBITDA bien supérieures. Si l'on regarde comme dans le tableau ci-dessous le ratio « Multiple EV/EBITDA to growth », on voit que la croissance d'EBITDA d'Iliad se paye moins cher que celle d'Orange ou de Numericable-SFR (le cas d'Altice est différent, avec un changement de périmètre sur 2016 et un endettement très significatif).

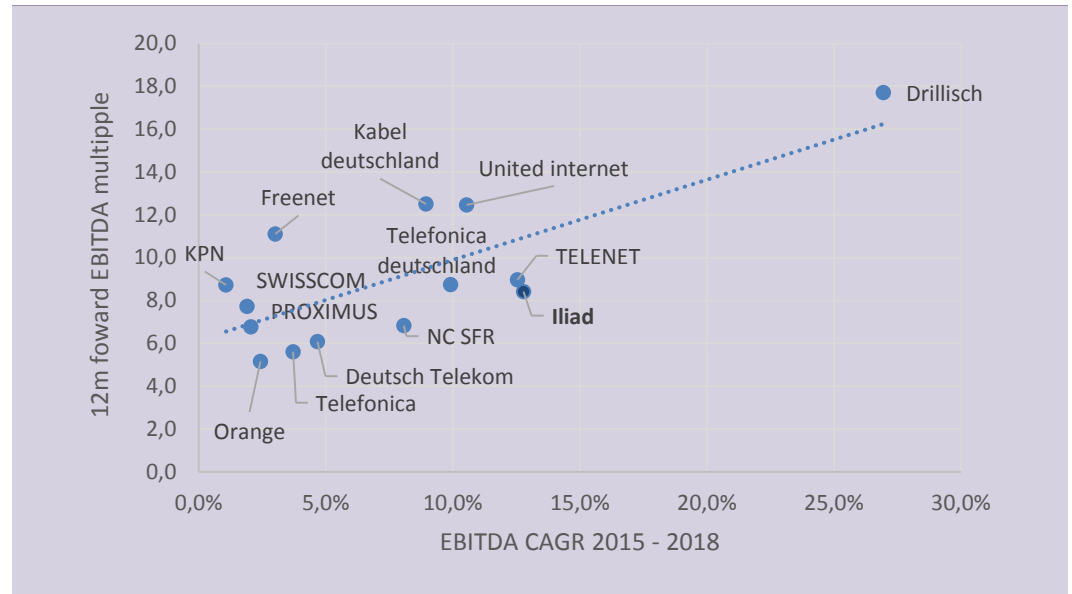
Fig. 8: Ratio "Multiple EV/EBITDA to growth" (cours au 15/01/2016)

	VE/EBITDA 2016e	EBITDA CAGR 2015e-2018e	VE/EBITDA/Growth
Orange	5,2	2,4%	2,13
NC SFR	7,1	8%	0,87
Altice	6,9	22,2%	0,31
Iliad consensus	8,4	12,8%	0,66
Iliad standalone BG	8,1	13,0%	0,62
Iliad base case BG	9,8	16,3%	0,60

Source: Thomson Reuters; Bryan, Garnier & Co ests.

Le graphique suivant présente par ailleurs pour un certain nombre de valeurs d'Europe continentale de l'ouest la corrélation entre le CAGR EBITDA 2015-2018 du consensus avec les multiples d'EBITDA 2016e payés.

Fig. 9: Corrélation entre croissance d'EBITDA et Multiples EV/EBITDA (cours au 15/01/2016)



Source: Thomson Reuters; Bryan, Garnier & Co ests.

De gros écarts-type sont à constater, mais notons les bonnes valorisations des challengers Allemands sur un marché qui s'est consolidé ces dernières années, passant de 4 à trois opérateurs de réseaux mobiles (sur 2013 et 2014, fusions O2/e-plus et VF – Kabel Deutschland).

Nous pensons donc que le cours d'Iliad intègre déjà, mais très insuffisamment, l'opportunité d'une consolidation du marché.

4. Le marché français : une famille à recomposer

4.1. Des acteurs qui se cherchent encore

Ces derniers mois ont vu une recomposition du marché sous l'impulsion de deux acteurs principaux :

- **Bouygues Telecom, sous pression pour assurer sa survie, a fait le choix du volume, et des gains de parts de marchés.** D'une part en abaissant à 19,99€ TTC son point d'entrée de gamme fixe, c'est-à-dire un discount de l'ordre de 10€ TTC par rapport au marché. D'autre part en rapprochant sa gamme mobile low cost B&You de sa gamme historique premium Sensation, proposant ce faisant à des tarifs « low cost » des prestations premium : boutiques et service client téléphonique.
- **SFR, racheté par Altice / Numericable, fort d'un actif très haut débit fixe unique sur le marché, a fait le choix de la valeur,** à l'inverse de Bouygues Telecom. Avec une approche très centrée sur la fibre, Numericable-SFR a augmenté ses tarifs sur le fixe, puis sur le mobile (Red), et refait de même début 2016.

Fig. 10: Grille tarifaire simplifiée, offres mobiles

EUR (Taxes incl.)	Price Plans without handset (non exhaustive)								
Voice	2h	2h	2h	24/24	24/24	24/24	24/24	24/24	24/24
Data	0-50Mb	100Mb	1Gb	0-50Mb	200Mb	1Gb	2-3Gb	5Gb	8-10Gb
Red	-	5,99 €	-	-	12,99 €	-	19,99 €	25,99 €	-
Sosh	4,99 €	-	-	9,99 €	-	-	19,99 €	24,99 €	-
B&You	3,99 €	-	14,99 €	10,99 €	-	-	19,99 €	29,99 €	39,99 €
Free (1)	2,00 €	-	-	-	-	-	19,99 €	-	-
Bouygues Telecom	-	-	-	-	-	-	-	-	-
SFR (2)	-	9,99 €	14,99 €	-	-	24,99 €	-	33,99 €	41,99 €
Orange	9,99 €	-	14,99 €	-	-	24,99 €	-	32,99 €	39,99 €

EUR (Taxes incl.)	Price Plans with subsidised handset (non exhaustive)								
Voice	2h	2h	2h	24/24	24/24	24/24	24/24	24/24	24/24
Data	0-50Mb	100Mb	1Gb	0-50Mb	200Mb	1Gb	3Gb	4-5Gb	8-10Gb
Bouygues Telecom (2)	10,99 €	-	19,99 €	17,99 €	-	-	32,99 €	39,99 €	49,99 €
SFR (2)	-	14,99 €	19,99 €	-	-	29,99 €	-	43,99 €	53,99 €
Orange	-	-	-	-	-	-	-	42,99 €	54,99 €

Source: Company Data

(1) Inclut 50 Go de données en 4G à 19,99€

(2) Inclut des contenus multimédia gratuits à partir des gammes 24/24 2-3Gb et au-dessus

Fig. 11: Grille tarifaire simplifiée, offres fixes

EUR (Taxes incl.)	Price Plans (non exhaustive)							
Nbre of TV channels	0	0	25	150-160	150-160	190-200	190-200	> 200
Unlimited calls to mobile	No	Yes	No	No	yes	no	yes	yes
Red Fibre	29,99 €	-	31,99 €	-	-	-	-	-
SFR DSL (1)	-	-	-	-	39,99 €	-	51,99 €	60,99 €
SFR Fibre (1)	-	-	-	-	39,99 €	-	51,99 €	60,99 €
Bouygues Telecoms DSL (2)	-	-	-	19,99 €	25,99 €	-	-	-
Bouygues Telecoms Fibre (2)	-	-	-	-	25,99 €	-	-	-
Free DSL (3)	29,99 €	35,98 €	-	-	-	31,98 €	37,97 €	-
Free Fibre (3)	29,99 €	35,98 €	-	-	-	31,98 €	37,97 €	-
Sosh DSL (4)	-	25,00 €	-	-	30,00 €	-	-	-
Sosh Fibre (4)	-	30,00 €	-	-	35,00 €	-	-	-
Orange DSL (5)	-	-	-	36,99 €	40,99 €	-	-	-
Orange Fibre (5)	-	-	-	36,99 €	40,99 €	-	-	-

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

(1) Inclut le service Zive (SVoD illimitée) à partir de 51.99€

(2) BBox Miami à 19.99€, BBox Sensation à 25.99€

(3) Freebox Mini 4k sur les offres sans illimités vers les mobiles, Freebox Révolution sur les autres

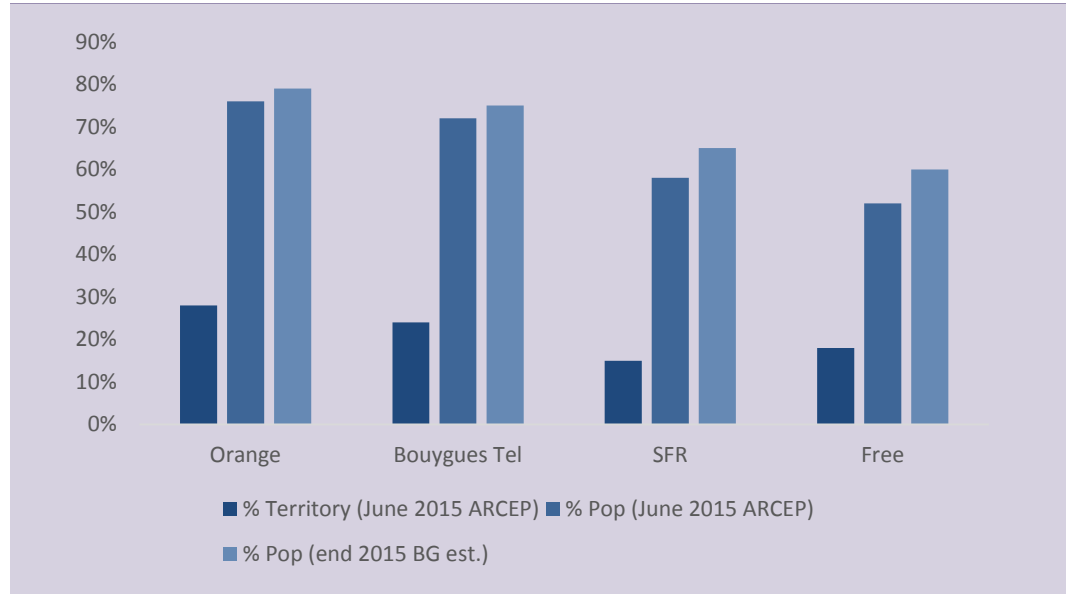
(4) Offres disponibles uniquement avec un mobile – donc tarifs peu comparables

(5) Décodeur Livebox Play sur offre à 40.99€

Autre élément disruptif structurant sur le marché : le **développement hétérogène de la téléphonie mobile de quatrième génération**, la « 4G », technologie très haut débit permettant de retrouver sur le mobile des débits comparables à ceux de l'ADSL. Ici encore les approches de Bouygues Telecom et de Numericable-SFR ont participé à déstabiliser le marché :

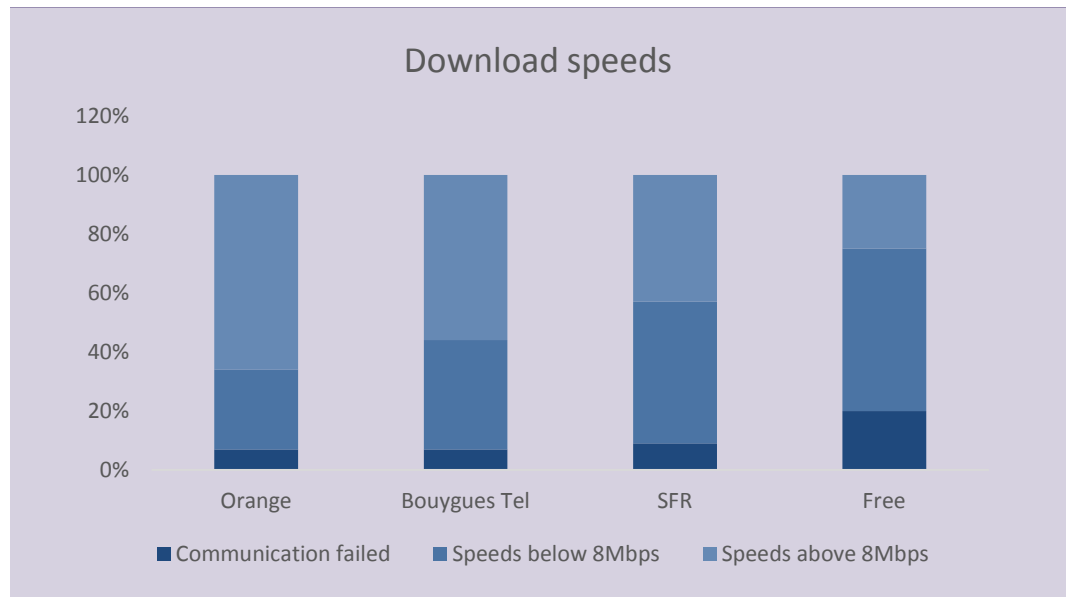
- **Bouygues Telecom a pu rapidement déployer des infrastructures 4G**, talonnant Orange bénéficiant notamment de l'autorisation réglementaire pour le « refarming » de ses fréquences 1800MHz,
- **SFR, à l'inverse, se retrouve dans le peloton de queue avec Free**, souffrant d'investissements insuffisants sous l'ère Vivendi en 2014, mais aussi d'un redémarrage tardif de ceux-ci sous l'ère Altice/Numericable début 2015.

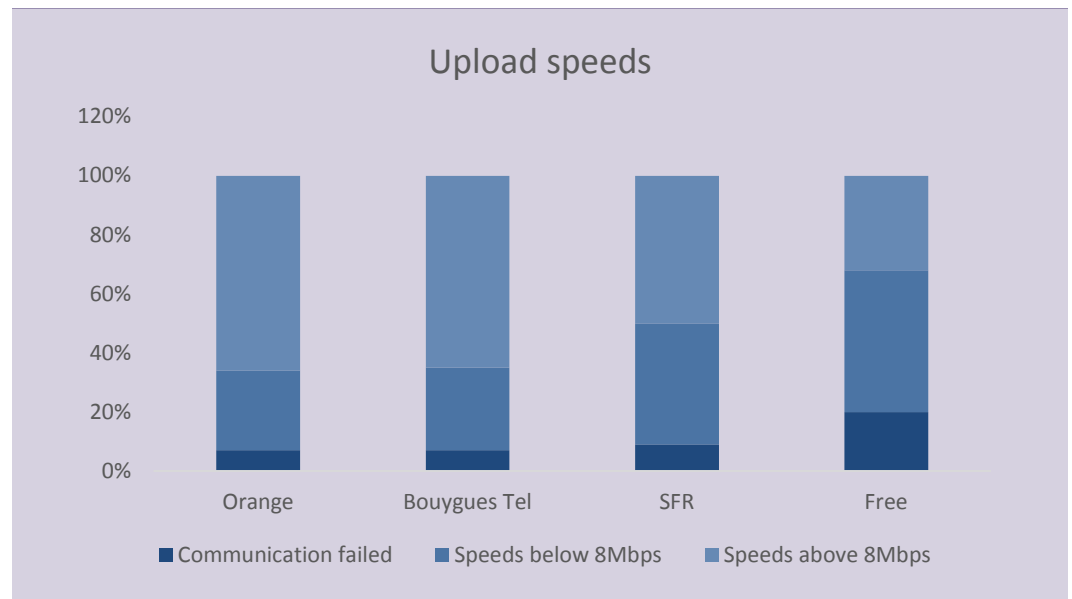
Fig. 12: Couverture 4G de la population et du territoire par les opérateurs



Source: ARCEP, Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 13: Débits 4G montants et descendants par opérateur (trafic data, juillet 2015)





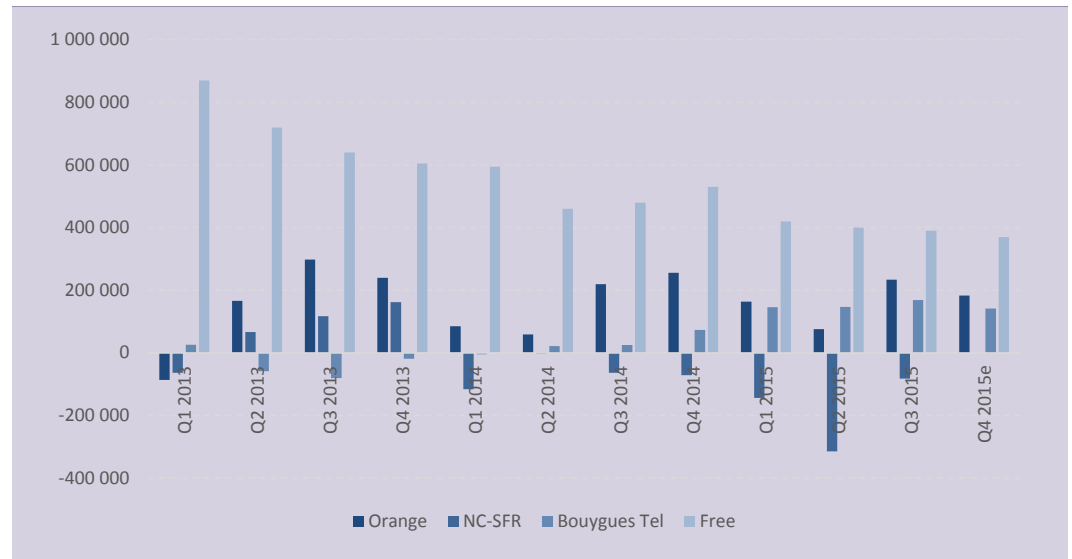
Source: ARCEP.

Pendant ce temps, Free et Orange se sont « contentés » de tracer leur route, fidèle à leurs positionnements respectifs, sans rupture brutale ni dans leur stratégie tarifaire, ni dans leur philosophie, contraints cependant d'accentuer leurs politiques promotionnelles, sur le fixe notamment, afin de rester dans la course.

Les différentes stratégies et positionnements ont trouvé leur traduction dans les trajectoires et performances commerciales de ces derniers trimestres.

Sur le mobile, Free reste encore sur des niveaux de recrutement très élevés : 1.2m de nouveaux clients sur les trois premiers trimestres de 2015, vs 2m en 2014 et 2.8m en 2013 . Bouygues Telecom, qui souffrait en 2013 encore largement de l'arrivée de Free avec une perte de -130k abonnés, a redressé la barre en 2014, du fait notamment de son repositionnement tarifaire sur T4, engrangeant 116k nouveaux abonnés sur l'année, et cumulant 460k nouveaux abonnés sur les trois premiers trimestres de 2015. SFR, qui avait fait une bonne année en 2013 suite à son repricing avec +280k nouveaux abonnés, commença à souffrir en 2014 de problèmes de qualité réseau, perdant -252k abonnés sur l'année, avant de perdre -540k abonnés sur les trois premiers trimestres de 2015 du fait notamment d'un déficit de compétitivité sur la 4G, d'une hausse des prix de Red et autres décisions de pricing des terminaux sur le début de l'année. Orange quant à lui, a maintenu un niveau de ventes nettes élevées à 473k nouveaux abonnés sur les trois premiers trimestres de 2015.

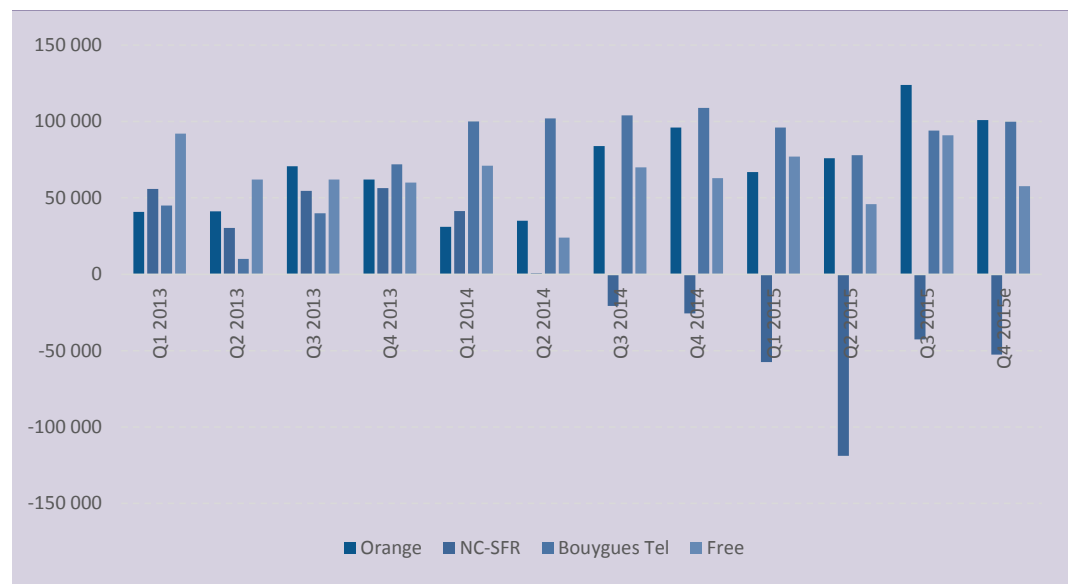
Fig. 14: Historique des ventes nettes abonnés mobiles (hors M2M)



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Sur le fixe, Numericable-SFR perd des clients depuis le repositionnement tarifaire de Bouygues Telecom en 2014. Après avoir perdu 46k clients sur S2 2014, SFR perd 220k clients sur les trois premiers trimestres de 2015 du fait notamment de hausses de tarifs, et ce malgré des opérations promotionnelles élevées. Bouygues Telecom a réussi son pari volumes, passant de +167k ventes nettes en 2013 à +415 k en 2014, et +270 k sur les trois premiers trimestres de 2015. Iliad, qui a un peu souffert en 2014, avec +230k ventes nettes, retrouve une performance comparable à 2013 en 2015 avec 215k ventes nettes sur les trois premiers trimestres de l'année, performance remarquable dans un marché qui se réduit mais acquise il est vrai au prix d'une multiplication des périodes promotionnelles. Orange est moins touché, il passe de 214k ventes nettes en 2013 à 246k en 2014 et cumule 267k ventes nettes sur les trois premiers trimestres, bénéficiant à plein de la sous-performance de SFR, et alimenté notamment par de bonnes performances sur la fibre.

Fig. 15: Historique des ventes nettes fixes (HD + THD)



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Nous pensons que cette situation, sur le fixe mais plus encore sur le mobile, est fortement instable et ne durera pas. Elle pose deux grandes questions : 1/ comment Numericable-SFR va-t-il infléchir sa trajectoire, et 2/ le marché est-il viable à 4 opérateurs ? Les deux questions sont naturellement liées et conduisent à s'interroger sur la crédibilité à apporter au scénario d'un rapprochement entre Orange et Bouygues Telecom.

4.2. L'opportunité d'une union Orange – Bouygues Telecom

Pourquoi ce rapprochement est-il crédible ?

Dans un marché de coûts fixes où la taille est clé pour amortir les OPEX et CAPEX, le plus petit est le plus souvent le plus faible. Bouygues Telecom l'a bien compris en misant tout sur les volumes depuis plus d'un an. Il a également bien compris que la valeur de revente de son activité dépendait avant tout du volume de sa base client, les synergies avec un autre acteur national pouvant facilement remédier à ses problèmes de rentabilité (c'est pourquoi dans un tel contexte il est préférable d'utiliser des multiples du nombre de clients ou du CA plutôt que d'EBITDA afin d'effectuer des valorisations).

Martin Bouygues a refusé en juin 2015 une offre en cash du groupe Altice évaluée à 10Md€, invoquant des risques sur l'emploi et des questions concurrentielles. Depuis décembre ont lieu de nouvelles discussions, entre Bouygues Telecom et Orange cette fois, concernant un potentiel rapprochement. Examinons les raisons pour lesquelles l'hypothèse de cession des activités Télécoms du groupe Bouygues apparaît crédible aujourd'hui malgré la fin de non-recevoir exprimée en juin dernier :

Un vendeur d'avantage motivé que l'été dernier...

- **La structure envisagée du deal est intéressante pour Bouygues.** Le démenti publié par Bouygues à l'annonce des rumeurs de rapprochement début décembre stipulait que le groupe Bouygues « n'a aucun projet de sortie des télécoms et de la télévision et réaffirme son ancrage durable dans ces deux industries ». Le deal envisagé avec Orange n'est en effet pas contradictoire avec une telle position, puisqu'il s'agit de rémunérer l'apport de ses actifs télécoms par une entrée de Bouygues au capital d'Orange. Ce qui ferait de Bouygues le premier actionnaire privé d'Orange. C'est à notre sens la raison majeure du changement de pied de Martin Bouygues entre juin et décembre 2015 : une proposition qui lui permette de rester dans les télécoms et pérenniser l'activité qu'il a lui-même créée.
- **La survie de Bouygues Telecom n'est toujours pas assurée,** malgré le plan de recovery présenté à l'investor day du 6 octobre. Le plan présenté repose sur deux postulats majeurs. 1/ La capacité à continuer d'acquérir dans la durée, sur le rythme actuel, des clients fixes et mobiles. Etant données en particulier les performances de Numericable-SFR à date, cette hypothèse nous paraît crédible sur 2016, mais se heurte néanmoins au risque d'une guerre tarifaire ravivée à l'initiative de SFR. 2/ Le maintien de CAPEX en dessous d'un seuil de 800M€ afin d'assurer un ROCE minimum à l'activité. Cet objectif est incompatible avec un développement massif de la base client fibre et suppose que la technologie DSL demeure « suffisante », dans un contexte où Free annonce des plans de déploiement agressifs, et où Orange et Numericable-SFR sont déjà très présents.

- **L'identité de l'acheteur peut peser lourd.** Dans cette bataille concurrentielle des télécoms en France, qui est aussi une bataille d'égo entre les 3 mousquetaires des télécoms Martin Bouygues, Xavier Niel et Patrick Drahi, des motivations d'ordre « affectif » ou « émotionnel » ne sont pas à exclure, en particulier pour une activité qui est un peu le « bébé » de Martin Bouygues (a minima l'un de ses accomplissements majeurs en tant qu'entrepreneur). A ce titre, il n'est pas déraisonnable de penser qu'une revente à Xavier Niel ou Patrick Drahi serait vécue comme une défaite. Un accord avec Orange peut à l'inverse constituer une sortie par le haut.
- **Un accord croisé avec TF1 ne serait pas déterminant à notre sens.** Des premières rumeurs faisaient état d'une prise de participation de 10% d'Orange dans TF1. Stéphane Richard a depuis déclaré que le sujet n'était pas à l'ordre du jour des discussions en cours, mais n'a pas fermé la porte à des réflexions sur la convergence médias / télécoms. Nous ne voyons pas de synergies significatives à une prise de participation minoritaire d'Orange dans TF1. Ce point ne nous paraît donc pas déterminant d'un point de vue financier dans le cadre des discussions actuelles. Il peut cependant l'être pour des raisons politiques ou stratégiques à plus long terme. Un tel accord devra cependant, si confirmé un jour, affronter l'avis du CSA, et à n'en pas douter l'ire de la profession des journalistes qui verraient d'un très mauvais œil l'Etat rentrer au capital du premier groupe de média privé français.

... un acheteur qui doit saisir sa chance.

Pour Orange, un tel deal présente deux intérêts majeurs :

- **Le market repair.** Clairement, un tel rapprochement est bénéfique pour l'ensemble des acteurs du marché : du point de vue des volumes bien sûr, les acteurs restant se partageant les ventes, mais surtout du point de vue de la valeur, l'intensité concurrentielle et promotionnelle baissant d'un cran (en particulier dans le cas de la disparition d'un acteur très agressif commercialement). Du fait d'un positionnement premium et d'une image de marque très qualitative, Orange n'est pas le plus affecté par l'agressivité tarifaire de Bouygues Telecom. On le voit dans les chiffres de ventes nettes, et Orange n'est pas le plus agressif en promotions, même s'il bénéficie conjoncturellement largement des pertes clients de Numericable-SFR. Nous pensons au contraire qu'un market repair renforcerait proportionnellement d'avantage les concurrents d'Orange que lui-même. Rappelons que Patrick Drahi était initialement le plus pressé de racheter Bouygues Telecom, et déjà prêt à mettre 10Md€ sur la table il y a quelques mois pour une activité qui vise 750M€ d'EBITDA pour la fin de l'année. Cependant, l'effet de levier est énorme pour l'opérateur historique, qui bénéficie d'une très grosse base client. Un upside de 1€ sur l'ARPU fixe et mobile du parc représente un gain de chiffre d'affaires de près de 400M€ en année pleine, et presque autant en marge, c'est-à-dire un upside de 4% sur l'EBITDA France du groupe. De la même façon, un ralentissement de l'effet « machine à laver » du marché, où les clients tournent d'un opérateur à l'autre, pourrait avoir un impact très significatif pour Orange en termes d'économies de coûts d'acquisition et de fidélisation.
- **Le renforcement de son capital.** Dans un contexte où les rapprochements paneuropéens sont sur le point de s'accélérer et où Orange apparaît aussi bien comme un prédateur que comme une proie, l'entrée au capital d'un actionnaire privé référent, français de surcroît, est une opportunité intéressante, notamment pour le premier actionnaire d'Orange qu'est l'Etat. Ce mouvement permet de renforcer la capacité d'acquisition d'Orange, avec un endettement quasiment inchangé et un cash sauvegardé, et d'offrir une meilleure protection contre des mouvements hostiles.

Il demeure cependant un certain nombre de points qui pourraient faire échouer un tel rapprochement :

Encore des obstacles à surmonter, mais toutes les parties-prenantes ont intérêt à coopérer.

- **La position des autorités de la concurrence.** La première interrogation concerne l'échelon auquel le rapprochement sera étudié : l'échelon Européen, avec le Commissariat à la concurrence, ou l'échelon français, avec l'Autorité de la Concurrence. A n'en pas douter les remèdes exigés par les autorités quelles qu'elles soient seront très significatifs. Sur le marché de l'internet fixe comme celui du mobile (hors M2M), la position du nouveau groupe atteindrait 50% de parts de marché. Sur le marché 4P, qui est analysé comme un marché à part entière par les autorités, nous estimons que la part de marché du nouveau groupe pourrait atteindre 66%. Cette situation n'est naturellement pas acceptable mais les autorités seront aussi vigilantes à ce que, même avec des parts de marché rééquilibrées, un marché à 3 opérateurs ne s'avère pas défavorable au consommateur et à l'investissement. Sur ce sujet, il est à noter que les quelques déclarations des représentants français semblent plutôt conciliantes et constructives. Emmanuel Macron, ministre de l'économie, a déclaré n'avoir pas de religion sur le nombre d'opérateurs (marquant une inflexion par rapport à ses déclarations précédentes en juin) et Bruno Lasserre, président de l'autorité de la concurrence déclarant « faut-il avoir la religion de quatre opérateurs et dire que la concurrence est uniquement une affaire de nombres ? Certainement pas ». L'attitude des autorités Européennes et de la commissaire Européenne à la concurrence Margrethe Vestager apparaît plus dure, comme en témoigne son rôle dans l'échec du rapprochement entre Telia et Telenor au Danemark. D'après les dernières déclarations de Stéphane Richard, la balance pencherait plutôt du côté d'un examen par les autorités françaises.
- **La valorisation et la part payée en cash.** Naturellement, ce sont elles qui décideront de la part de Bouygues au capital d'Orange et de la dilution des actionnaires existants, dont le premier d'entre eux, l'Etat français, et donc du futur rapport de force. Il n'est pas évident que les 10M€ proposé par Patrick Drahi tiennent encore pour Orange. D'autant plus que cette valorisation dépend du prix auquel les actifs devant être cédés seront achetés par la concurrence. Et ici, le temps joue plutôt contre Bouygues Telecom. Notamment concernant le réseau : plus le temps passe plus Free déploie ses propres infrastructures mobile, et moins cet actif a de la valeur. En revanche, Free reste fortement demandeur sur la fibre.
- **Les négociations sur les actifs cédés.** Parmi les actifs probables à céder pour satisfaire aux autorités de la concurrence figurent les boutiques, les réseaux mobile, les fréquences, des bases clients low cost et BtoB. Concernant les trois premiers, remarquons qu'Orange a peu à perdre à les céder car ils sont essentiellement en doublon. Comme déjà évoqué, le réseau mobile a un intérêt évident pour Free, mais qui diminue avec le temps. Les boutiques peuvent permettre de redonner à Free un coût d'accélérateur à sa croissance, et de se renforcer dans des zones où il sous-performe, lui qui a déjà déployé une cinquantaine de Free centers. Les boutiques ont moins d'intérêt pour Numericable-SFR, qui est plutôt en voie de rationalisation de son maillage, les redondances avec le réseau de distribution de Bouygues Telecom étant par ailleurs très élevées. Nous n'imaginons pas Free positionné sur les activités BtoB, qui constitue une activité très à part, en revanche Numericable-SFR y trouvera un intérêt significatif, lui qui peine depuis plusieurs années, à coups de multiples restructurations, à relancer sa branche entreprises. Enfin concernant la revente d'une base clientèle low cost, B&You ou Sosh, les deux acteurs Iliad et SFR peuvent y trouver leur compte. Dans cette guerre aux clients, force est de constater que c'est Numericable-SFR qui en a sans doute le plus besoin : pour compenser les pertes importantes et continuer à améliorer son taux d'EBITDA. Mais gare à la perte de clients lors de

la migration vers l'opérateur acquéreur : nous ne voyons ni Free ni Numericable-SFR ajouter une nouvelle marque à leur activité, tant la marque existante est forte pour l'un, et tant le portefeuille de marque déjà pléthorique pour l'autre. Et les clients devront être migrés vers le SI de l'opérateur hôte dans tous les cas.

- **La gouvernance du nouveau groupe.** Si la question de la valorisation de Bouygues Telecom et la part de Bouygues au capital d'Orange est majeure, la gouvernance associée ne l'est pas moins. Combien de postes d'administrateurs, quel équilibre des pouvoirs avec l'Etat ? Un accord sur ces discussions est crucial, même s'il ne paraît pas le plus difficile à obtenir.

Etant donné **1/** la présence d'un acheteur et d'un vendeur déterminés à s'entendre, **2/** l'intérêt de l'ensemble des opérateurs partie-prenantes à ce que le deal aboutisse, **3/** la préparation très en amont de la réponse aux remèdes potentiels demandés par les autorités, nous estimons très forte la probabilité de réalisation du deal. Nous décidons donc de retenir une **Fair Value d'Iliad incluant le rapprochement Orange / Bouygues Telecom**. Nous supposons ici un rapprochement effectif sur fin T4 2016, avec des premiers effets dès fin 2016.

5. Le mobile : voler de ses propres ailes

5.1. Des bases solides sur lesquelles grandir

La croissance du marché des abonnés mobile a été entretenue ces dernières années par **1/** une hausse de la pénétration de la téléphonie mobile en France, **2/** un développement des abonnements à très bas prix (en particulier l'offre à 2€ de Free) favorisant notamment le multi équipement, et **3/** la migration de clients d'offres prépayées vers des abonnements entrée de gamme. Ces trois éléments étant essentiellement derrière nous désormais, nous estimons un **marché des abonnés en mobile en croissance de 2.6% CAGR 2015-2018 vs 6.7% CAGR sur 2011-2015**.

Dans ce contexte, Free jouit d'un positionnement unique, avec une proposition de valeur en total cohérence avec l'image qu'il a su construire. Free a en effet développé une identité de marque forte, construite sur une réelle capacité d'innovation technique et tarifaire, appuyée de communications chocs et de puissants relais d'opinions. La personnalité et l'engagement de Xavier Niel étant au cœur de la machine. En particulier, le savoir-faire de Free en termes de marketing viral et de management de la communauté digitale lui permettent d'entretenir un haut de niveau de recrutement avec un réseau de distribution physique très limité (50 boutiques vs plusieurs centaines chez tous ses concurrents). La force de sa marque et de son image ainsi que la qualité de sa base client fixe lui permettent d'assumer une qualité du réseau mobile globalement inférieure à celles de la concurrence sans nuire à son efficacité commerciale. B&You a besoin d'être co-leader en couverture 4G pour générer de la croissance commerciale. Free peut se permettre d'être en queue de peloton et continuer de recruter de nombreux clients.

Avec un rapport qualité - prix très bien perçu par les clients, Free a préempté un territoire sur lequel il n'a pas d'égal sur le marché français. Et du fait d'une structure de coûts très lean, d'un focus sur quelques offres simples et de l'absence de SI « legacy » lourd sur le mobile en particulier, son modèle est peu répliquable par la concurrence, malgré les tentatives de B&You par exemple, qui doit pour lutter proposer des offres à des tarifs équivalents dans un réseau de plus de 500 boutiques.

Fig. 16: Principales forces et faiblesses concurrentielles de Free

Free's main competitive strengths	Free's main competitive weaknesses
Brand image	Range of services and segmentation
Viral marketing	Mobile network: 3G quality and 4G coverage
Direct distribution	Lack of Fibre infrastructures
Efficient cost vs quality trade-off	Dependence on Orange for Mobile
Focus and simplicity	Size
Lean cost base	Network of outlets
Innovation capacity	
Management leadership	

Source: Bryan, Garnier & Co

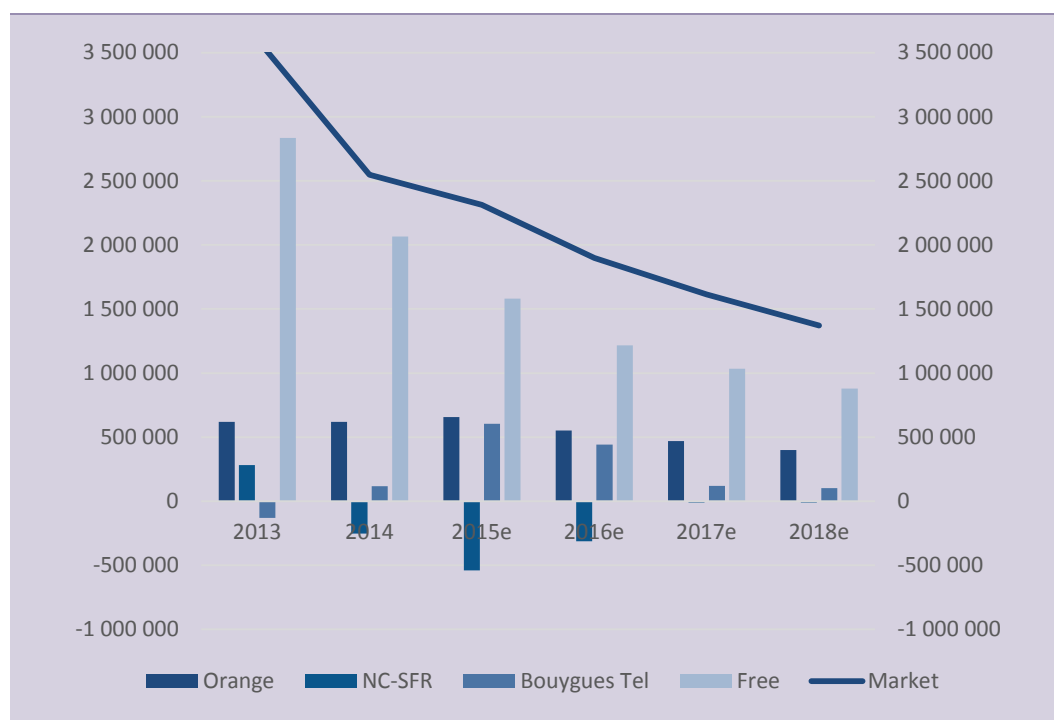
Nous ne voyons aucune raison pour que la bonne dynamique de Free s'inverse, et voyons donc Free poursuivre la croissance de sa base client mobile, avec un ralentissement progressif accompagnant celui du marché. **Free fait cependant face à deux challenges majeurs que sont la**

gestion de la sortie du contrat d'itinérance avec Orange et la capacité à mieux capter les clients valeurs, comme discuté dans les deux prochains chapitres.

De son côté, Numericable-SFR subira encore une année 2016 difficile, souffrant d'un réseau pas encore au niveau et d'une intégration des deux groupes SFR et Numericable encore inachevée (chantiers de synergies et de restructurations encore en cours notamment sur le service client, la distribution et le portefeuille de marques, la coexistence de Red et Virgin ne nous paraissant pas optimale), avant de stabiliser ses bases à horizon 2017/2018. **Bouygues Telecom et Orange, bénéficiant des pertes clients SFR ainsi que de leur leadership réseau, continueront d'afficher des hautes performances sur 2016**, avant de constater une stabilisation en 2017/2018 marquant un retour vers les équilibres de 2014.

Sans consolidation du marché, nous tablons sur une croissance des volumes de Free de 10% en 2016, 8% en 2017 et 6.3% en 2018, vs 26% en 2014 et 16% en 2015. Numericable SFR sera en décroissance de -3% en 2016, puis quasi à l'équilibre sur 2017 et 2018, après avoir perdu 5% de ses volumes en 2015. Bouygues Telecom sera encore en croissance de parc abonnés de 4% en 2016, vs 8% en 2015, avant un retour à 0.5% sur 2017 et 2018, sur des niveaux de performances comparables à T2/T3 2014. Orange bénéficiera encore d'une croissance raisonnable de 2.7%/2.3%/1.9% sur 2016/2017/2018, après avoir connu 3.4% en 2015 et 2014.

Fig. 17: Evolution des ventes nettes abonnés mobiles (hors M2M)



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests. Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

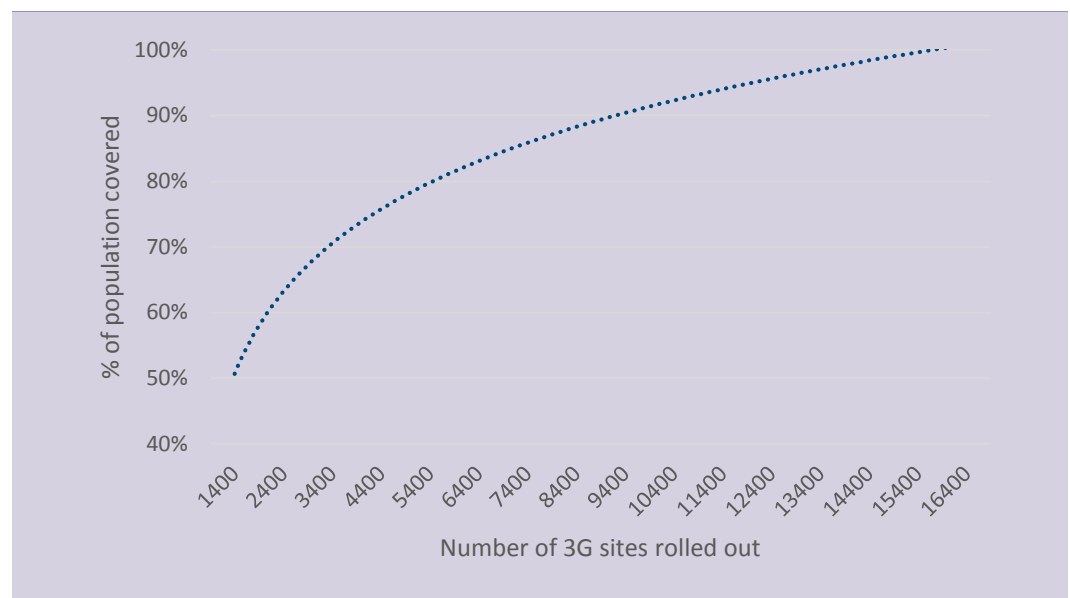
Nous estimons que les impacts positifs d'une consolidation du marché seront faibles sur les volumes mobiles de Free (hors rachat éventuel de base clients). Nous tablons sur un rapprochement Orange Bouygues Telecom effectif à échéance 2017. Or comme expliqué ci-dessus nous estimons que les ventes nettes abonnés réalisées par Bouygues Telecom à échéance 2017 seraient de l'ordre de 80k, d'où un report limité à ~20k ventes nettes en supposant une captation par Free à hauteur de 25%.

5.2. Couper le cordon du contrat d'itinérance

Le contrat d'itinérance 2G/3G a été le cheval de Troie d'Iliad dans le mobile, il constitue aujourd'hui son talon d'Achille. Le contrat, qui arrive à échéance en janvier 2018 doit faire l'objet d'une renégociation entre les deux partenaires, Free n'étant pas en mesure de déployer suffisamment ses propres infrastructures afin d'absorber 100% du trafic à cet horizon.

Tandis que Free dispose fin 2015 de 6000 sites 3G en service, il doit selon nos estimations viser 10 000 à 12 000 sites 3G opérationnels d'ici fin 2018 afin de proposer un taux de couverture de la population de l'ordre de 95%, ce qui demeure encore un peu inférieur à son concurrent le moins étendu à date, Bouygues Telecom, avec 97% de couverture à fin 2015. Et chaque point de couverture est plus coûteux à aller chercher que le précédent, les déploiements s'opérant dans des zones de moins en moins denses.

Fig. 18: Taux de couverture et déploiement 3G



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Nous estimons à plus de 700M€ (OPEX + CAPEX) le montant du contrat d'itinérance Orange sur l'année 2015, avec une hausse du réseau en propre de Free compensée en partie par la hausse du trafic data par client. Nous estimons à ~ 45% la marge brute mobile (marge sur achats consommés hors revenus et achats de terminaux) sur 2015, et une cible structurelle hors contrat d'itinérance à 70%. **Dans notre scénario standalone nous estimons que le taux de 60% de marge sur achats consommés mobile sera progressivement atteint à horizon S2 2018**, avec encore une part du trafic demeurant sur le réseau Orange (voix 2G notamment, ainsi qu'une faible part du trafic data 3G qui pourra être absorbé par les infrastructures 4G également). **Ce scénario est cohérent avec le maintien d'un niveau de CAPEX soutenu à ~1Md€ sur les trois prochaines années** (hors licences et quote-part capex du contrat d'itinérance avec Orange) qui nous paraît nécessaire pour accompagner le déploiement du réseau mobile en particulier, ainsi que des infrastructures de backhaul nécessaire au fibrage des BTS pour absorber la montée en débit.

Par ailleurs, le régulateur veille. Il a publié le 12 janvier un appel à consultation concernant les contrats de partage de réseau ou d'itinérance, notamment celui liant Orange à Free. Dans ce document, l'ARCEP recommande une extinction du contrat d'itinérance 3G entre fin 2018 et fin 2020, et une extinction du contrat d'itinérance 2G entre début 2020 et fin 2022. Il propose également de définir un mode opératoire d'extinction progressive du contrat, zone par zone, permettant de contrôler la bonne trajectoire de Free vers un arrêt total. Pour rappel, **la loi pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques a conféré un nouveau pouvoir à l'ARCEP : celui de demander à des opérateurs la modification de leurs contrats de partage de réseaux mobiles lorsque cela est nécessaire à la réalisation des objectifs de la régulation.** En attendant, l'ARCEP avait déjà ouvert en mai 2014 une enquête administrative pour s'assurer que l'opérateur était bien sur une trajectoire d'investissement compatible avec ses obligations de couverture. Les contraintes imposées par l'ARCEP nous semblent cependant gérables pour Free au vu du rythme actuel de déploiement et de l'enveloppe CAPEX retenue dans notre modèle. Mais ces contraintes nouvelles ne font que renforcer l'intérêt pour Free d'un rachat du réseau Bouygues Telecom.

Le rachat du réseau de Bouygues Telecom est une opportunité que Free ne doit pas laisser passer

Nous voyons quatre intérêts majeurs au rachat par Iliad d'infrastructures réseau de Bouygues Telecom dans le cadre du rapprochement éventuel entre ce dernier et Orange :

- Dans des délais raccourcis, proposer une **qualité de service accrue** grâce à un réseau étendu maîtrisé de bout en bout, et jouer d'égal à égal avec les autres opérateurs de réseaux
- **Accélérer la sortie du contrat d'itinérance Orange** et donc l'atteinte d'un taux de marge brute optimal plus rapidement
- **Dé-risquer les opérations** délicates et lourdes de déploiements réseaux massifs
- **Se délester d'une certaine pression réglementaire**

En supposant un accord effectif fin 2016, et à un an la durée d'intégration / migration des infrastructures, nous estimons que le nouveau réseau peut être **opérationnel début 2018**.

A cette échéance nous estimons que la meilleure qualité de service proposée peut se traduire en un **recrutement/rétention de clients de meilleure qualité, avec un upside ARPU** décrit dans le chapitre suivant. Nous estimons en parallèle qu'un tel rachat d'actif est de nature à dé-risquer dans une certaine mesure le profil de la société Iliad, ce que nous traduisons en **abaissant le Béta du scénario stand alone de 0.8 à 0.75**. **En revanche, nous ne valorisons pas en tant que tel le rachat du réseau**, les CAPEX évités et l'accélération de l'atteinte d'une marge brute mobile optimale. Nous supposons en effet ici que le prix payé par Iliad pour le réseau résultera d'une négociation équilibrée et sera équivalent à la valeur actualisée des CAPEX évités majoré d'un premium correspondant à l'avantage marge brute résultant.

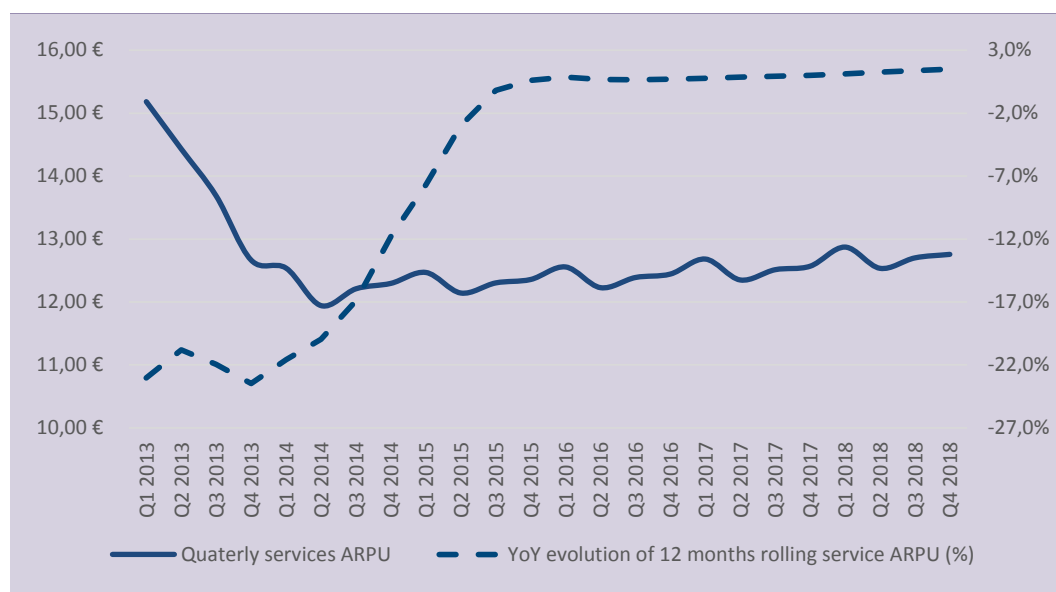
5.3. Se développer sur la valeur

Si la dynamique de Free sur les volumes décrite plus haut est réelle, elle ne doit pas faire oublier qu'elle s'est appuyée, jusqu'à début 2015, sur des volumes toujours plus importants d'offres entrée de gamme à 0€ ou 2€. Après des années de croissance à 2 chiffres des bases clients, **activer le relai sur la valeur devient clé pour Free.**

La principale opportunité de croissance d'ARPU réside à notre sens dans la capacité de Free à travailler son mix 2€ / 20€. Là où les autres opérateurs ont encore à perdre dans les repositionnements à la baisse de leurs clients haut de gamme au gré de l'évolution du marché (modèles alternatifs à la subvention, développement du SIM only, abaissement de seuils d'abondance en roaming et en data), Free a beaucoup à gagner à accompagner la hausse des usages data de ses clients.

L'enjeu pour Free est donc d'attirer et de retenir des clients fortement consommateurs de data et maximiser le mix à 20€. Aujourd'hui Free y parvient grâce à la proposition data la plus riche du marché à 20€ (50 Go en 4G), d'avantage que grâce au couple qualité / couverture de son réseau. Il doit notamment maximiser le nombre de clients à 2€ en développant leur usage data. Depuis deux trimestres un mix de recrutement à 20€ dépassant les 50%, conjugué à des migrations sur parc de clients à 2€ vers du 20€, permet d'afficher un **ARPU services en hausse pour la première fois depuis le lancement de Free mobile** : +1.7% sur T2 2015 et +0.8% sur T3 2015 d'après nos estimations. **Nous pensons que cette tendance va se poursuivre**, en restant sur des tendances modestes de l'ordre de 0,7% sur 2016, **encore soumise à la pression d'offres promotionnelles** agressives sur la data de la part de la concurrence, notamment SFR (cf offres de data abondantes à prix cassés chez Red à Noël, et promotions à vie), puis 1% et 1.5% sur 2017 respectivement 2018, continuant de **bénéficier de migrations sur parc et d'un mix d'acquisition tirés par les usages data.**

Fig. 19: Evolution de l'ARPU services mobile



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Nous ne tablons pas sur d'autres pistes souvent évoquées d'évolutions tarifaires de Free.

L'introduction d'un nouveau point de gamme intermédiaire entre 2€ et 20€ présente de forts risques de cannibalisations, sans nécessairement les avantages volumiques équivalents. La concurrence propose déjà de tels points de gamme, ce qui n'a pas nui manifestement à la croissance de Free, et cela consisterait par ailleurs à rompre les prémices de valorisation des usages data constatés. Concernant la subvention, mainte fois envisagée, jamais lancée, elle est désormais moins dans le sens de l'histoire d'un marché où le SIM only et les modèles alternatifs de financement sont en fort développement.

Les effets « valeur » du market repair peuvent être très significatifs.

Les opportunités valeur liées au rapprochement Bouygues Telecom et Orange sont doubles: impact sur la **qualité réseau et le « pricing power » de Free** d'une part, effets induits du **market repair** d'autre part.

Comme évoqué dans le chapitre précédent, une qualité réseau accrue doit permettre une **meilleure captation des clients très appétant data**, c'est-à-dire un flux de recrutement d'avantage orienté vers le point de gamme à 20€, une meilleure rétention des forts consommateurs data, ainsi qu'une plus forte incitation à la migration de 2€ vers 20€. Nous estimons à 0.25€ l'upside ARPU incrémental qui peut être obtenu du fait de cet effet. Ce qui est équivalent à une hausse de 2 points des migrations « up » (2€ vers 20€) sur le parc. D'autre part, les effets du « market repair » devraient se faire ressentir dans une **baisse de l'intensité promotionnelle sur le marché**. Nous tablons ici sur un upside limité à 0.25€ d'arpu 2018 par rapport à notre scénario stand alone, car l'animation promotionnelle était déjà présente avant le repositionnement tarifaire de Bouygues Telecom fin 2014, et nous pensons que **Free aura encore besoin de dispositifs type Vente Privée afin d'atteindre ses objectifs de ventes**. Nous n'envisageons en revanche **aucune hausse tarifaire « sèche » des tarifs Free** à l'occasion du market repair, Free maintenant une forte agressivité tarifaire conforme à son positionnement et, encore une fois, se reposant d'avantage sur les effets de migrations du parc que sur sa grille tarifaire afin d'augmenter la valeur client.

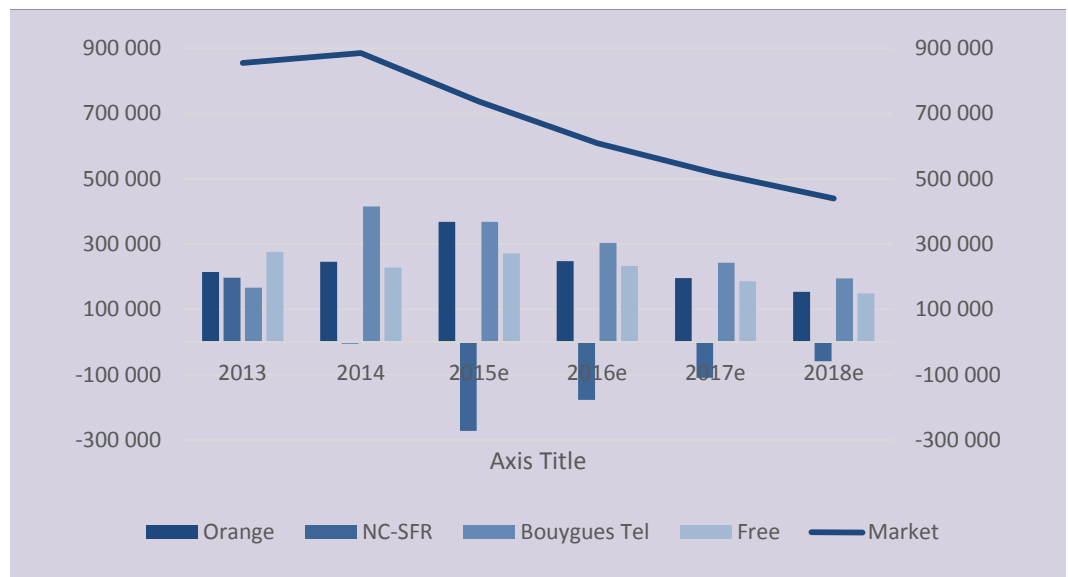
6. Le fixe : préparer l'avenir

6.1. La fibre : de la réaction à l'affirmation

La progression du marché de l'internet fixe continue de ralentir, passant de **4.2% CAGR 2012-2015** à **2.4% CAGR estimé 2015-2018**, le taux de pénétration tendant progressivement vers une asymptote.

Dans un marché en moindre croissance sur 2016-2018, nous voyons **les tendances constatées sur 2015 s'infléchir légèrement**. SFR devrait réduire ses pertes clients progressivement, mais demeurer en **ventes nettes légèrement négatives du fait d'un positionnement premium réaffirmé et d'un focus sur la fibre**, comme en témoignent l'augmentation de prix de 3€ prévue début 2016 sur les box Fibre Power ainsi que les investissements sur les contenus Altice (Zive, droits de la première ligue de football anglaise notamment). **Bouygues Telecom devrait maintenir un niveau élevé de recrutement, bénéficiant d'un positionnement tarifaire attractif. Orange pourra souffrir un peu du redressement progressif de SFR, les ventes nettes d'Iliad diminuant à mesure que le marché se tasse.**

Fig. 20: Evolution des ventes nettes Fixes (HD+THD)

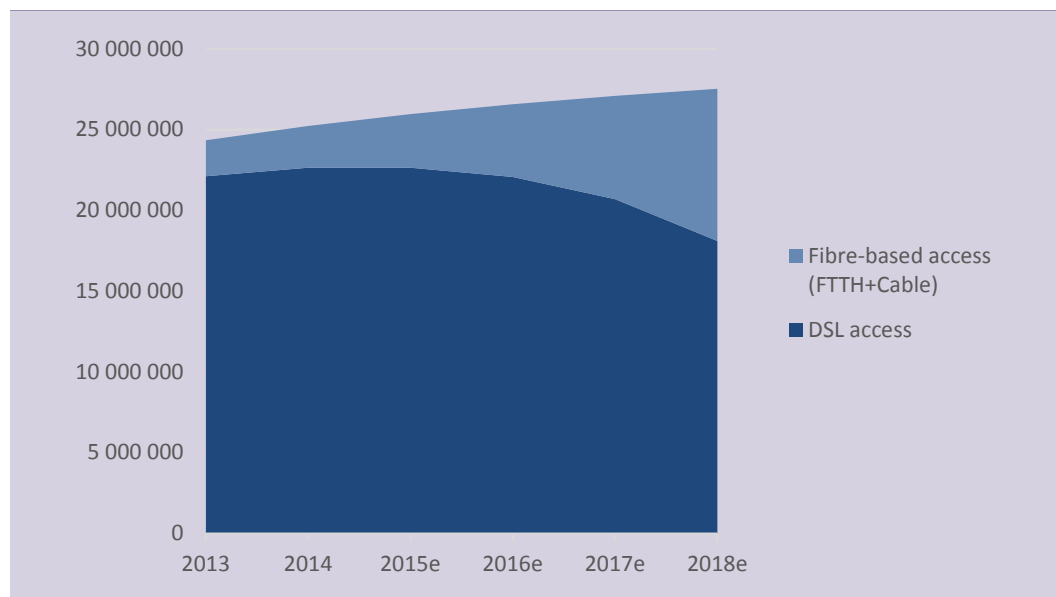


Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Derrière ces chiffres se cache le basculement progressif du DSL vers la fibre. Ce basculement est aujourd'hui largement dû à des phénomènes de migrations sur parc, plus qu'aux recrutements de nouveaux clients. En particulier, sur 2015, Numericable-SFR a entamé des vastes opérations de migrations (non forcées) des clients DSL hérités de SFR vers les infrastructures très haut débit de Numericable.

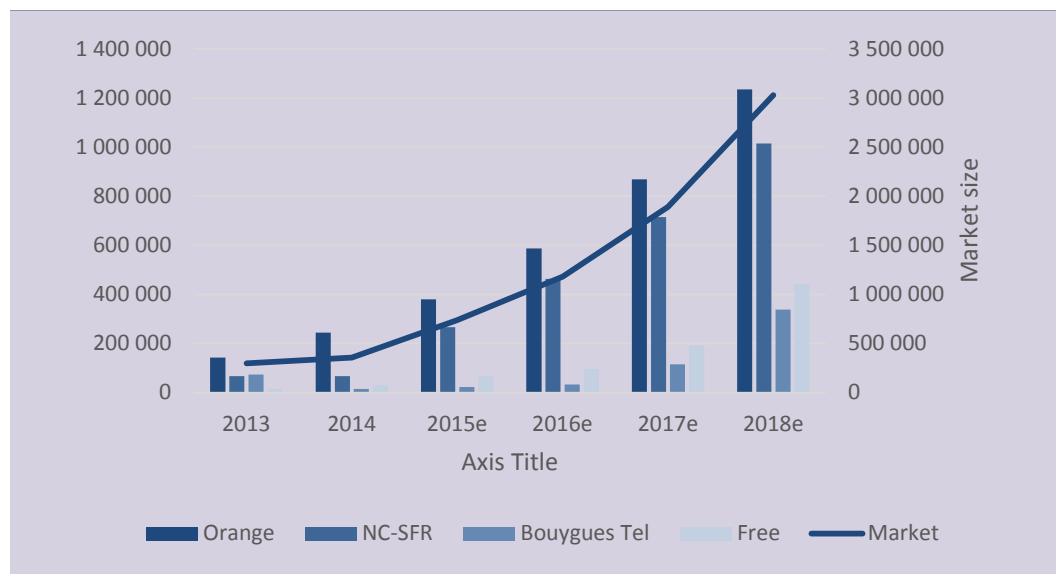
Nous pensons que **ce phénomène va se poursuivre et s'amplifier** dans les années suivantes, encouragé par **1/** le développement d'usages fortement consommateurs en bande passante (multiplication des contenus audiovisuels 4k, développement du multi écran et usages simultanés au foyer, hausse des usages en streaming), et **2/** par la stratégie des acteurs qui cessent progressivement de vendre de l'ADSL dans les zones qu'ils ont fibrées afin de rentabiliser leurs investissements. Nous tablons donc sur un quasi **triplément du volume d'abonnés fibre sur le marché** entre fin 2015 et fin 2018.

Fig. 21: Evolution des parcs HD et THD fixes totaux (4 opérateurs)



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 22: Evolutions des ventes nettes THD (FTTH + Câble)



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Nous estimons cependant que la proposition Fibre n'est pas à court terme un élément clé de recrutement de clients, et qu'il s'agit là d'un phénomène de long terme. En effet la souscription à la fibre (FTTH) nécessite dans une très grande majorité de cas l'installation d'une prise optique, ce qui implique le déplacement d'un technicien et la résiliation de quelques travaux au domicile (percée de trous dans les murs, pose de câbles). Il s'agit donc d'une **procédure contraignante pour le client** (A noter : ce point est moins valide pour la technologie « câble » qui dispose plus fréquemment d'une prise déjà installée au domicile). Ajoutons que les clients qui peuvent trouver le plus d'intérêt à la fibre sont ceux qui disposent d'une mauvaise qualité DSL (et donc pas de TV sur DSL, ou de mauvaise qualité), c'est-à-dire les clients présents dans des zones en général « moyennement denses » qui sont

La fibre sera clé à moyen terme, mais les investissements sont lourds et la rentabilité incertaine.

aujourd'hui moins couvertes par la fibre, et ne le seront que progressivement. Nous estimons que c'est dans **les zones moins denses, d'avantage encore que dans les zones très denses, que la couverture fibre sera un élément clé de compétitivité**. Pour Free, qui dispose selon nos échanges d'une plus forte présence en zones urbaines/denses, la fibre en zones très denses sera avant tout un outil de migration/rétention, tandis qu'elle constitue d'avantage une opportunité de recrutement en zones moyennement denses. Dernier point : **si la fibre aide à vendre des contenus, inversement les contenus aident à vendre la fibre**. C'est une des raisons pour laquelle SFR-Numericable en particulier investit lourdement dans les contenus.

Il nous apparaît donc capital pour Free d'anticiper l'avenir en se positionnant de manière renforcée sur les déploiements fibre, Orange et Numericable ne l'attendant pas. Nous estimons que Free dispose à date de 4.5M de HSP (liens « horizontaux ») déployés en zones très denses, 700k prises disponibles en zones moyennement denses, et d'un potentiel additionnel de 4.5M via un partenariat avec Orange. Rappelons que le **contexte réglementaire en zones moyennement denses est très favorable** et permet aux co-investisseurs de suivre l'opérateur de réseau qui déploie par tranche de 5% de parts de marché. Nous tablons alors sur 1M de nouvelles prises Free déployées par an, pour un objectif de l'ordre de 5M de prises HP (verticales) disponibles à échéance fin 2018, et un budget équivalent de 200M€ de capex annuels (hors raccordements clients). Forts de ces déploiements nous anticipons une croissance de 70% CAGR des abonnés Free fibre entre fin 2015 et fin 2018, avec 800k clients fibre à cette échéance, c'est-à-dire 12% de pénétration sur parc, vs 3% à date.

La question de la meilleure valorisation des clients Fibre reste cependant un point dur. A ce stade, nous n'avons pas de démonstration claire (malgré la communication de certains opérateurs) qu'un client Fibre rapporte significativement plus qu'un client DSL. Exprimé plus précisément, **nous n'avons pas de certitude qu'un client passant de l'ADSL à la fibre se met à dépenser plus**. D'une part, il y a souvent un biais d'observation dans certains chiffres présentés par les opérateurs qui fait que les clients déjà présents sur ces technologies sont des « early adopters » au profil « déformé », naturellement plus consommateurs de services. Mais surtout, le **pricing des offres Fibre est aujourd'hui très proche du pricing des offres DSL**, comme présenté dans la figure 11. Il arrive même que soient pratiquées des offres promotionnelles sur **la fibre à des tarifs inférieurs à ceux du DSL**.

Regardons un business case simplifié : nous estimons le coût de déploiement d'une prise fibre à 600€ en zone moyennement dense (incluant horizontal et « vertical »), et à 400€ le coût moyen de construction d'un raccordement client dans ces zones. Sans impact ARPU, le ROCE d'un tel investissement est de 7.2% (en estimant à 6.5€ les économies mensuelles après impôts de reversements à Orange, et un taux cible de « non-remplissage » des prises de 15%), ce qui montre une **création de valeur très limitée** sur base d'un WACC à 6.8%.

On comprend bien que les acteurs sont aujourd'hui dans une **logique de « sunk cost » pour les investissements fibre déjà réalisés** : mieux vaut les remplir à tous prix et économiser sur les coûts de reversements à Orange plutôt que de laisser des tuyaux vides, quitte à faire des promotions spéculatives. En revanche, **les nouveaux déploiements ne peuvent être justifiés ainsi**. A moins d'être dans une logique patrimoniale de très long terme, la poursuite volontariste des déploiements fibre est donc motivée d'une part par le jeu concurrentiel (qui fait que, à moyen/long terme, ne pas être présent sur la fibre est pire que l'être), et d'autre part par **l'espérance conjointe des acteurs qu'une « sur-valeur » apparaîtra bien un jour**.

L'intérêt d'un market repair sur le fixe est majeur

L'apport d'un « market repair » est donc clé pour rentabiliser la fibre: libérés d'une pression concurrentielle excessive, c'est l'opportunité pour les opérateurs de pratiquer enfin des tarifs plus en phase avec les investissements sous-jacents. Ou inversement, de disposer d'un environnement concurrentiel et tarifaire propice à l'investissement et à l'aménagement du territoire. Nul doute que les opérateurs auront ce type d'échanges dans leurs discussions avec les autorités de la concurrence et le régulateur. Nous détaillons les enjeux tarifaires et ARPU dans la section suivante.

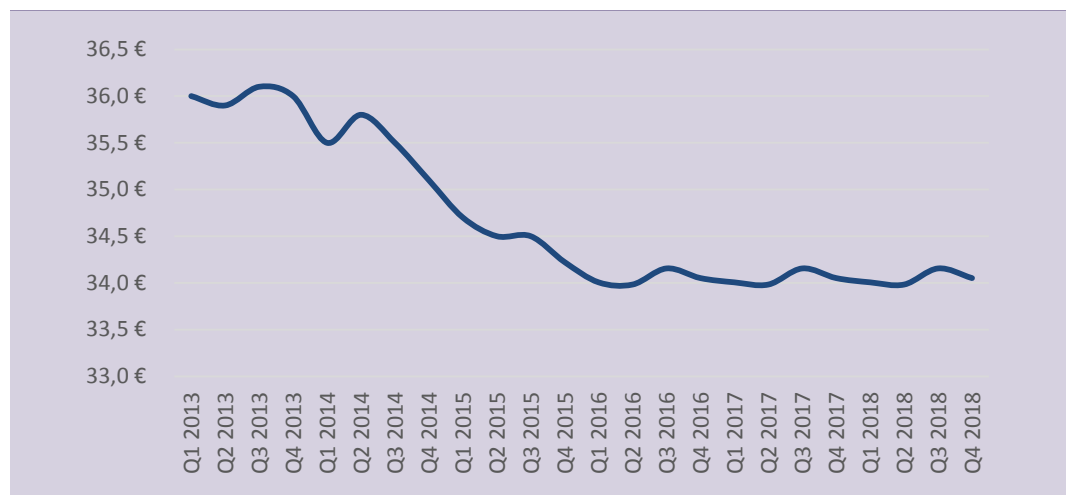
Une fusion Orange et Bouygues Telecom aura également des répercussions en termes de volumes. D'une part, à échéance 2017 (resp 2018), nous estimons à 243k (resp 195k) les ventes nettes fixes de Bouygues Telecom, et donc un report vers Free à hauteur de 83k ventes nettes sur 2017 et 66k ventes nettes sur 2018, en supposant une captation à hauteur de 35%. D'autre part, le rapprochement pourrait créer une **situation de position dominante du nouveau groupe sur les clients Très Haut Débit Fixe**. En effet d'après nos calculs à fin T3 2015, Orange passerait d'une part de marché de 35% sur le très haut débit fixe à une part de marché de 52% avec les clients Très Haut Débit fixes de Bouygues Telecom (Notons ici qu'une grande partie des clients THD fixes de Bouygues Telecom ne s'appuient pas sur les infrastructures en propre de l'opérateur, mais sur le contrat wholesale signé avec Numericable). Ce point, pris conjointement avec le risque de position dominante présenté plus haut sur le marché Quadruple Play, démontre que **le fixe sera aussi au cœur des préoccupations des autorités de la concurrence**.

Il n'est donc pas exclu que des sujets fibre (clients et/ou infrastructures) se mêlent aux discussions sur le réseau mobile entre Iliad et Orange/Bouygues. Par prudence, **nous ne valorisons pas ici les effets induits** de cessions potentiellement associées. Notamment, comme s'agissant du réseau mobile nous supposons que la reprise de tels actifs se ferait à une fair value n'impactant pas notre DCF.

6.2. Gérer la guéguerre des prix

Début 2014 Bouygues Telecom a effectué un repositionnement tarifaire rupturiste sur le fixe, en introduisant un point de gamme 3P à 19.99€, c'est-à-dire 30% en dessous du standard de marché. **Ce positionnement a déstabilisé le marché**, ouvrant la voie à des offres fixe « low cost », telles Red DSL/Fibre chez SFR et Freebox Mini chez Free, mais aussi à une **très nette hausse de l'intensité promotionnelle**. Free a su maîtriser un haut niveau de performance commerciale, sans répliquer facialement les tarifs pratiqués par Bouygues Telecom, mais au prix d'une **pression à la baisse** sur sa trajectoire ARPU. Cette pression baissière est essentiellement due à la multiplication des dispositifs promotionnels type « Vente Privée », opérée en riposte sur S2 2014 et 2015. Cette nouvelle politique a occasionné des chutes d'ARPU de l'ordre de -3% YoY sur les trois premiers trimestres de 2015. Nous pensons avoir presque **atteint les effets pleins de cette nouvelle politique**, que nous voyons se poursuivre dans le temps sur la même base, et tablons donc sur une re-stabilisation de l'ARPU fixe fin 2016.

Fig. 23: Evolution de l'ARPU Fixe Free



Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Dans ce contexte, l'intérêt d'un rapprochement Bouygues Telecom - Orange apparaît très significatif. Le mouvement tarifaire de Bouygues Telecom était justifiable de la part d'un acteur qui **1/** luttait pour sa survie, **2/** ne disposait pas d'une base fixe suffisante (pivot pour le recrutement et la fidélisation de clients mobiles dans un monde convergent), et **3/** avait peu à perdre en termes de cannibalisation des revenus du fixe. Dans un marché reconstitué autour de la fusion Bouygues Telecoms / Orange, **ce type de politique tarifaire n'apparaît plus nécessaire**, en particulier face au besoin de mieux valoriser les investissements fibre comme expliqué plus haut.

Nous estimons donc qu'un tel rapprochement est de nature à **freiner l'intensité et la fréquence des dispositifs promotionnels** à l'œuvre depuis le repricing de Bouygues Telecom, pour revenir à échéance fin 2018 sur un **ARPU Free équivalent à celui en vigueur début 2014**. C'est-à-dire un upside de 1.5€ par rapport au scénario stand alone. Nous ne supposons **pas de changement de grille tarifaire de Free** visant à introduire explicitement la tarification d'un premium sur la fibre notamment.

Après la croissance organique, la croissance externe.

7. M&A : Fonder une famille

Si la réalisation d'un rapprochement Orange et Bouygues Telecom redonnerait un nouveau souffle à Free, **nous n'imaginons pas Xavier Niel se contenter de gérer un Free national en phase de stabilisation du CA**. D'autant que ses concurrents Orange et Altice ne l'attendent pas pour développer leur groupe en saisissant des opportunités à l'international. C'est ce qu'Iliad a commencé à faire avec une prise de participation à hauteur de 50% dans le groupe Telecom Reunion Mayotte. Mais nous pensons qu'il ne devrait pas en rester là. L'épisode manqué de T-Mobile US montre d'un part la volonté de Xavier Niel de développer son groupe de manière opportuniste, d'autre part la hauteur de ses ambitions.

Iliad est faiblement endetté, avec une dette nette estimée proche de 1.1 Md€ à fin 2015 (n'inclut pas le paiement des licences prévu sur 2016), et un taux de dette nette / EBITDA inférieur à 0.80. En supposant un levier maximum de 4 fois l'EBITDA 2015, Iliad pourrait lever une dette additionnelle de 4.8 Md€. Par ailleurs, en acceptant une dilution de Xavier Niel tout en lui laissant 50.01% du capital, Iliad pourrait lever 1.1Md€ par augmentation de capital, sur base du cours actuel décoté de 10%. Ce qui porte la **capacité d'acquisition d'Iliad à environ 6Md€** (ce niveau d'engagement peut nécessiter la renégociation d'un certain nombre de covenants, notamment sur les emprunts BEI, qui limitent à 2-3 le ratio de leverage).

Par ailleurs, nous pouvons également considérer que la cible dispose d'une capacité d'endettement propre permettant de participer au financement de l'opération, comme ce fut le cas lors des opérations envisagées avec T-Mobile US. Un calcul théorique montre que sur la base de ratios EV/EBITDA de 7.5x et Net debt / EBITDA de 4.0x (et d'une situation présente cash/debt free), la capacité d'endettement théorique de la cible serait de 6.85 Md€, portant la capacité d'acquisition théorique maximale à 12.9 Md€.

Naturellement des entreprises encore plus importantes peuvent être ciblées, mais pour moins de 100% du capital, voire en s'associant avec d'autres investisseurs.

Fig. 24: Capacité d'acquisition maximale d'Iliad (100% du capital)

EURm	2015e
Iliad EBITDA	1507
Max. leverage ratio (net debt / EBITDA)	4
Iliad net debt	1123
New debt capacity at Iliad	4904
Capital increase capacity (dilution of Xavier Niel to 50,01%)	1090
(1) Total Iliad's acquisition capacity (cash/debt free target)	5994
EBITDA of target (cash/debt free)	799
(2) Total Iliad's acquisition capacity (target with net debt 4xEBITDA)	12844
Net debt capacity of target	6850

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Nous estimons qu'une cible de prédilection, créatrice de valeur pour Iliad, doit répondre autant que possible aux critères suivants: **1/** être un opérateur challenger sur son marché, partageant une culture d'entreprise proche de Free, **2/** offrir un potentiel de synergies OPEX et CAPEX significatif par application du modèle Free (forte internalisation, développements maison) et/ou réutilisation de produits/développements Free, **3/** opérer sur un marché offrant un espace économique suffisant pour l'introduction de ruptures tarifaires. Lorsqu'une cible partage l'essentiel de ces critères, comme ce fut le cas pour T-Mobile US ou Telecom Reunion Mayotte, elle est « éligible », à notre sens, à une tentative d'acquisition. Certaines cibles qui répondent moins à ces critères mais présentent d'autres opportunités (en matière d'innovation par exemple) peuvent néanmoins faire l'objet d'un intérêt de la part de Xavier Niel via sa holding personnelle NJJ. C'est ici le cas de Monaco Telecom, Salt ou encore Telecom Italia.

8. Annexes

Fig. 25: P&L Iliad 2015e – 2018e, scénario stand alone

	2015e	2016e	2017e	2018e
Revenues	4 428	4 727	5 005	5 253
Fixed	2 590	2 665	2 754	2 825
Mobile	1 849	2 071	2 259	2 437
Eliminations	(10)	(9)	(9)	(9)
Cost of goods sold	(2 262)	(2 326)	(2 326)	(2 315)
Gross Margin	2 166	2 401	2 679	2 938
% of revenues	48,9%	50,8%	53,5%	55,9%
of wich Fixed	56,4%	56,4%	56,9%	58,1%
of which Mobile	38,4%	43,8%	49,6%	53,6%
Total expenses	(660)	(685)	(729)	(766)
Labour expenses	(223)	(236)	(250)	(263)
External expenses	(285)	(304)	(322)	(338)
Taxes	(61)	(55)	(60)	(66)
Provisions	(75)	(80)	(84)	(89)
Other operating revenues and expenses	(17)	(10)	(13)	(12)
reported EBITDA	1 507	1 715	1 949	2 171
% of revenues	34,0%	36,3%	39,0%	41,3%
Non monetary labour expenses	(5)	(6)	(6)	(6)
Depreciation & amortisation	(812)	(941)	(980)	(1 003)
Current operating profit	690	768	964	1 163
Other operating revenues and expenses	(4)	(4)	(4)	(4)
EBIT	686	764	960	1 159
% of revenues	15,5%	16,2%	19,2%	22,1%
financial result	(66)	(66)	(82)	(69)
Other financial revenues and expenses	(23)	(22)	(22)	(22)
income tax	(247)	(278)	(347)	(427)
consolidated net income after tax	350	398	509	640
non controlling interests	(1)	(1)	(1)	(1)
consolidated net income, Group share	351	399	510	641

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 26: P&L Iliad 2015e – 2018e, base case avec consolidation du marché

	2015e	2016e	2017e	2018e
Revenues	4 428	4 782	5 149	5 512
Fixed	2 590	2 705	2 852	2 987
Mobile	1 849	2 087	2 306	2 533
Eliminations	(10)	(9)	(9)	(9)
Cost of goods sold	(2 262)	(2 334)	(2 351)	(2 364)
Gross Margin	2 166	2 449	2 798	3 148
% of revenues	48,9%	51,2%	54,3%	57,1%
Total expenses	(660)	(688)	(736)	(778)
Labour expenses	(223)	(236)	(250)	(263)
External expenses	(285)	(304)	(322)	(338)
Taxes	(61)	(56)	(63)	(70)
Provisions	(75)	(81)	(89)	(96)
Other operating revenues and expenses	(17)	(10)	(13)	(12)
reported EBITDA	1 507	1 761	2 062	2 370
% of revenues	34,0%	36,8%	40,0%	43,0%
Non monetary labour expenses	(5)	(6)	(6)	(6)
Depreciation & amortisation	(812)	(941)	(980)	(1 003)
Current operating profit	690	814	1 077	1 361
Other operating revenues and expenses	(4)	(4)	(4)	(4)
EBIT	686	810	1 073	1 357
% of revenues	15,5%	16,9%	20,8%	24,6%
financial result	(66)	(65)	(76)	(55)
Other financial revenues and expenses	(23)	(22)	(22)	(22)
income tax	(247)	(296)	(392)	(508)
consolidated net income after tax	350	427	583	772
non controlling interests	(1)	(1)	(1)	(1)
consolidated net income, Group share	351	428	584	773

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Page laissée blanche intentionnellement

Page laissée blanche intentionnellement

Page laissée blanche intentionnellement

Bryan Garnier stock rating system

For the purposes of this Report, the Bryan Garnier stock rating system is defined as follows:

Stock rating

BUY	Positive opinion for a stock where we expect a favourable performance in absolute terms over a period of 6 months from the publication of a recommendation. This opinion is based not only on the FV (the potential upside based on valuation), but also takes into account a number of elements including a SWOT analysis, positive momentum, technical aspects and the sector backdrop. Every subsequent published update on the stock will feature an introduction outlining the key reasons behind the opinion.
NEUTRAL	Opinion recommending not to trade in a stock short-term, neither as a BUYER or a SELLER, due to a specific set of factors. This view is intended to be temporary. It may reflect different situations, but in particular those where a fair value shows no significant potential or where an upcoming binary event constitutes a high-risk that is difficult to quantify. Every subsequent published update on the stock will feature an introduction outlining the key reasons behind the opinion.
SELL	Negative opinion for a stock where we expect an unfavourable performance in absolute terms over a period of 6 months from the publication of a recommendation. This opinion is based not only on the FV (the potential downside based on valuation), but also takes into account a number of elements including a SWOT analysis, positive momentum, technical aspects and the sector backdrop. Every subsequent published update on the stock will feature an introduction outlining the key reasons behind the opinion.

Distribution of stock ratings

BUY ratings 57.6%

NEUTRAL ratings 33.3%

SELL ratings 9.1%

Research Disclosure Legend

1	Bryan Garnier shareholding in Issuer	Bryan Garnier & Co Limited or another company in its group (together, the "Bryan Garnier Group") has a shareholding that, individually or combined, exceeds 5% of the paid up and issued share capital of a company that is the subject of this Report (the "Issuer").	No
2	Issuer shareholding in Bryan Garnier	The Issuer has a shareholding that exceeds 5% of the paid up and issued share capital of one or more members of the Bryan Garnier Group.	No
3	Financial interest	A member of the Bryan Garnier Group holds one or more financial interests in relation to the Issuer which are significant in relation to this report	No
4	Market maker or liquidity provider	A member of the Bryan Garnier Group is a market maker or liquidity provider in the securities of the Issuer or in any related derivatives.	No
5	Lead/co-lead manager	In the past twelve months, a member of the Bryan Garnier Group has been lead manager or co-lead manager of one or more publicly disclosed offers of securities of the Issuer or in any related derivatives.	No
6	Investment banking agreement	A member of the Bryan Garnier Group is or has in the past twelve months been party to an agreement with the Issuer relating to the provision of investment banking services, or has in that period received payment or been promised payment in respect of such services.	No
7	Research agreement	A member of the Bryan Garnier Group is party to an agreement with the Issuer relating to the production of this Report.	No
8	Analyst receipt or purchase of shares in Issuer	The investment analyst or another person involved in the preparation of this Report has received or purchased shares of the Issuer prior to a public offering of those shares.	No
9	Remuneration of analyst	The remuneration of the investment analyst or other persons involved in the preparation of this Report is tied to investment banking transactions performed by the Bryan Garnier Group.	No
10	Corporate finance client	In the past twelve months a member of the Bryan Garnier Group has been remunerated for providing corporate finance services to the issuer or may expect to receive or intend to seek remuneration for corporate finance services from the Issuer in the next six months.	No
11	Analyst has short position	The investment analyst or another person involved in the preparation of this Report has a short position in the securities or derivatives of the Issuer.	No
12	Analyst has long position	The investment analyst or another person involved in the preparation of this Report has a long position in the securities or derivatives of the Issuer.	No
13	Bryan Garnier executive is an officer	A partner, director, officer, employee or agent of the Bryan Garnier Group, or a member of such person's household, is a partner, director, officer or an employee of, or adviser to, the Issuer or one of its parents or subsidiaries. The name of such person or persons is disclosed above.	No
14	Analyst disclosure	The analyst hereby certifies that neither the views expressed in the research, nor the timing of the publication of the research has been influenced by any knowledge of clients positions and that the views expressed in the report accurately reflect his/her personal views about the investment and issuer to which the report relates and that no part of his/her remuneration was, is or will be, directly or indirectly, related to the specific recommendations or views expressed in the report.	Yes
15	Other disclosures	Other specific disclosures: Report sent to Issuer to verify factual accuracy (with the recommendation/rating, price target/spread and summary of conclusions removed).	No

Summary of Investment Research Conflict Management Policy is available www.bryangarnier.com



BRYAN, GARNIER & CO

London	Paris	New York	Geneva	New Delhi
Beaufort House 15 St. Botolph Street London EC3A 7BB Tel: +44 (0) 207 332 2500 Fax: +44 (0) 207 332 2559 Authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (FCA)	26 Avenue des Champs Elysées 75008 Paris Tel: +33 (0) 1 56 68 75 00 Fax: +33 (0) 1 56 68 75 01 Regulated by the Financial Conduct Authority (FCA) and the Autorité de Contrôle prudentiel et de résolution (ACPR)	750 Lexington Avenue New York, NY 10022 Tel: +1 (0) 212 337 7000 Fax: +1 (0) 212 337 7002 FINRA and SIPC member	rue de Grenus 7 CP 2113 Genève 1, CH 1211 Tel +4122 731 3263 Fax+4122731 3243 Regulated by the FINMA	The Imperial Hotel Janpath New Delhi 110 001 Tel +91 11 4132 6062 +91 98 1111 5119 Fax +91 11 2621 9062

Important information

This document is classified under the FCA Handbook as being investment research (independent research). Bryan Garnier & Co Limited has in place the measures and arrangements required for investment research as set out in the FCA's Conduct of Business Sourcebook.

This report is prepared by Bryan Garnier & Co Limited, registered in England Number 03034095 and its MIFID branch registered in France Number 452 605 512. Bryan Garnier & Co Limited is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (Firm Reference Number 178733) and is a member of the London Stock Exchange. Registered address: Beaufort House 15 St. Botolph Street, London EC3A 7BB, United Kingdom

This Report is provided for information purposes only and does not constitute an offer, or a solicitation of an offer, to buy or sell relevant securities, including securities mentioned in this Report and options, warrants or rights to or interests in any such securities. This Report is for general circulation to clients of the Firm and as such is not, and should not be construed as, investment advice or a personal recommendation. No account is taken of the investment objectives, financial situation or particular needs of any person.

The information and opinions contained in this Report have been compiled from and are based upon generally available information which the Firm believes to be reliable but the accuracy of which cannot be guaranteed. All components and estimates given are statements of the Firm, or an associated company's, opinion only and no express representation or warranty is given or should be implied from such statements. All opinions expressed in this Report are subject to change without notice. To the fullest extent permitted by law neither the Firm nor any associated company accept any liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from the use of this Report. Information may be available to the Firm and/or associated companies which are not reflected in this Report. The Firm or an associated company may have a consulting relationship with a company which is the subject of this Report.

This Report may not be reproduced, distributed or published by you for any purpose except with the Firm's prior written permission. The Firm reserves all rights in relation to this Report.

Past performance information contained in this Report is not an indication of future performance. The information in this report has not been audited or verified by an independent party and should not be seen as an indication of returns which might be received by investors. Similarly, where projections, forecasts, targeted or illustrative returns or related statements or expressions of opinion are given ("Forward Looking Information") they should not be regarded as a guarantee, prediction or definitive statement of fact or probability. Actual events and circumstances are difficult or impossible to predict and will differ from assumptions. A number of factors, in addition to the risk factors stated in this Report, could cause actual results to differ materially from those in any Forward Looking Information.

Disclosures specific to clients in the United Kingdom

This Report has not been approved by Bryan Garnier & Co Limited for the purposes of section 21 of the Financial Services and Markets Act 2000 because it is being distributed in the United Kingdom only to persons who have been classified by Bryan Garnier & Co Limited as professional clients or eligible counterparties. Any recipient who is not such a person should return the Report to Bryan Garnier & Co Limited immediately and should not rely on it for any purposes whatsoever.

Notice to US investors

This research report (the "Report") was prepared by Bryan Garnier & Co Limited for information purposes only. The Report is intended for distribution in the United States to "Major US Institutional Investors" as defined in SEC Rule 15a-6 and may not be furnished to any other person in the United States. Each Major US Institutional Investor which receives a copy of this Report by its acceptance hereof represents and agrees that it shall not distribute or provide this Report to any other person. Any US person that desires to effect transactions in any security discussed in this Report should call or write to our US affiliated broker, Bryan Garnier Securities, LLC, 750 Lexington Avenue, New York NY 10022. Telephone: 1-212-337-7000.

This Report is based on information obtained from sources that Bryan Garnier & Co Limited believes to be reliable and, to the best of its knowledge, contains no misleading, untrue or false statements but which it has not independently verified. Neither Bryan Garnier & Co Limited and/or Bryan Garnier Securities LLC make no guarantee, representation or warranty as to its accuracy or completeness. Expressions of opinion herein are subject to change without notice. This Report is not an offer to buy or sell any security.

Bryan Garnier Securities, LLC and/or its affiliate, Bryan Garnier & Co Limited may own more than 1% of the securities of the company(ies) which is (are) the subject matter of this Report, may act as a market maker in the securities of the company(ies) discussed herein, may manage or co-manage a public offering of securities for the subject company(ies), may sell such securities to or buy them from customers on a principal basis and may also perform or seek to perform investment banking services for the company(ies).

Bryan Garnier Securities, LLC and/or Bryan Garnier & Co Limited are unaware of any actual, material conflict of interest of the research analyst who prepared this Report and are also not aware that the research analyst knew or had reason to know of any actual, material conflict of interest at the time this Report is distributed or made available.