

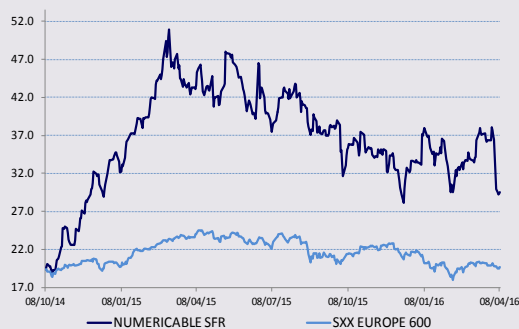
INDEPENDENT RESEARCH

11 avril 2016

TMT

Bloomberg	NUM FP
Reuters	NUME.PA
+Haut /+Bas 12 mois (EUR)	48,0 / 28,1
Capitalisation Boursière (MEUR)	12 856
Valeur d'Entreprise	27 252
Volume moyen 6 mois (000 actions)	281,8
Flottant	22,0%
TMVA BPA (3 ans)	17,4%
Gearing (12/15)	338%
Rendement (12/16e)	NM

Fin Décembre	12/15	12/16e	12/17e	12/18e
C. d'affaires (MEUR)	11 039	10 808	10 886	11 054
EBITA EURm)	937,0	1 613	1 810	2 155
Op.Margin (%)	11,7	14,9	16,6	19,5
BPA dilué (EUR)	1,45	1,37	1,74	2,35
EV/CA	2,47x	2,52x	2,44x	2,32x
EV/EBITDA	7,1x	6,8x	6,4x	5,8x
EV/EBITA	29,1x	16,9x	14,7x	11,9x
P/E	20,2x	21,3x	16,8x	12,5x
ROCE	2,8	4,7	5,2	6,2



# Numericable Sfr

EBITDA ou Taux d'EBITDA : telle est la question

Fair Value 28.4EUR (cours 29,34EUR)

**NEUTRE**  
Initiation de couverture

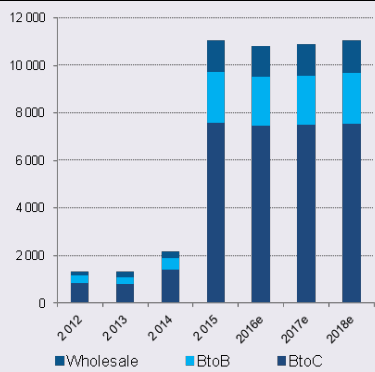
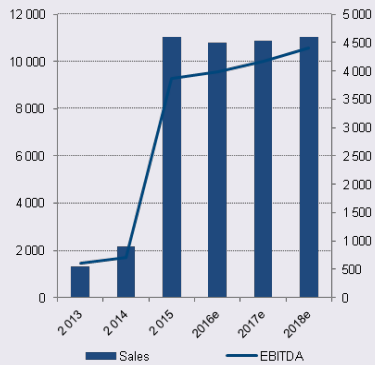
Nous initions la couverture de Numéricable-SFR à neutre, avec une fair value de 28.4€. Nous anticipons une année 2016 encore difficile pour le groupe, puis un redressement à horizon 2017, tiré par la relance des investissements et les effets du changement de management. Mais la consolidation du marché ne sera pas là pour aider.

- NC-SFR a connu une année 2015 contrastée du fait d'un **focus extrême sur le taux d'EBITDA** de l'activité au **détriment des volumes clients** et donc de la **masse d'EBITDA** générée à terme. Nous pensons que l'impact de cette stratégie se fera sentir sur **2016 avec un chiffre d'affaires encore en décroissance de -2.1% vs -3.5% en 2015**, et un **EBITDA ajusté qui ne progressera plus que de 3%, vs 20% en 2015**.
- La **relance des investissements** initiée fin 2015, les derniers **changements de management** et **l'évolution de la stratégie et de la gouvernance** associées devraient participer à **inverser la courbe du chiffres d'affaire en 2017**. Nous prévoyons un retour à la croissance du chiffres d'affaires de **0.7% en 2017**, avec un parc mobile stabilisé notamment et une **reprise des activités BtoB et wholesale**.
- Nous anticipons un **EBITDA de 4400M€ à horizon 2018**, avec un niveau de **CAPEX stabilisé à 2Md€**, post rattrapage des investissements 4G.
- Malgré la nécessité de refinancements, la dette à **3.73x l'EBITDA 2015** nous paraît soutenable étant donné le niveau de Cash Flow généré par l'activité, et pensons par ailleurs que les besoins en remontées de cash au niveau du holding sont une **opportunité de dividende** pour les actionnaires.
- Par une méthode DCF, nous retenons une Fair Value de NC-SFR de 28.4€, c'est-à-dire une décote de -3.1% par rapport au cours actuel, et un multiple de 7.2x notre EBITDA 2016<sup>e</sup> ajusté.



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

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



### Activités

Numericable-SFR est un câblo-opérateur, fournisseur d'accès à Internet et opérateur de réseau mobile français, issu du rapprochement de SFR et de Numericable en novembre 2014.

Simplified Profit & Loss Account (EURm)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Revenues	1 314	2 170	11 039	10 808	10 886	11 054
Change (%)	0,9%	65,1%	409%	-2,1%	0,7%	1,6%
Adjusted EBITDA	616	706	3 860	3 982	4 171	4 402
EBIT	256	108	937	1 613	1 810	2 155
Change (%)	-14,4%	-57,8%	768%	72,1%	12,2%	19,1%
Financial results	-324	-600	-46,0	-712	-667	-620
Pre-Tax profits	-68,0	-492	891	901	1 143	1 535
Tax	133	313	-215	-258	-327	-439
Minority interests	0,0	0,0	7,0	9,3	9,3	9,3
Net profit	65,0	-175	682	649	822	1 102
Restated net profit	65,0	-175	682	649	822	1 102
Change (%)	-23,5%	-369%	-%	-4,8%	26,6%	34,1%

### Cash Flow Statement (EURm)

Operating cash flows	570	1 135	3 554	3 190	3 674	3 675
Change in working capital	21,0	725	-122	-428	-72,0	-206
Capex, net, and licenses paid	-343	-13 758	-1 732	-2 473	-2 357	-2 117
Dividends	0,0	0,0	-2 516	0,0	0,0	0,0
Net debt	2 665	13 086	14 401	14 396	13 746	12 808
Free Cash flow	59,0	140	798	5,1	650	938

### Balance Sheet (EURm)

Tangible fixed assets	1 465	5 643	5 627	5 628	5 628	5 487
Intangibles assets	1 791	18 949	18 537	18 514	18 490	18 467
Cash & equivalents	101	620	355	360	1 010	1 948
current assets	561	3 995	3 637	3 631	4 315	5 302
Other assets	143	1 678	2 281	2 114	2 114	2 114
Total assets	3 960	30 265	30 081	30 053	30 715	31 537
L & ST Debt	2 766	12 817	17 285	17 285	17 285	17 285
Others liabilities	860	9 486	8 529	5 528	5 368	5 088
Shareholders' funds	254	7 962	4 267	4 917	5 739	6 841
Total Liabilities	3 960	30 265	30 081	30 053	30 715	31 537
Capital employed	3 045	23 991	24 290	24 695	24 744	24 786

### Ratios

Operating margin	19,48	4,98	11,69	14,92	16,63	19,49
Tax rate	-196	-63,62	-24,13	-28,60	-28,60	-28,60
Net margin	4,95	-8,06	6,18	6,01	7,55	9,97
ROE (after tax)	25,59	-2,20	15,86	13,05	14,19	16,00
ROCE (after tax)	6,00	0,32	2,75	4,66	5,22	6,21
Gearing	1 049	164	338	293	240	187
Pay out ratio	0,0	0,0	-369	0,0	0,0	0,0
Number of shares, diluted	115 271	181 038	465 683	465 683	465 683	465 683

### Data per Share (EUR)

EPS	0,56	-0,97	1,45	1,37	1,74	2,35
Restated EPS	0,56	-0,97	1,45	1,37	1,74	2,35
% change	-24,5%	-271%	-%	-5,2%	26,9%	34,5%
BVPS	2,20	43,92	9,14	10,53	12,30	14,66
Operating cash flows	4,94	6,27	7,63	6,85	7,89	7,89
FCF	0,51	0,77	1,71	0,01	1,40	2,01
Net dividend	0,0	0,0	5,40	0,0	0,0	0,0

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

## Sommaire

1. Investment Case.....	44
2. Valorisation Nc-SFR.....	45
2.1. Evolution du cours de l'action.....	45
2.2. DCF.....	46
2.3. Comparables.....	48
2.4. Impact de la dette.....	49
2.5. Autres considérations.....	51
3. Le marché Français : la tempête continue.....	52
3.1. Guerre des prix et guerre des clients.....	52
4. Le nouvel SFR : hésitations autour du business model.....	55
4.1. Une stratégie qui se cherche encore.....	55
4.2. Un bilan mitigé à date : et maintenant ?.....	58
4.3. Trouver le juste équilibre entre « masse » d'EBITDA et taux d'EBITDA.....	60
4.4. Un chiffre d'affaires qui va demeurer sous pression.....	65
4.5. Des économies qui doivent se poursuivre.....	71
4.6. Une nouvelle approche sur les contenus.....	73
4.6.1. Des stratégies diverses.....	73
4.6.2. Un nouveau paradigme.....	74
4.6.3. Une création de valeur limitée.....	76
4.7. Des investissements renforcés.....	79
5. Annexes.....	81
Bryan Garnier stock rating system.....	83

# 1. Investment Case

*Pourquoi investir maintenant?*



## Pourquoi s'intéresser au dossier maintenant :

NC-SFR est à un moment charnière de son histoire. Après une **année de transition** liée à l'intégration du nouveau groupe, marquée par un **redressement spectaculaire de l'EBITDA** mais une **dégradation sans précédent des performances commerciales**, c'est le temps de la **prise de conscience** pour le nouveau groupe, et d'une **réorientation de sa stratégie**. Cela passera sans doute par l'abandon d'une stratégie de **maximisation du taux d'EBITDA** au bénéfice du client à court terme, et de la **masse d'EBITDA** à moyen terme.

*Attractif ou non?*



## Valorisation

Le cours ayant baissé très significativement depuis début 2015, le titre nous paraît désormais plus raisonnablement valorisé, intégrant des perspectives plus raisonnables sur la croissance du CA et de l'EBITDA, en ayant purgé les espoirs de consolidation du marché. Nous retenons une **Fair Value de 28.4€** c'est-à-dire une décote de -3.1% sur le cours actuel.

*Horizon d'investissement?*



## Catalyseurs

1/ Nouveaux management et gouvernance, 2/adaptation de la stratégie marketing et tarifaire, 3/investissements dans le réseau et la qualité de service, 4/poursuite maîtrisée des plans d'économie.

*Valeur ajoutée?*



## Différentiation face au consensus :

Nous sommes **beaucoup plus prudents sur l'EBITDA 2016**, (3982M€ vs consensus à 4053M€) et sur le **taux d'EBITDA atteignable à horizon 2018** (39.8% vs consensus 43.4%). Nous pensons en effet qu'une restauration du chiffre d'affaires est incompatible avec une poursuite trop agressive des plans d'économies.

*Quels risques?*



## Risques

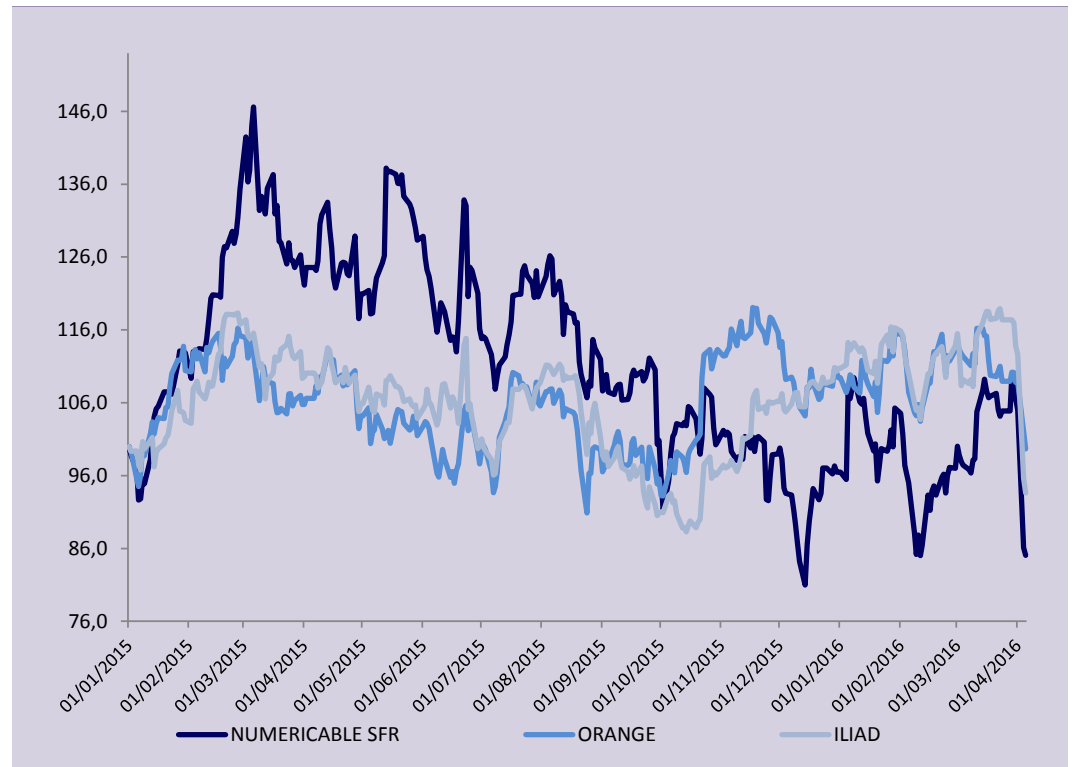
1/ Poursuite d'une stratégie focalisée sur le taux d'EBITDA au détriment de la performance commerciale, 2/ Stratégie tarifaire des acteurs et réactions de Bouygues Telecom, 3/ Taux sur le marché de la dette spéculative

## 2. Valorisation Nc-SFR

### 2.1. Evolution du cours de l'action

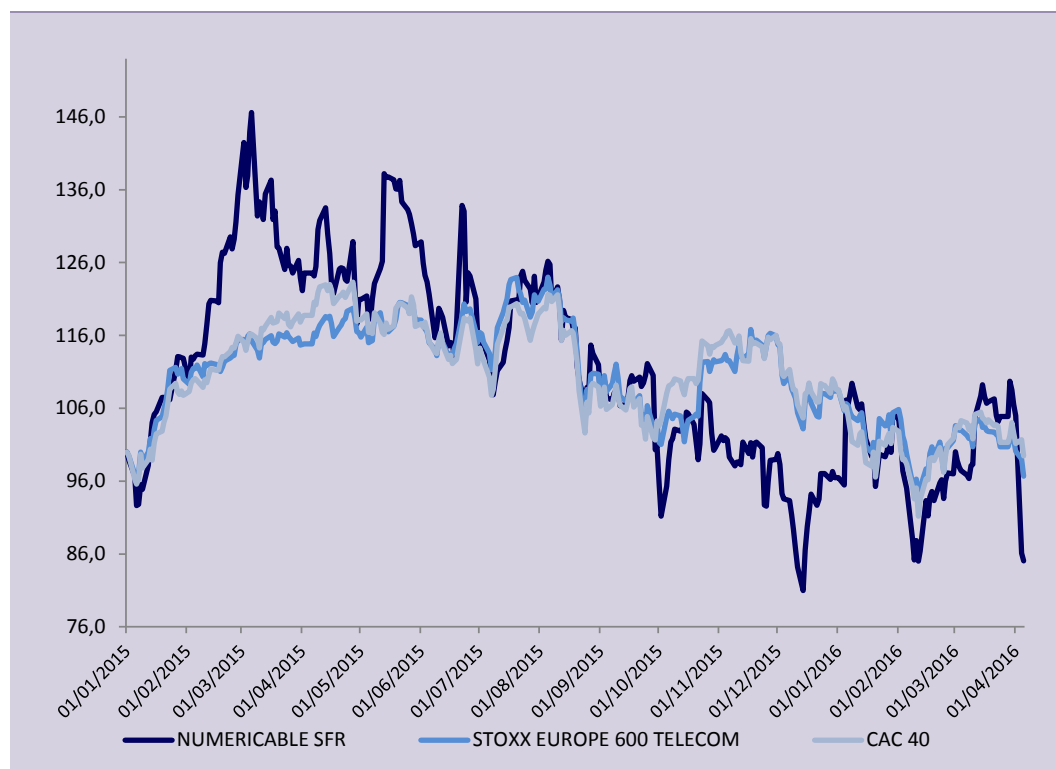
Après l'emballement du S1 2015 consécutif aux très bons premiers résultats financiers du nouveau groupe et quelques fortes variations générées par les allers-retours à propos de l'éventuel rachat de Bouygues Telecom, **le cours est revenu sur des bases plus raisonnables sur S2 2015 et début 2016**, du fait de mauvaises performances commerciales et de craintes sur le niveau de la dette. L'action NC-SFR, portée depuis décembre par les espoirs de consolidation du marché, avait rejoint la performance du CAC40 et de l'indice Stoxx Europe 600 Telecom, **mais a rechuté violemment suite à l'échec des discussions entre Orange et Bouygues**. Nous pensons qu'elle a retrouvé son **juste niveau**, purgé des **espoirs de consolidation** et ré-intégrant pleinement **les risques opérationnels** qui pèsent sur la structure.

**Fig. 1: Evolution du cours de l'action NC-SFR depuis 2015, et comparaison avec la concurrence en France (base 100)**



Source: Thomson Reuters.

**Fig. 2: Evolution du cours de l'action NC-SFR depuis 2015, et comparaison avec les indices CAC40 et Telecom (base 100)**



Source: Thomson Reuters.

## 2.2. DCF

Nous retenons une **Fair Value de 28.38€**, correspondant à un malus de -3.1% par rapport au cours actuel, et reposant sur une méthode **DCF**.

Notre modélisation, s'appuie sur les hypothèses suivantes :

- **Chiffres d'affaires:** Nous voyons un chiffre d'affaires encore en baisse de **-2.1% sur 2016**, vs -3.5% en 2015, puis un **modeste retour à la croissance permise dès 2017** avec **+0.7% en 2017 et +1.6% en 2018**. En particulier, le chiffre d'affaires BtoC perd encore -1.8% sur 2016, vs -3.7% sur 2015, avant de repartir en hausse de 0.3% en 2017 et 0.8% en 2018. Les chiffres d'affaires des activités BtoB et Wholesale perdent respectivement -3.3% et -2.1% en 2016, vs -4.8% et +0.2% en 2015, avant de retrouver une croissance de 2.7%, resp 1.3% sur 2018.
- **Taux d'EBITDA :** l'amélioration du taux d'EBITDA ajusté se confirme grâce à la poursuite des plans d'économies et des synergies, mais à un rythme moins soutenu qu'en 2015 du fait de la pression sur le chiffre d'affaires et d'une base de comparaison moins favorable, passant **de 35% fin 2015 à 39.8% en 2018**.
- **Investissements (hors licences):** Nous revoyons **à la hausse les CAPEX 2016 à 2.24Md€, c'est-à-dire 20.7% du CA estimé**, vs 1.85Md€ et 16.8% du CA en 2015. Nous conservons ce niveau de CAPEX sur 2017 et 2018, le temps notamment de rattraper le retard sur le réseau mobile 4G, avant d'atterrir à **2Md€ en 2018**.

- BFR : nous ne voyons pas d'amélioration du BFR sur les exercices postérieurs à 2015, en supposant que les paiements fournisseurs ont déjà été allongés au maximum depuis le rachat de SFR par Numericable. Nous intégrons par ailleurs au cash flow le paiement de la licence 4G 700MHz, comptabilisée pour 466M€ sur 2015, mais payée sur 2016-2018 en quatre annuités de 116.5M€ (dont deux sur 2016).
- Nous utilisons un taux d'impôt de 28.6% jusqu'en 2020, puis normalisé à 36.6% au-delà. En effet, nous estimons que le taux actuel intègre l'effet d'un report déficitaire issu de la société Numericable, report qui devrait s'éteindre après 5 ans.
- Nous utilisons un coût de la dette nette avant impôt de 4.9%
- Nous adoptons un taux d'actualisation de 6.14%, avec un Béta de 1.07, correspondant au bêta historique 2 ans de NC-SFR vs CAC40, majoré de +0.05 pour la prise en compte d'un risque de refinancement (cette majoration du bêta est équivalente sur le DCF à une hausse de 100pb sur 9Md€ de dette). Nous retenons par ailleurs une prime de risque de 7.0% et un taux sans risque de 1.6%.
- Nous retenons un taux de croissance à l'infini de 1,0%.

**Fig. 3: Calcul du taux d'actualisation**

Inputs	
Risk Free rate	1,6%
Market risk premium	7,0%
B	1,07
<b>Cost of Equity</b>	<b>9,09%</b>
Cost of Debt after taxes	3,5%
Gearing (based on market cap)	112%
<b>WACC</b>	<b>6,14%</b>

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 4: Modèle de cash flows actualisés**

EURm	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Sale	11 039	10 808	10 886	11 054	11 220	11 332	11 446	11 560	11 676	11 793	11 910	12 030
Change in sales		-2,1%	0,7%	1,6%	1,5%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
EBIT	937	1 613	1 810	2 155	2 253	2 323	2 388	2 450	2 509	2 565	2 620	2 701
As % of sales	8,5%	14,9%	16,6%	19,5%	20,1%	20,5%	20,9%	21,2%	21,5%	21,8%	22,0%	22,5%
Tax rate	28,6%	28,6%	28,6%	28,6%	28,6%	28,6%	36,6%	36,6%	36,6%	36,6%	36,6%	36,6%
Net Op. Profit after Tax	669	1 152	1 292	1 539	1 608	1 659	1 514	1 553	1 590	1 626	1 660	1 712
+ D&A and prov.	2554	2262	2263	2165	2132	2105	2084	2068	2054	2043	2035	2000
Cash flow from op.	3 223	3 414	3 555	3 704	3 740	3 764	3 598	3 620	3 644	3 669	3 695	3 712
- Net investments (incl. Frequencies)	-1 864	-2 473	-2 357	-2 117	-2 000	-2 000	-2 000	-2 000	-2 000	-2 000	-2 000	-2 000
- change in WCR	-124	-428	-72	-206	-22	-15	-15	-15	-15	-15	-15	-16
Free cash Flow	1 235	513	1 127	1 381	1 719	1 749	1 583	1 605	1 629	1 653	1 679	1 696
Discounted FCF		488	1 010	1 167	1 368	1 312	1 119	1 069	1 022	977	935	890
Sum of disc. FCF		11 356										
+ disc. terminal value		17 327										
- net debt, 2015		14 401										
- minority interests		12										
<b>Valuation</b>		<b>14 269</b>										
Nbre of shares (fully diluted)		466										
Value per share		28.4										

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

## 2.3. Comparables

Dans une approche tournée vers la valeur de revente de l'activité c'est le nombre de clients qui fait plus de sens, donc le chiffres d'Affaires et ses multiples (comme en témoigne Bouygues Telecom, valorisé 13.33x l'EBITDA 2015, mais « seulement » 2.3x le CA). Dans cette dernière approche NC-SFR apparaît valorisé 2.7x le CA, ce qui correspond à une prime de 20% par rapport à la valorisation moyenne de ses pairs.

Etant donné qu'une revente des bases clients NC-SFR à un acteur du marché Français apparaît très peu probable, une approche basée sur les multiples d'EBITDA nous paraît cependant plus pertinente.

Nous valorisons NC-SFR à 7.2x l'EBITDA 2016, ce qui apparaît 7% supérieur à la valorisation d'un panel de sociétés comparables sur le marché européen (opérateurs télécoms majeurs, leaders ou numéro 2 sur leur marché). Etant donné l'effet de levier, cela correspond à une prime de 15% sur le cours actuel.

Cette prime nous paraît cependant justifiable étant donné le profil de croissance d'EBITDA de la société : on note en effet le multiple d'EBITDA revient en ligne avec le panel en 2018, et le P/E dès 2017.

**Fig. 5: Multiples de chiffre d'affaires**

EV/Revenue Multiples	2015	2016e	2017e	2018e
NC-SFR (DCF BG)	2,6	2,7	2,6	2,5
Upside vs panel average	10%	20%	19%	15%
Orange	1,6	1,5	1,5	1,4
Deutsch Telekom	1,7	1,7	1,6	1,5
Telefonica Deutschland	1,9	2,0	1,9	1,9
Telefonica	2,1	1,8	1,8	1,8
SWISSCOM	3,0	2,9	2,9	2,9
KPN	3,3	3,1	3,1	3,1
TELECOM ITALIA	2,0	2,0	2,0	2,0
PROXIMUS	2,0	2,0	1,9	1,9
TELENET GROUP HOLDING	4,8	3,9	3,7	3,6
MOBISTAR	1,3	1,2	1,2	1,1

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

**Fig. 6: Multiples d'EBITDA**

EV/EBITDA Multiples	2015	2016e	2017e	2018e
NC-SFR (DCF BG, adjusted EBITDA)	7,4	7,2	6,7	6,2
Upside vs panel average	2%	7%	5%	0%
Orange	5,3	4,8	4,7	4,5
Deutsch Telekom	5,9	5,8	5,3	4,9
Telefonica Deutschland	8,2	8,3	7,6	7,1
Telefonica	8,7	5,7	5,5	5,4
SWISSCOM	8,5	8,0	8,0	7,8
KPN	10,1	9,0	8,8	8,5
TELECOM ITALIA	4,8	4,8	4,7	4,4
PROXIMUS	7,3	6,8	6,6	6,4
TELENET GROUP HOLDING	9,3	8,7	7,9	7,3
MOBISTAR	4,9	5,4	5,1	5,0

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



**Fig. 7: Price / Earnings ratio**

P/E	2015	2016e	2017e	2018e
<b>NC-SFR (BG)</b>	<b>19,6</b>	<b>20,6</b>	<b>16,3</b>	<b>12,1</b>
<b>Upside vs panel average</b>	<b>2%</b>	<b>17%</b>	<b>3%</b>	<b>-17%</b>
Orange	16,1	13,9	13,0	12,0
Deutsch Telekom	16,7	17,0	14,9	13,4
Telefonica	16,8	14,0	12,1	10,9
SWISSCOM	19,6	16,9	16,8	16,5
TELECOM ITALIA	21,5	17,2	15,3	15,1
PROXIMUS	19,7	16,9	16,6	15,8
TELENET GROUP HOLDING	28,3	24,0	19,4	15,6
MOBISTAR	15,3	21,3	18,1	17,4

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

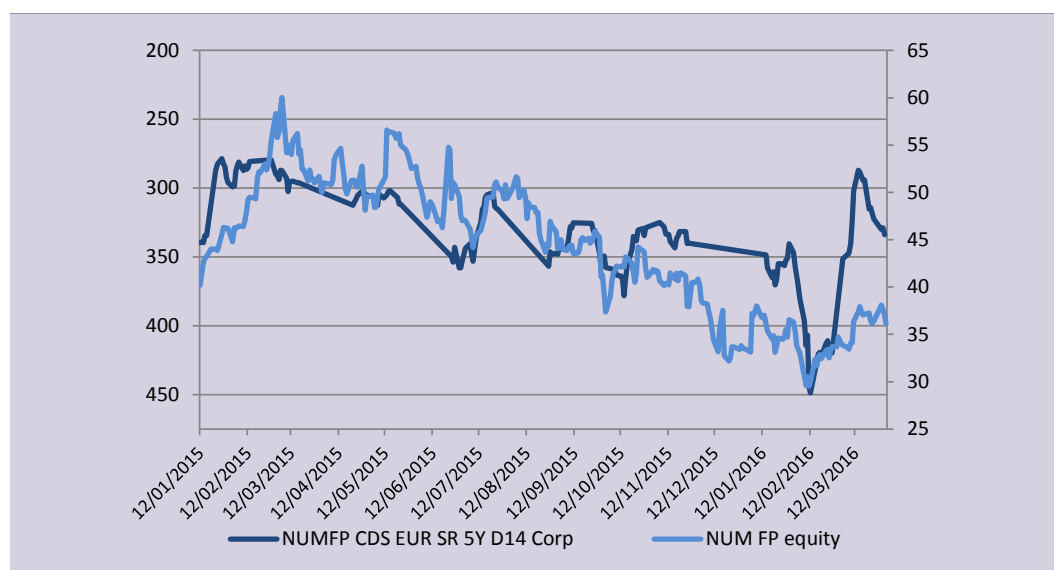
## 2.4. Impact de la dette

La dette de NC-SFR, qui s'élève à 14.4Md€ à fin 2015 (dette nette), est constituée d'obligations seniors garanties ainsi que dettes à termes libellées en euros et en dollars. La note de crédit de Numericable-SFR est « B+, perspective négative » chez Standard & Poor's, et « B1, perspective stable » chez Moody's, correspondant dans les deux cas à la catégorie spéculative.

Or, on assiste depuis un certain temps à un écartement des spreads sur le marché du crédit, ce qui inquiète le marché. La question de l'endettement de NC-SFR est en effet au cœur des préoccupations des investisseurs. On peut donc supposer qu'une tension croissante sur le marché du crédit, liée à la crainte de détérioration des perspectives, pourra être préjudiciable à NC-SFR.

Le graphique ci-dessous montre la corrélation entre le cours de l'action NC-SFR et le CDS du groupe.

**Fig. 8: Corrélation entre le cours et le CDS NC-SFR**



Source: Bloomberg.

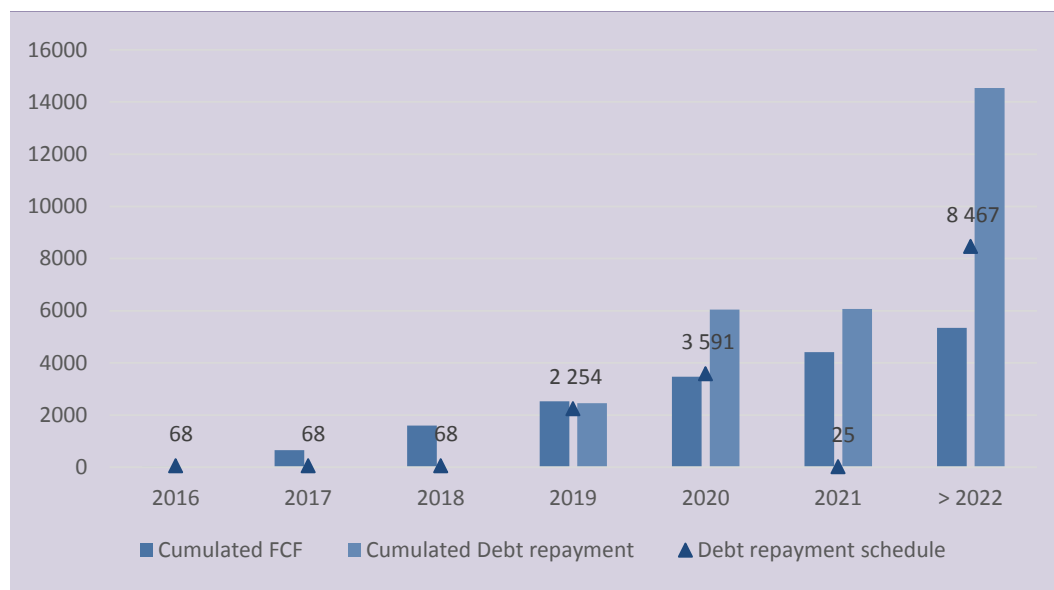
Etant donné le contexte de craintes macroéconomiques que nous connaissons (faiblesses des pays émergents, chute du prix du baril de pétrole, ralentissement de la croissance mondiale, risque de déflation sur la zone euro), nous pensons que l'élément « risque de crédit » est de nature à peser négativement sur l'action NC, et cela indépendamment du risque porté par NC-SFR à proprement parler.

La dette nette de NC-SFR s'élève à 14.4Md€ à fin 2015, c'est-à-dire un taux d'endettement de 3.73x l'EBITDA 2015 ajusté.

Cependant, dans une activité fortement intensive en capital, et où les investissements sont clés en termes de compétitivité, l'analyse du ratio dette nette sur EBITDA ne nous paraît pas être un critère suffisant. Le ratio dette nette / EBITDA – CAPEX nous semble important. **La dette nette à fin 2015 ressort ainsi à 8.26x l'EBITDA-CAPEX 2016e** (hors paiement de licences). L'écart entre les deux taux est d'autant plus important que les CAPEX de NC-SFR représentent une part significative de son chiffre d'affaires (>20%), comme évoqué précédemment.

La dette financière a un échéancier représenté dans le graphique ci-dessous. Comme illustré dans le graphique, **les Cash-Flow libres générés ne permettent pas de rembourser l'intégralité des dettes à échéance.**

**Fig. 9: Echancier de remboursement de la dette financière NC-SFR et analyse du besoin en refinancement**



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

Le refinancement apparaît d'autant plus nécessaire que le calcul ci-dessus n'inclut ni le paiement (probable) lié à l'acquisition d'une licence 5G d'ici 2020, ni le versement de dividendes qui apparaissent nécessaires afin de remonter du cash à Altice (comme en témoigne le versement exceptionnel de 2.5Md€ fin 2015). En effet, comme indiqué dans notre note Altice publiée ce jour, le haut niveau d'endettement des activités hors France et US peut nécessiter des remontées de cash flows importantes de la part de NC-SFR (entité la plus génératrice de cash flow, comme montré dans la note Altice).

Le montant des frais financiers estimés à échéance 2018 est de 620M€. En supposant le refinancement d'un montant de 9Md€ en 2019, avec un coût moyen accru de 100pb à 6%, alors l'impact sur les frais financiers s'élève à 90M€ / an. C'est-à-dire ~10% du montant du Free Cash Flow normatif généré (938M€ en 2018). **Ce montant ne nous paraît pas de nature à mettre en péril la structure.** Même dans l'hypothèse d'une hausse des taux de 200pb, l'impact nous paraît absorbable.

Il existe des moyens pour le groupe d'alléger son bilan

Précisons ici qu'il existe par ailleurs des opérations permettant d'alléger le bilan si cela s'avérait nécessaire :

- Cession d'infrastructures réseau et/ou des terrains à des investisseurs (cf initiatives récentes de Bouygues Telecom avec FPS Towers, et Telecom Italia avec Inwit). Un allègement de plusieurs milliards d'euros peut alors être envisagé. Inwit, la filiale détenant les antennes de Telecom Italia est aujourd'hui valorisé 2.6Md€.
- Titrisation ou cession des créances clients

Nous n'excluons pas que NC-SFR fasse appel à ce type de solutions. En revanche, nous pensons que l'optimisation du BFR est déjà poussée à son maximum, et ne constitue plus un levier d'optimisation activable par le groupe dans le futur. En appliquant un taux de TVA normatif de 20%, le montant du poste fournisseur à fin 2015 atteint 45% des achats totaux du groupe sur l'année (calcul approché basé sur Reported EBITDA-Chiffre d'Affaires + CAPEX), ce qui correspondrait à un délai moyen de paiement de 5.42 mois selon nos estimations.

Comme expliqué dans les hypothèses de notre DCF, nous incluons ce risque de refinancement sous la forme d'une prime de 0.05 sur notre beta.

## 2.5. Autres considérations

Certains éléments sont de nature à soutenir le cours de bourse du groupe

Nous pensons que deux éléments particuliers, et mutuellement exclusifs, sont de nature à soutenir le cours de l'action NC-SFR :

- Le rachat des minoritaires. Altice détient aujourd'hui 78.5% du capital de NC-SFR, ce qui valorise les minoritaires à 3,04Md€, sur base du cours actuel augmenté d'une prime de 10%. Un tel rachat aurait pour intérêt de remonter 100% du cash de NC-SFR à Altice d'une part, de simplifier la gestion du groupe par le retrait d'un véhicule côté d'autre part. Nous estimons cependant ce scénario peu probable étant donné le montant élevé en jeu, et les priorités d'Altice d'avantage orientées vers la mise en œuvre de synergies, le désendettement et le refinancement.
- Le versement de dividendes. NC-SFR a procédé fin 2015 au versement d'un dividende exceptionnel de 2.5Md€, c'est-à-dire un rendement de 18% sur base du cours actuel. NC-SFR doit remonter du cash à son actionnaire majoritaire Altice afin de permettre à ce dernier de rembourser sa dette. Même si ce type de versement n'est pas le fruit d'une « politique de dividende » à proprement parler, nous pensons qu'il est probable qu'il se renouvelle à l'avenir, et qu'il bénéficie ainsi aux actionnaires minoritaires.

Cette question des minoritaires est d'ailleurs à double sens. Ces derniers sont exposés à l'opportunité de remontées de dividendes importants, mais aussi exposés à des décisions de gestion qui pourraient favoriser les actionnaires Altice contre les intérêts propres de NC-SFR, comme par exemple : désendettement accéléré de la holding au détriment de la filiale, transferts d'actifs du groupe Altice vers NC-SFR pour améliorer des ratios du groupe au détriment de NC-SFR.

## 3. Le marché Français : la tempête continue

### 3.1. Guerre des prix et guerre des clients

La guerre des prix n'est pas finie...

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 / Numéricable, 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 et les contenus, Numéricable-SFR a augmenté en 2015 ses tarifs sur le fixe, puis sur le mobile (Red), et refait de même début 2016.

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

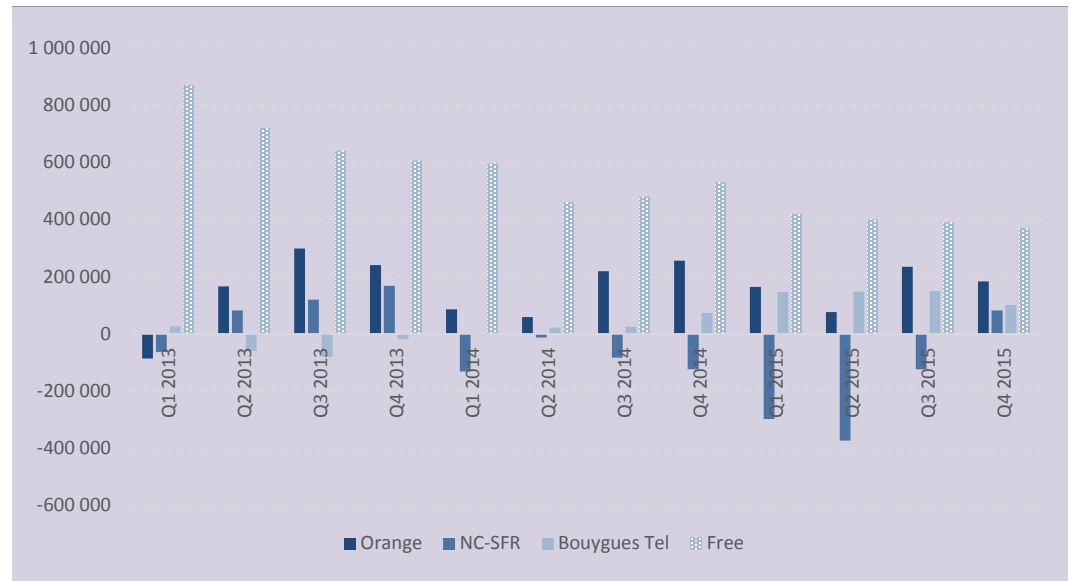
...notamment sur le mobile

Sur le mobile, Free reste encore sur des niveaux de recrutement très élevés : 1.58m de nouveaux clients sur 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 543k nouveaux abonnés sur 2015. SFR, qui avait fait une bonne année en 2013 suite à son repricing avec +305k nouveaux abonnés, commença à souffrir en 2014 de problèmes de qualité réseau, perdant -350k abonnés sur l'année, avant de perdre -713k abonnés sur 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 660k nouveaux abonnés sur 2015.

Q4 2015, en particulier, a vu une bataille promotionnelle sans précédent, avec une agressivité particulière de la part de NC-SFR, notamment sur ses offres low cost Red, avec par exemple :

- Offre voix et SMS illimité + 20Go de data pour 3.99€ pendant 12 mois
- Offre voix et SMS illimité + 1 Go (resp. 5Go) de data pour 4.99€ (resp. 9.99€), à vie

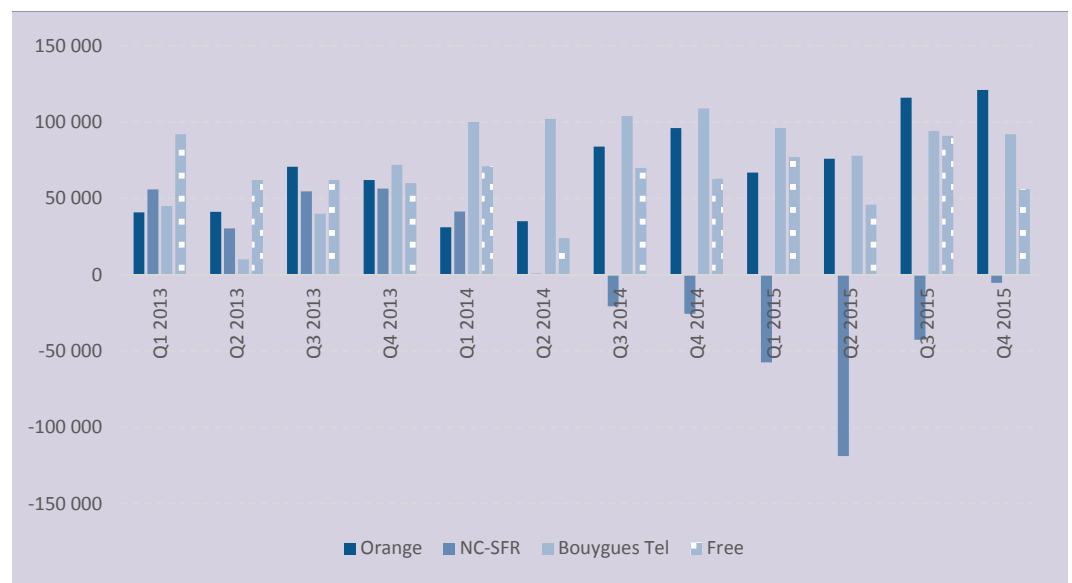
**Fig. 10: Historique des ventes nettes abonnés mobiles (hors M2M)**



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

Sur le fixe, Numéricâble-SFR perd des clients depuis le repositionnement tarifaire de Bouygues Telecom en 2014. Après avoir perdu 46k clients sur S2 2014, NC-SFR perd 224k clients sur les 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 +360k sur 2015. Iliad, qui a un peu souffert en 2014, avec +230k ventes nettes, retrouve une performance comparable à 2013 en 2015 avec 270k ventes nettes, 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 380k ventes nettes sur 2015, bénéficiant à plein de la sous-performance de NC-SFR, et alimenté notamment par de bonnes performances sur la fibre.

**Fig. 11: Historique des ventes nettes haut et très haut débit fixes**



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

Comme on le voit, la situation sur le marché est loin d'être stabilisée, et non viable pour l'ensemble des acteurs dans les conditions actuelles. L'échec récent du rapprochement entre Orange et Bouygues Telecom risque d'exacerber cette situation. Surtout, nous ne comptons pas à moyen terme sur une nouvelle opportunité de consolidation du marché Français, ne voyant aucun couple acheteur / vendeur probable, et nous nous plaçons dans la situation où Bouygues Telecom parvient assurer la continuité de son activité.

## 4. Le nouvel SFR : hésitations autour du business model

### 4.1. Une stratégie qui se cherche encore

Avec pour objectif primordial d'augmenter rapidement la rentabilité de ses clients, le positionnement de NC-SFR par rapport à ses concurrents sur le marché est singulier :

- En termes de stratégie marketing et de communication, NC-SFR a adopté une approche centrée sur les services fixes en général, la « Fibre » et les contenus en particulier.
- Sur le fixe, en opposition avec une guerre de prix toujours vivace, NC-SFR a fait le choix de multiples et successives augmentations de tarifs, en conquête, mais aussi sur le parc, en misant sur un double atout :
  - L'attractivité de ses contenus TV, alliée à une box de bonne réputation, puissante, stable et ergonomique.
  - Un footprint THD unique sur le marché. Il est cependant important de noter que les augmentations n'ont pas concerné uniquement les clients Fibre (ni même exclusivement les clients 3P).
- Sur le mobile, ici aussi NC-SFR a pratiqué une politique de hausse des prix, sur Red en particulier. NC-SFR a par ailleurs durci les règles de redescende en gamme des clients, allongeant les délais de « downgrade » ou limitant ces opérations au seul canal service client.

Sur 2015, cette stratégie s'est traduite, en parallèle d'un **redressement spectaculaire de l'EBITDA, par une perte significative de clients fixes et mobiles** et un redressement de l'ARPU fixe.

Précisément, sur le BtoC fixe, NC-SFR a perdu -3.0% de son parc client total en 2015 (en parc moyen), mais en contrepartie d'une hausse des ARPU de +3.0%, ce qui lui a permis de limiter l'impact sur le chiffre d'affaire. L'évolution du mix au profit de la fibre génère cependant des économies sur les OPEX DSL, estimées à 25266M€, qui permettent de rendre l'équation positive sur la marge fixe au final, malgré la perte des clients.

**Fig. 12: Illustration de l'effet volume/valeur clients Fixes sur 2015**

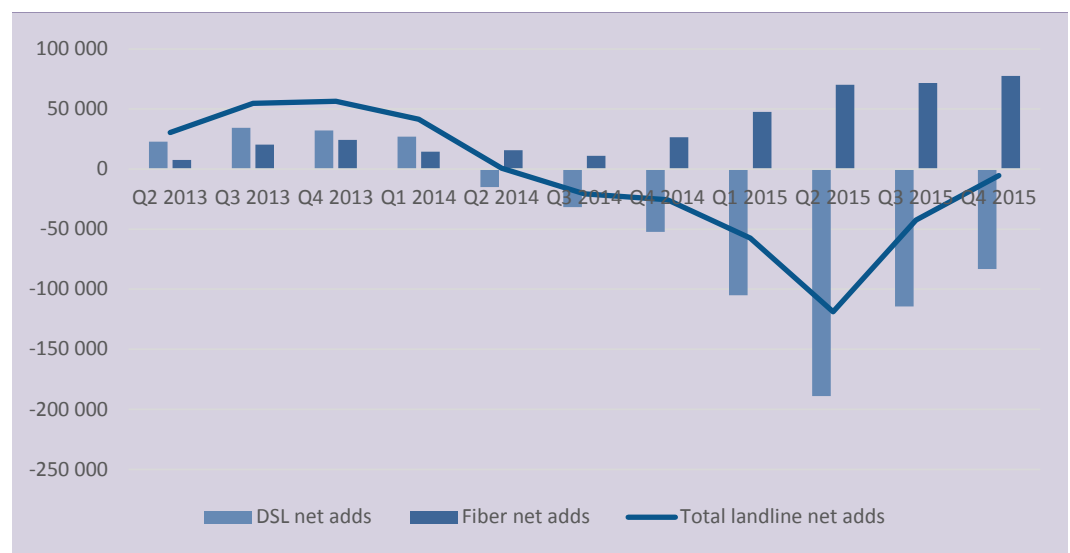
BtoC	2014	2015	Delta
Average landline cust. Base	6 606 673	6 407 980	-3,0%
ow fiber mix	23,0%	26,6%	+360 bps
Average landline ARPU	34,1 €	35,1 €	3,0%
<b>Landline Revenue impact</b>			<b>- 2 979 947 €</b>
ow volume effect			- 82 418 236 €
ow ARPU effect			79 438 289 €
<b>Fiber mix effect on DSL cost savings</b>			<b>25 266 071 €</b>

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

Nous pensons cependant que cette stratégie n'est pas durable sur le long terme :

- **Les augmentations de prix multiples ne sont pas soutenables dans le temps.** Ou doivent être compensés par des OPEX équivalents en termes de services ou contenus afin de justifier les hausses de tarifs.
- Certes les clients fibre génèrent une valeur très supérieure aux clients DSL, ~+60% de marge sur coûts variables d'après nos estimations. Mais le footprint de NC-SFR, bien que conséquent avec 7.5m de prises fibres, ne couvre encore qu'une minorité du potentiel client (~30%). **Le DSL, bien que moins contributeur en marge, demeure donc clé pour faire du volume et contribuer à la couverture des coûts fixes de l'opérateur.** Pour compenser la perte d'un client DSL, il faut plus d'une migration DSL vers Fibre, ce qui n'est pas évident étant donnée la part de clients éligibles THD.
- Ces effets illustrés aux bornes de l'activité Fixe ne capturent pas les effets induits sur le mobile, du fait de la convergence. Avec un taux de convergence aujourd'hui de l'ordre de 50%, on peut imaginer que **la perte d'un client Fixe entraîne à moyen terme la perte de 0.5 client mobile.**
- NC-SFR est contraint d'accompagner sa politique tarifaire premium de **campagnes promotionnelles agressives.** Mais si la politique promotionnelle permet de soutenir les performances commerciales en conquête, elle induit un traitement différent entre les clients en parc et les prospects. Cela provoque notamment un churn accru de la base et encourage les comportements de « chasseurs de prime »

**Fig. 13: Performances NC-SFR sur le fixe HD et THD**



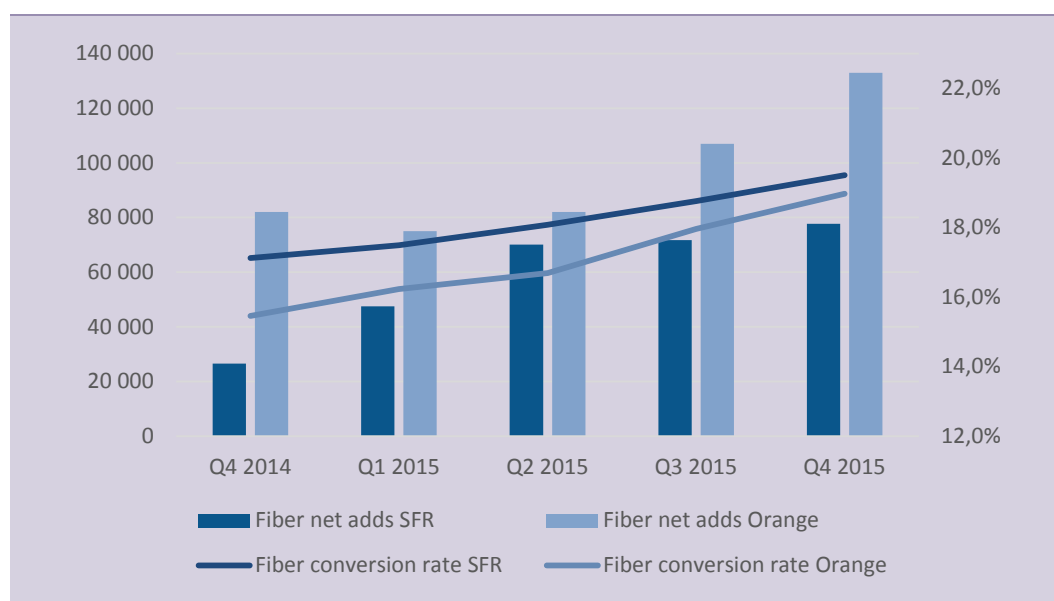
Source: Company Data.

Par ailleurs, la performance sur la fibre en particulier est à relativiser. Si la **croissance nette 2015 de la base client fibre est très supérieure à celle de 2014 (267k vs 67k)**, et en évolution favorable



ces derniers trimestres, elle demeure néanmoins **inférieure à celle d'Orange** (397k). Mais surtout, lorsque l'on rapporte les performances Fibre au nombre de prises disponibles, **l'efficacité d'Orange apparaît nettement supérieure** : les nouveaux clients fibre NC-SFR ont représenté **3.7%** du nombre moyen de prises NC-SFR disponibles sur l'année, tandis que les nouveaux clients fibre Orange ont représenté **8.9%** du nombre moyen de prises Orange disponibles sur l'année, témoignant d'une meilleure capacité à convertir et/ou recruter des clients sur la fibre. Tout ceci dans un contexte où NC-SFR a fait du THD le cœur de sa stratégie, et a hérité du jour au lendemain d'une base de prises fibres qui offre par ailleurs une opportunité de migration pour un nombre très important de clients DSL. Orange est aujourd'hui en passe de dépasser NC-SFR en taux de « remplissage » de son réseau THD.

**Fig. 14: Performance comparée NC-SFR / Orange sur le THD Fixe.**



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

Sur le mobile, NC-SFR a perdu -7.0% de son parc client total en 2015 (en parc moyen), avec une baisse d'ARPU mobile limitée à -0.2%, vs -5.8% en 2014, en raison de la politique volontariste de hausse des prix et de limitation des downgrades clients évoquée plus haut.

Cette politique de prix sur le mobile a les inconvénients suivants :

- Elle est **limitée sur les offres premium** avec engagement. En effet, toute augmentation tarifaire sur ce type d'offre libère le client de son engagement.
- Elle est **risquée sur les clients low cost**, qui sont par nature très attentifs au prix.
- Elle n'est **soutenable que si la qualité de service est au rendez-vous**, ce qui n'est pas encore le cas à date pour NC-SFR, notamment sur la 4G
- Symétriquement au fixe, **une perte de clients sur le mobile peut être préjudiciable à la performance sur le fixe.**

- De la même façon que sur le fixe, NC-SFR est contraint d'accompagner sa politique tarifaire premium de campagnes promotionnelles agressives. Mais si la politique promotionnelle permet de soutenir les performances commerciales en conquête, elle induit un **traitement différent entre les clients en parc et les prospects**. Cela provoque un **churn accru de la base**, ou bien des **mouvements de type « résiliation / réouverture de ligne »** coûteux et entretenus par la distribution, et encourage les **comportements de « chasseurs de prime »**

**Fig. 15: Illustration de l'effet volume/valeur clients mobiles sur 2015**

BtoC	2014	2015	Delta
Average mobile cust. Base	16 514 583	15 319 306	-7,2%
Average mobile ARPU	22,5 €	22,5 €	-0,2%
<b>Revenue impact</b>			<b>- 332 907 766 €</b>
<i>ow volume effect</i>			- 322 715 896 €
<i>ow ARPU effect</i>			- 10 191 870 €

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

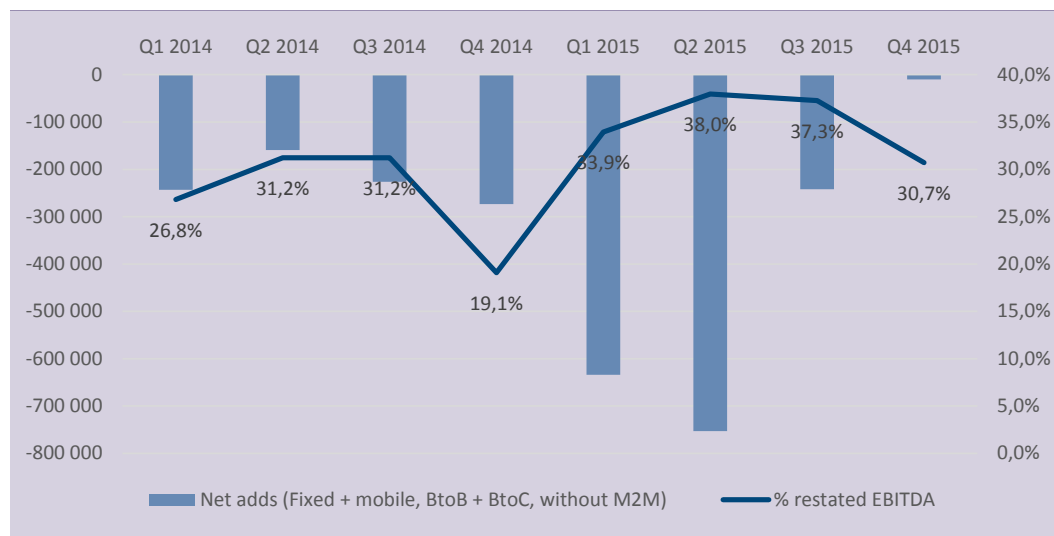
## 4.2. Un bilan mitigé à date : et maintenant ?

Nous pensons que la perte des clients constatée sur 2015 est une conséquence de nombreux éléments :

- Une stratégie assumée de concentration des efforts sur des clients « valeur ».
- Une hausse des prix imposée aux clients fixes et mobiles en parc
- Une restriction des moyens dédiés au recrutement et à la fidélisation des clients mobile premium.
- Un changement d'approche imposé à la distribution, et recentrage sur le fixe et les contenus
- Une déstabilisation des équipes liées aux réorganisations et changements de management
- Une adaptation des process de go to market et de raccordements du fixe
- Des changements de fournisseurs ayant pu nuire à la qualité du service rendu
- Une présence forte des équipes Altice sur le terrain avec une pression maximale sur les économies de coûts et possiblement un focus moindre du management NC-SFR sur les enjeux commerciaux
- Un déficit de qualité et de couverture 4G sur le réseau mobile (déjà constaté en 2014)

Une majorité de ces éléments a cependant participé à l'amélioration du taux d'EBITDA sur l'année. Le graph suivant présente l'évolution comparée sur l'année du taux d'EBITDA et du volume de clients perdus (hors M2M).

**Fig. 16: Evolution du taux d'EBITDA et des volumes clients 2014/2015**



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

Nous pensons cependant que **l'approche qui a été celle de 2015 n'est pas durable**, et qu'une stratégie premium, qui nécessite des investissements et des coûts commerciaux élevés, est difficilement compatible avec une approche court-terme de maximisation du taux d'EBITDA.

Le nouveau management devrait impulser une nouvelle dynamique

Pour le dire autrement, **nous devrions observer une inversion de la logique qui fut celle de 2015** : en effet les investissements dans les réseaux et la qualité de service doivent précéder l'application d'une stratégie premium. **En attendant, l'intensité promotionnelle devrait se poursuivre.**

Nous avons déjà constaté sur Q4 2015 les effets d'une telle réorientation. Et à ce titre, **nous voyons donc de façon très positive l'arrivée d'un nouveau management**, Michel Combes depuis T3 2015 et Michel Paulin attendu d'ici fin S1 2016, ainsi que l'arrivée d'un nouveau directeur des activités Grand Public. Nous pensons que ces changements témoignent d'une prise de conscience de la part de l'actionnaire majoritaire qu'une réorientation de la gestion de l'entreprise était nécessaire. NC-SFR se dote, avec Michel Combes et Michel Paulin, de deux managers ayant l'expérience de grands groupes, avec une expertise sur l'ensemble du spectre des activités télécoms fixes et mobiles.

Ces évolutions du management sont cependant une reconnaissance implicite du fait que **les problèmes rencontrés par le nouveau groupe sur 2015 ont été subis d'avantage que choisis**, et que la maîtrise de l'impact collatéral de l'ensemble des réorganisations menées l'année dernière fut insuffisante. **Le temps presse pour restaurer une image de marque sans doute impactée par ces derniers trimestres.**

Après une phase de restructuration, nous pensons que NC-SFR va désormais entrer dans une phase de consolidation, adressant donc les problèmes suivants :

- **Révision à la hausse** des investissements réseau mobile, et plus généralement des investissements sur la qualité des services rendus, afin de justifier une politique tarifaire premium et éviter une dégradation de son image de marque qui pourrait être irréversible.
- Poursuite d'une **politique promotionnelle** agressive pour soutenir les ventes sur 2016

- **Poursuite de plans d'économies** OPEX maîtrisés et compatibles avec le redressement commercial de l'activité
- **Transformation de la distribution** : rationalisation de la présence géographique, adaptation des techniques de vente avec un focus sur le fixe
- **Rationalisation du portefeuille** de marque Red et Virgin.

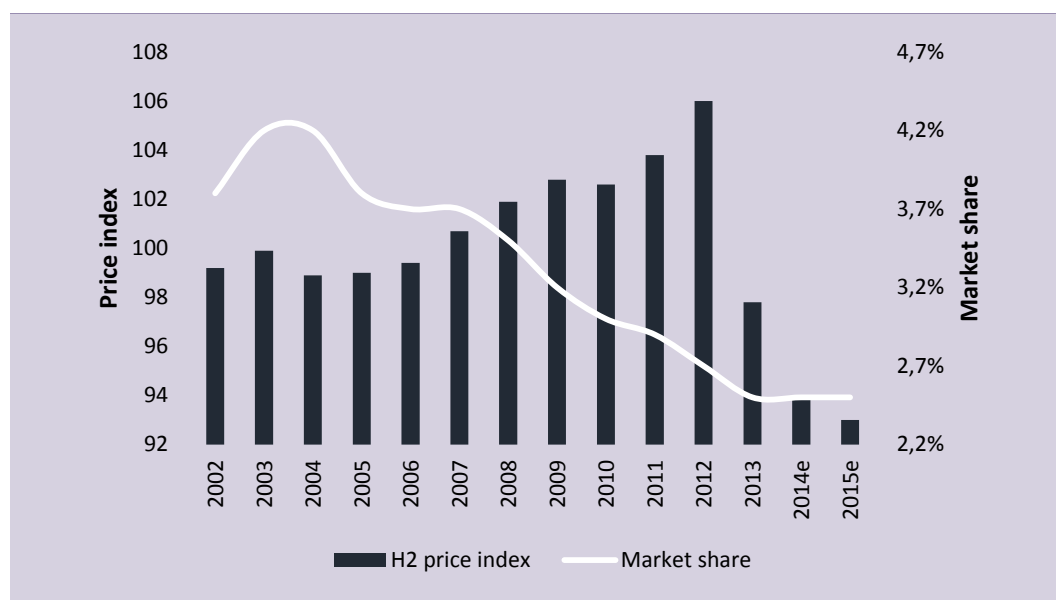
### 4.3. Trouver le juste équilibre entre « masse » d'EBITDA et taux d'EBITDA

Les réflexions précédentes soulignent l'opposition entre une approche focalisée sur la maximisation du taux d'EBITDA au détriment de la performance commerciale, et une approche axée sur la maximisation de la base client. **Nous pensons que NC-SFR n'a pas encore trouvé, à date, le bon équilibre entre « masse » d'EBITDA et taux d'EBITDA.**

Dans un premier temps, il nous apparaît intéressant d'effectuer une **analogie avec le secteur de la distribution**, la politique de prix pratiquée, et son impact sur la fréquentation des magasins.

Le graph ci-dessous présente l'évolution du niveau de prix pratiqué dans les magasins Tesco, en parallèle de l'évolution de leur part de marché. Tesco avait connu des difficultés financières et boursières majeures suite à ce « margin restatement ». Malgré l'augmentation des prix, et donc de la marge unitaire, la baisse de la fréquentation avait conduit à une détérioration de la marge de l'activité, les volumes clients couvrant insuffisamment la structure de coûts fixes.

**Fig. 17: Grande distribution – approche de Tesco sur les prix et impact sur la part de marché**



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

L'analogie avec Tesco est bien sûr limitée à ce stade, dans la mesure où NC-SFR est encore aujourd'hui dans une phase de transition consécutive à la fusion avec Numericable. L'analogie avec le

secteur de la Grande Distribution nous paraît cependant pertinente dans la mesure où le modèle des télécoms se rapproche de plus en plus d'un marché de commodités, sous l'impulsion de trois phénomènes structurants :

- **Multiplication des opérations promotionnelles**, qui deviennent clé dans l'approche commerciale des acteurs
- **Développement des offres sans engagement**, avec le développement en parallèle des offres de terminaux « nus » (ie sans subvention : terminaux recyclés, offres de financement, plateformes de distribution alternatives aux opérateurs...)
- **Facilitation des processus de portabilité** des numéros mobiles et fixes

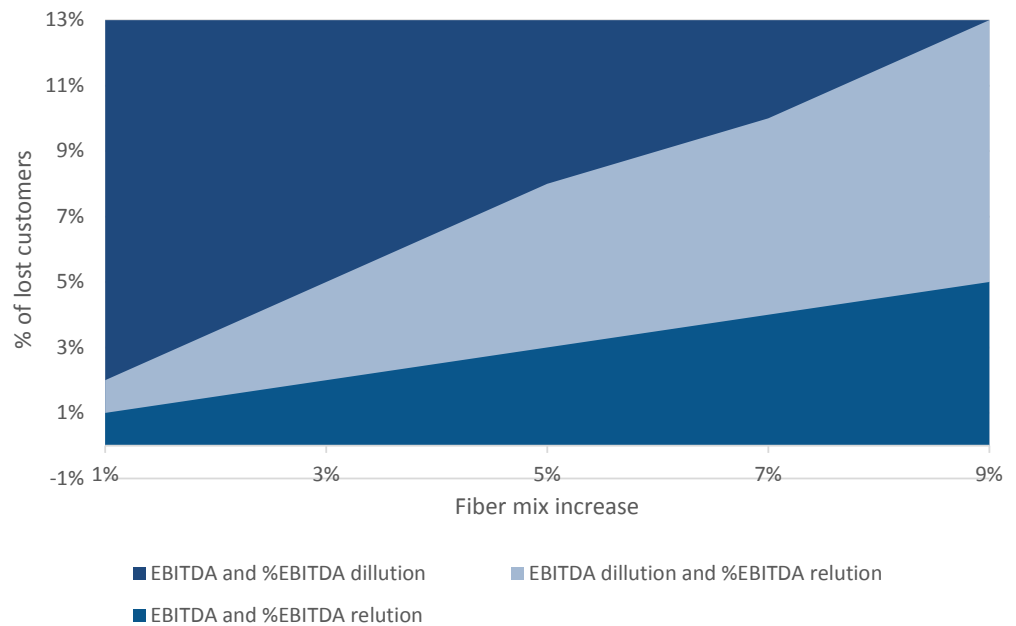
En effet, l'ensemble de ces éléments participe à plus grande fluidité des clients entre les opérateurs, donc une moindre récurrence des revenus, et globalement à une moindre inertie dans l'impact du comportement des consommateurs sur les résultats financiers des opérateurs. Même si, comme on le verra plus tard, la proposition de contenus nous paraît de nature à freiner ce mouvement.

Plus spécifiquement, concernant le business model de NC-SFR, nous proposons d'approfondir trois points structurants de l'arbitrage « masse » d'EBITDA vs Taux d'EBITDA :

- Le compromis mix DSL/Fibre vs volume de clients fixes totaux
- Le compromis ARPU vs volume de clients mobiles totaux
- Le compromis mix Premium/low cost vs volume de clients mobiles totaux

Le tableau suivant illustre le trade off « augmentation du mix fibre vs perte de clients », c'est-à-dire les impacts d'une stratégie très orientée vers les clients à plus fort taux d'EBITDA au détriment d'une approche plus généraliste.

**Fig. 18: Impact du mix Fibre et des pertes clients sur la rentabilité du fixe**



Source: Bryan, Garnier & Co ests.

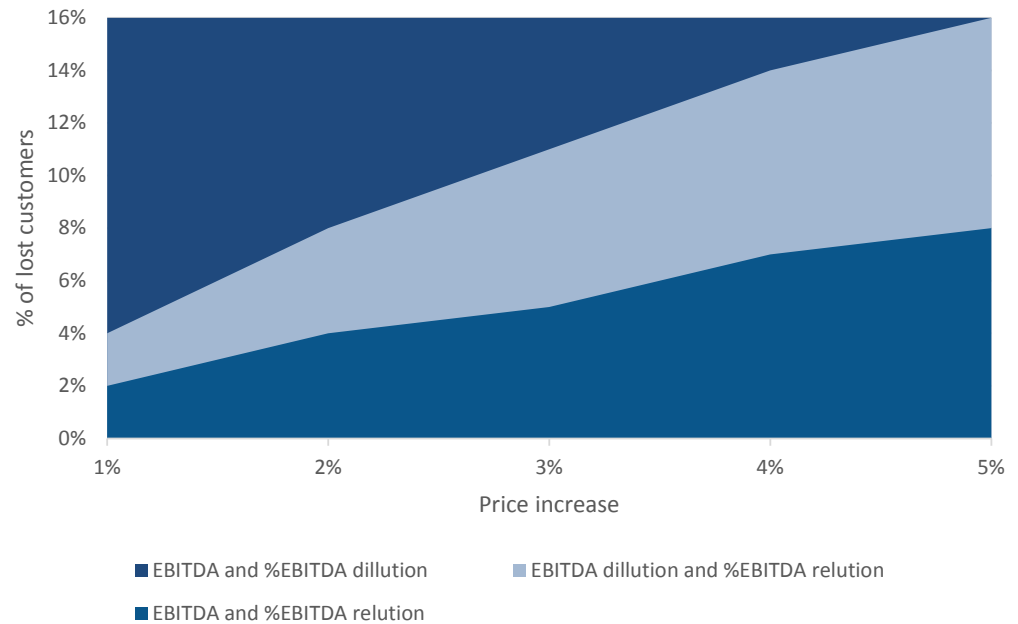
En fonction de l'évolution du mix de clients fibre et de la perte totale de clients fixes, on distingue trois zones :

- **Une zone « relative »**, où le taux d'EBITDA et l'EBITDA en valeur absolue sont améliorés : les gains de taux d'EBITDA sur la fibre compensent les pertes de clients, et l'ensemble contribue d'avantage à la couverture des OPEX fixes de l'activité.
- **Une zone « mixte »**, où le taux d'EBITDA est amélioré, mais l'EBITDA en valeur absolue est dégradé : le taux de marge est amélioré du fait du mix fibre supérieur, mais la base de CA a trop baissé et l'ensemble contribue moins à la couverture des OPEX fixes. Cette zone est la plus « délicate ». Elle affiche une meilleure rentabilité en taux, mais dégrade bien la valeur globale de l'activité (à moins d'efforts simultanés sur la structure d'OPEX fixes).
- **Une zone « dilutive »** où le taux d'EBITDA et l'EBITDA en valeur absolue sont dégradés. Les pertes de clients sont telles que le gain de mix sur la fibre est totalement absorbé.

Les hypothèses principales utilisées pour cette modélisation sont un taux de marge sur coûts variables des clients ADSL de 35%, de 55% sur la fibre, et des OPEX fixes de 13% du CA (maintenus stables en valeur absolue dans le modèle).

Le tableau suivant illustre le trade off « augmentation de prix vs perte de clients » sur le mobile, c'est-à-dire les impacts d'une stratégie très orientée vers la valeur (ARPU et taux d'EBITDA) au détriment d'une approche plus volumique.

**Fig. 19: Impact des augmentations de prix et des pertes clients sur la rentabilité du mobile**



Source: Bryan, Garnier & Co ests.

De même que sur le fixe, fonction de l'évolution du prix et de la perte totale de clients, on distingue trois zones :

- **Une zone « relative »**, où le taux d'EBITDA et l'EBITDA en valeur absolue sont améliorés : les gains de taux d'EBITDA liés à l'augmentation des prix compensent les pertes de clients, et l'ensemble contribue d'avantage à la couverture des OPEX fixes de l'activité.
- **Une zone « mixte »**, où le taux d'EBITDA est amélioré, mais l'EBITDA en valeur absolue est dégradé : le taux de marge est amélioré du fait de l'ARPU, mais la base de CA a trop baissé et l'ensemble contribue moins à la couverture des OPEX fixes. De même que sur le fixe, cette zone est la plus « délicate ». Elle affiche une meilleure rentabilité en taux, mais dégrade bien la valeur globale de l'activité (à moins d'efforts simultanés sur la structure d'OPEX fixes).
- **Une zone « dilutive »** où le taux d'EBITDA et l'EBITDA en valeur absolue sont dégradés. Les pertes de clients sont telles que le gain d'ARPU est totalement absorbé.

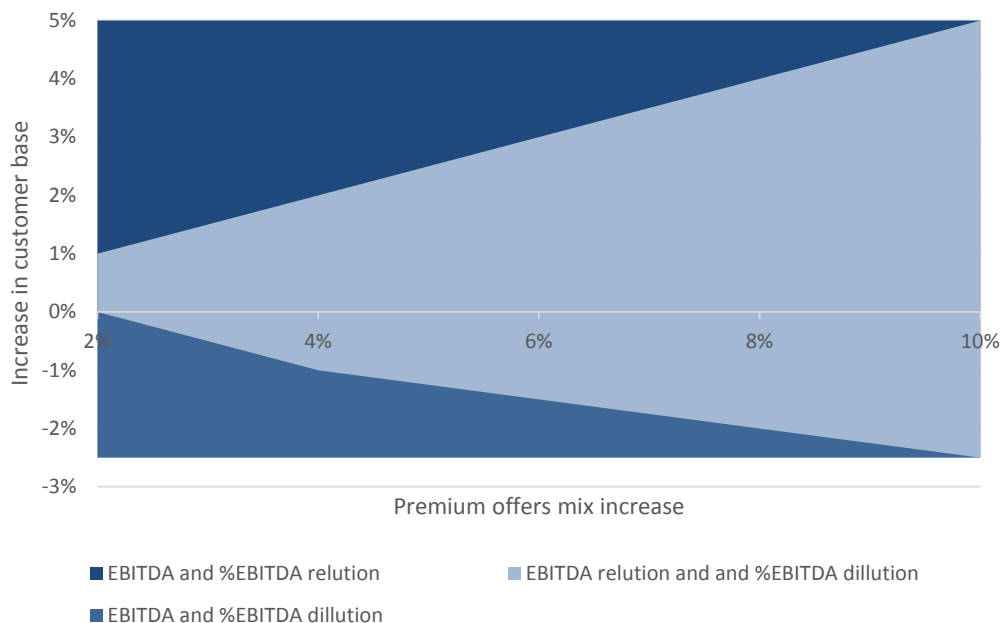
Les hypothèses principales utilisées pour cette modélisation sont un taux de marge sur coûts variables des clients mobile de 53%, et des OPEX fixes de 13% du CA (maintenus stables en valeur absolue dans le modèle).

Si l'on y regarde de plus près, le taux d'EBITDA mobile n'est pas seulement influencé par le prix et le volume des clients mobiles, mais aussi par le mix entre les clients premium (Starter et Power) et les offres Low cost (Red). Les offres premium ont un taux de marge sur coûts variables inférieur aux offres low cost (~50% vs 66%), du fait essentiellement des coûts d'acquisition et de fidélisation

supérieures. En revanche, leur ARPU est quasiment doublé. D'où **une marge sur coûts variables en valeur absolue supérieure pour les offres premium, malgré un taux de marge inférieur.**

Comme illustré dans le graphique ci-dessous, une bonne performance sur le mix Premium peut compenser en EBITDA la perte d'un certain nombre de clients. Et même en cas de gains clients, l'effet peut être négatif sur le taux d'EBITDA.

**Fig. 20: Impact du mix premium / low cost sur les clients mobiles**



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

L'analyse ci-dessus est vraie en « régime de croisière », cependant les impacts court-terme des performances commerciales relatives des offres premium et offres Red sont différentes. Du fait de coûts d'acquisition importants (subvention mobile et rémunération distributeurs), nous estimons en effet le payback sur coûts variables des offres premium à une durée comprise entre 6 et 8 mois. A compter de T2/T3, **une mauvaise performance commerciale sur les offres premium est donc positive sur le taux et la valeur absolue de l'EBITDA de l'exercice en cours.**

Nous estimons ainsi à plusieurs dizaines de M€ les effets positifs sur les coûts potentiellement induits par la dégradation de la performance commerciale sur 2015.

**Il y a donc ici un choix stratégique à faire entre une politique de maximisation de l'EBITDA court terme et du taux d'EBITDA au détriment des clients Premium, et une stratégie de maximisation de l'EBITDA en valeur absolue impliquant des investissements importants nécessaires au recrutement et à la fidélisation des clients Premium.**

Enfin il est à noter que, si dans une approche « stand alone » une valorisation sur base de multiple d'EBITDA fait du sens, **dans une approche de valeur de revente de l'activité c'est d'avantage le nombre de clients qui fait du sens, donc le chiffre d'affaires et ses multiples** (comme en témoigne, dans un cas extrême, la valorisation de l'activité de Bouygues Telecom).

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.



Dans ce contexte, et aux vues de l'ensemble des analyses ci-dessus il nous apparaît important **d'éviter un focus trop grand sur le taux d'EBITDA de l'activité, au profit de la « masse d'EBITDA » générée**, avec une vision d'avantage moyen-terme.

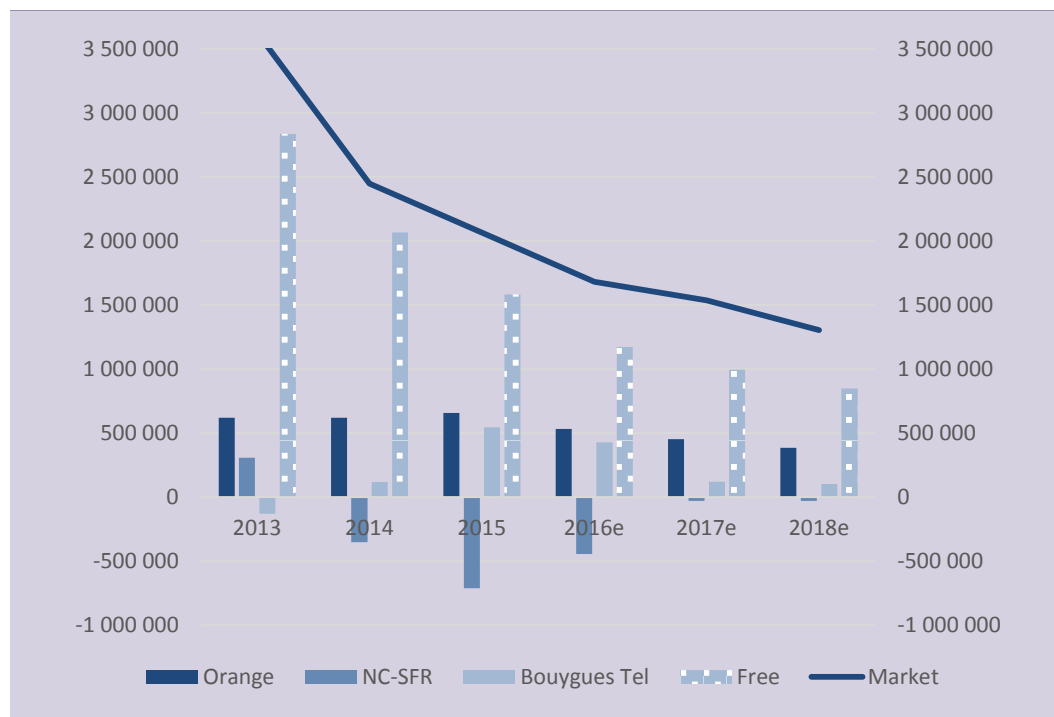
#### 4.4. Un chiffre d'affaires qui va demeurer sous pression

Etant donné le contexte décrit ci-dessus, **1/** le temps nécessaire au renforcement de la qualité du réseau mobile en particulier et **2/** à la reprise en main de la stratégie par le nouveau management, **3/** la poursuite de l'ensemble des plans d'adaptation, de synergies/économies de coûts et de réorganisation, nous pensons que les ventes fixes et mobiles de NC-SFR vont rester sous pression en 2016, avant de connaître une évolution positive à partir de 2017.

Nous pensons que le jeu des acteurs devrait rester sur 2016 assez identique à 2015, avec notamment une animation promotionnelle élevée, pour deux raisons principales :

- NC-SFR ne disposera pas encore, sur le mobile en particulier, d'un niveau de qualité comparable à Orange / Bouygues Telecom, nécessitant une compensation tarifaire
- Bouygues Telecom conservera un niveau d'agressivité tarifaire élevé afin de continuer à recruter des clients, point clé de sa stratégie de « recovery »

**Sur le mobile, Bouygues Telecom et Orange, bénéficiant des pertes clients NC-SFR ainsi que de leur leadership réseau, continueront d'afficher des hautes performances sur 2016**, avant le rattrapage de NC-SFR. Nous voyons NC-SFR en décroissance de -3.0% en 2016, puis à l'équilibre sur 2017 et 2018, après avoir perdu 4.6% de ses abonnés mobiles en 2015. Bouygues Telecom serait encore en croissance de parc abonnés de 3.9% en 2016, vs 8% en 2015. Orange devrait encore bénéficier d'une croissance raisonnable de 2.6%/2.4%/2.0% sur 2016/2017/2018, après avoir connu 3.4% en 2015 et 2014. Enfin, Free devrait continuer sur une bonne tendance, avec une croissance des volumes mobiles de 10% en 2016, 8% en 2017 et 6.2% en 2018, vs 26% en 2014 et 16% en 2015.

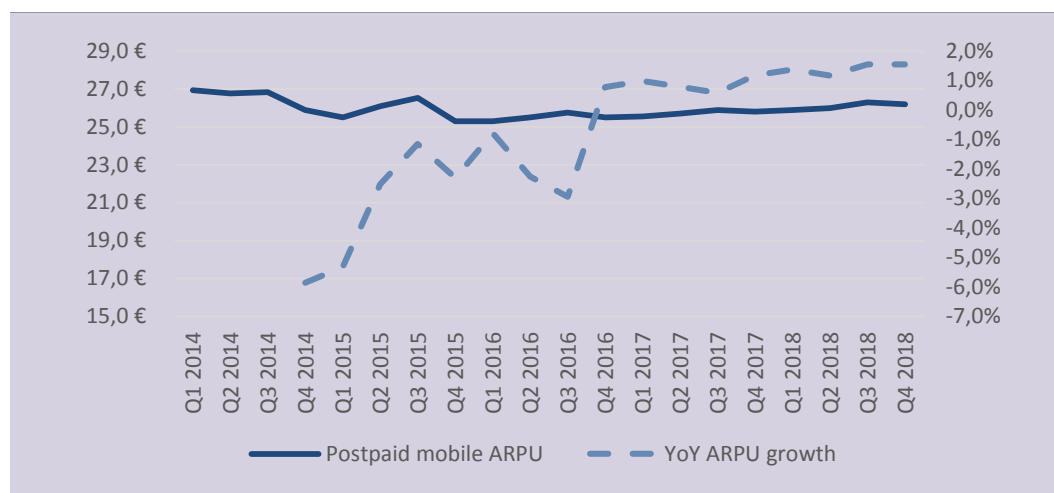
**Fig. 21: Evolution des ventes nettes abonnés mobiles (hors M2M)**


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

Concernant l'ARPU mobile, nous pensons que la performance commerciale sera toujours soumise à une forte intensité promotionnelle, partiellement compensée par les augmentations de tarifs appliquées en conquête et en parc. Sur 2016 pèsera également l'entrée en vigueur des nouvelles contraintes Européennes sur les tarifs de roaming. Sur 2016, nous tablons donc sur une hausse modeste de l'ARPU abonnés mobiles, limitée à -1.3%, vs -2.8% sur 2015. Sur 2017 et 2018, l'atteinte d'un palier sur les promotions, une meilleure qualité de services, la politique tarifaire correspondante et le développement des usages data devraient permettre d'atteindre des taux de croissance de l'ARPU abonnés mobiles de l'ordre de 0.9% en 2017 et 1.4% en 2018.

**Dans tous les cas, nous ne croyons pas à un scénario qui verrait simultanément un redressement significatif de l'ARPU et des performances commerciales sur le mobile.**

**Fig. 22: Evolution de l'ARPU abonnés mobile NC-SFR**

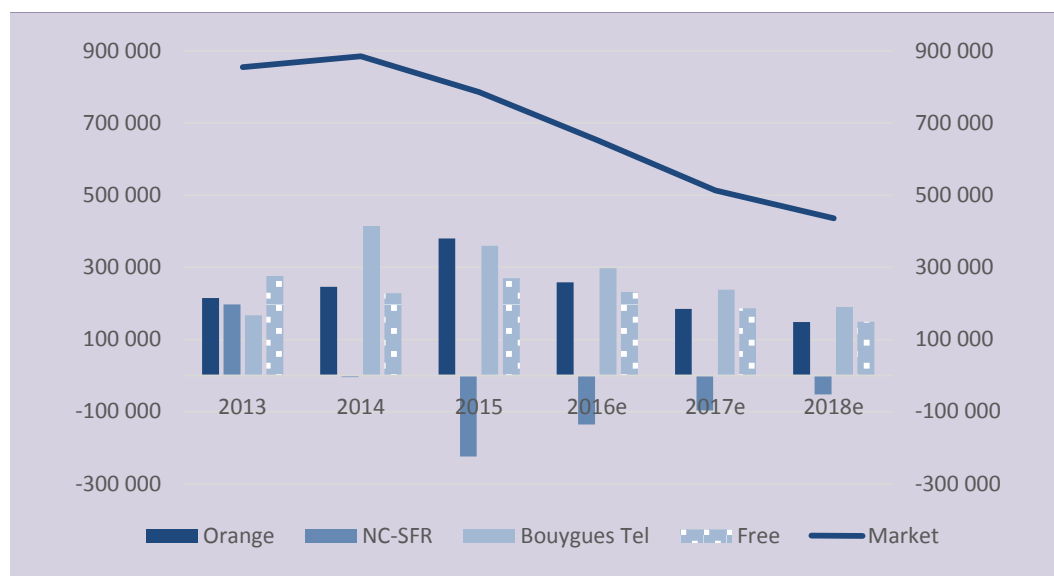


Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Concernant le fixe, la progression du marché 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**. NC-SFR devrait réduire ses pertes clients progressivement, mais demeurer en **ventes nettes négatives du fait d'un positionnement premium réaffirmé et d'un focus sur la fibre**, comme en témoignent l'augmentation de prix de 3€ début 2016 sur les box Fibre Power ainsi que les investissements sur les contenus Altice (voir ci-après). **Bouygues Telecom** devrait maintenir un niveau élevé de recrutement, bénéficiant d'un positionnement tarifaire attractif. **Orange** pourra souffrir un peu du redressement progressif de NC-SFR, les ventes nettes d'Iliad diminuant à mesure que le marché se tasse.

**Fig. 23: Evolution des ventes nettes abonnés fixes HD et THD**

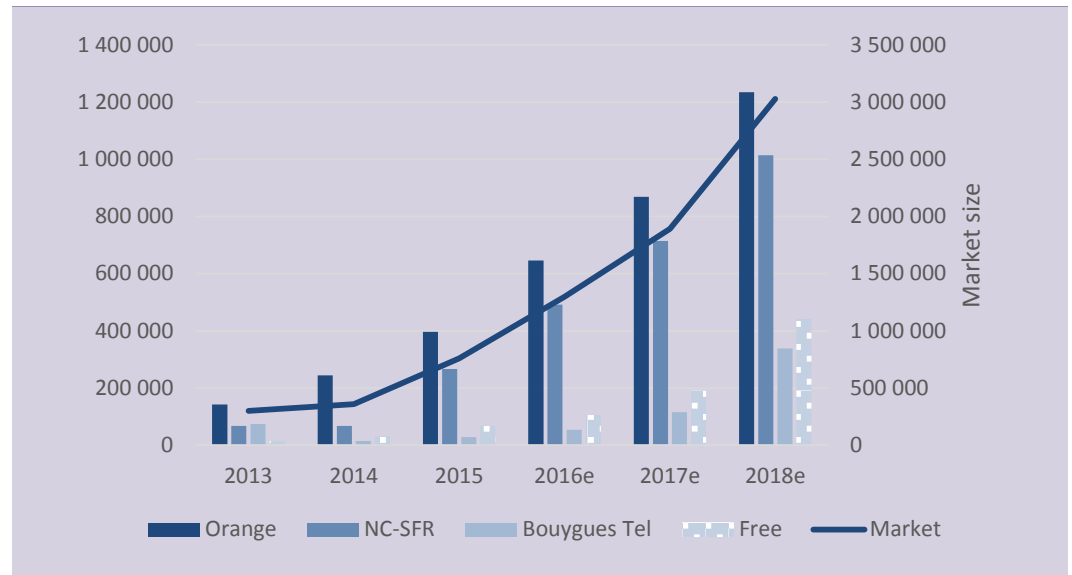


Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

**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, NC-SFR a entamé des vastes opérations de migrations (non forcées) des clients DSL hérités de SFR vers les infrastructures très haut débit de Numericable.

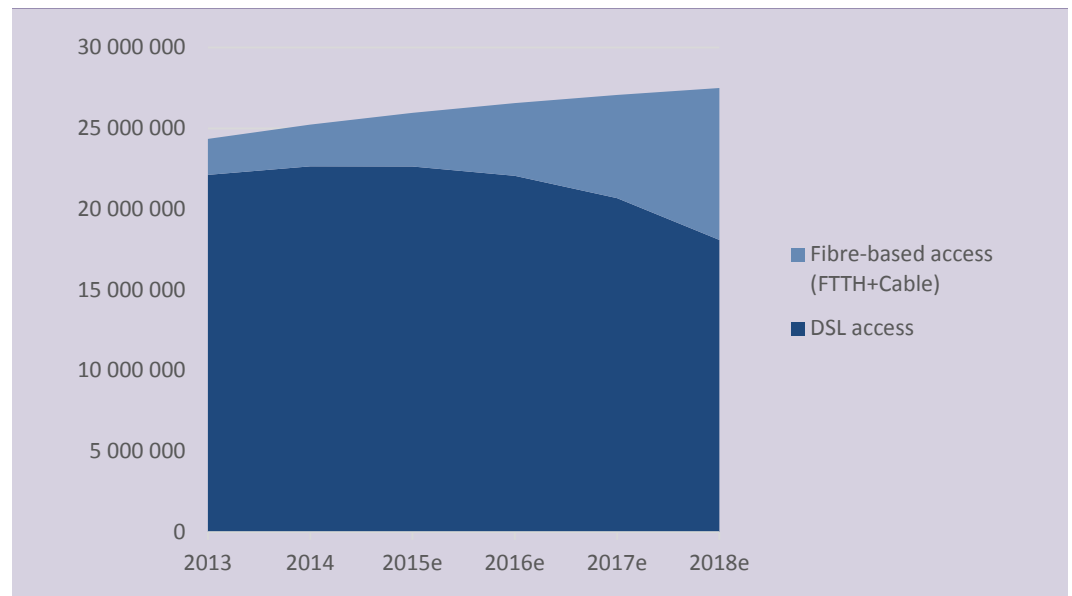
Nous pensons que **ce phénomène va se poursuivre et s'amplifier** dans les années suivantes, encouragé par **1/** le développement d'usages fortement consommateurs en bande passante (multiplication des contenus audiovisuels 4k, développement du multi écran et usages simultanés au foyer, hausse des usages 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 **triplement du volume d'abonnés fibre sur le marché** entre fin 2015 et fin 2018.

**Fig. 24: Evolution des ventes nettes THD**



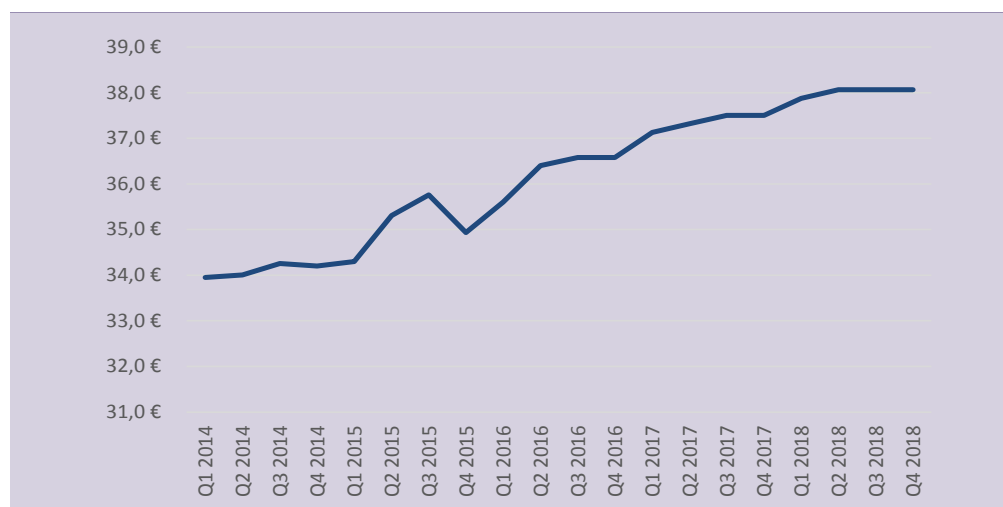
Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

**Fig. 25: Evolution des parcs HD et THD fixes totaux (4 opérateurs)**



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

Concernant l'ARPU fixe, nous pensons que la stratégie de hausse de prix soutenue par un contenu premium va se poursuivre. Nous tablons sur une croissance de l'ARPU fixe de 3.5% sur 2016, vs 3.0% en 2015, correspondant à l'effet année pleine des augmentations de 2015 ainsi qu'aux dernières augmentations tarifaires appliquées au parc début 2016. Nous pensons que les augmentations tarifaires seront plus limitées sur 2017 et au-delà, nous tablons sur une croissance de l'ARPU de 3.0% et 1.8% sur 2017 / 2018.

**Fig. 26: Evolution de l'ARPU Fixe NC-SFR**


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

Concernant le BtoB, nous pensons que **l'activité va encore souffrir sur plusieurs trimestres**, pour des raisons identiques au BtoC, de **l'agressivité maintenue de Bouygues Telecom** sur le marché, et du fait de la fusion toujours en cours des activités historiques SFR avec Telindus d'une part et Comptel d'autre part. Nous tablons sur un **retour modeste à la croissance à partir de T3 2016**.

Concernant les activités Wholesale, nous pensons que les performances vont souffrir notamment de la **perte du contrat DSL de Bouygues Telecom** au profit d'Orange. Les baisses de prix sur les contrats MVNO devraient être compensées par une hausse du trafic. Nous prévoyons un **retour à la croissance à compter de T1 2017**.

Le graphique ci-dessous présente l'évolution du chiffre d'affaires des trois activités de NC-SFR à horizon 2018.

**Fig. 27: Evolution pro forma du CA NC-SFR**

	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016e	FY 2017e	FY 2018e
<b>Proforma Revenues (M€)</b>	<b>12 039</b>	<b>11 436</b>	<b>11 039</b>	<b>10 808</b>	<b>10 886</b>	<b>11 054</b>
		-5,0%	-3,5%	-2,1%	0,7%	1,6%
BtoC	8 256	7 888	7 595	7 462	7 481	7 540
		-4,5%	-3,7%	-1,8%	0,3%	0,8%
BtoB	2 365	2 223	2 116	2 046	2 089	2 145
		-6,0%	-4,8%	-3,3%	2,1%	2,7%
Wholesale	1 418	1 325	1 328	1 300	1 316	1 369
		-6,6%	0,2%	-2,1%	1,3%	4,1%

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

**La pression sur le chiffre d'affaire expose NC-SFR à une tentation risquée : celle d'une fuite en avant consistant à compenser les pertes de clients par des augmentations tarifaires sur le**

parc, aggravant ainsi la perte client et entretenant un cercle vicieux destructeur de valeur. Nous pensons que NC-SFR devra être vigilant à ne pas s'engager dans une telle stratégie.

## 4.5. Des économies qui doivent se poursuivre

NC-SFR a engagé sur 2016 une politique très ambitieuse de réduction des coûts, grâce aux plans d'actions suivants :

- **mise en œuvre** de synergies entre NC et SFR : migrations clients DSL vers Fibre, Distribution (début de la rationalisation du réseau de boutiques), Marque (arrêt de la marque Numericable, sauf pour les bouquets TV)
- **révision** des politiques de sourcing (internalisation / externalisation) avec notamment une baisse du recours à la sous-traitance
- **renégociation** de l'ensemble des contrats fournisseurs
- **suppression** d'un certain nombre de dépenses jugées inutiles ou excessives

Cette politique a permis d'économiser **665M€** sur 2015 vs 2014 pro forma.

### Attention au management des OPEX

De la même façon que décrit sur le chiffre d'affaires, **NC-SFR s'expose à un risque dans sa gestion agressive des OPEX : celui de pousser toujours plus loin les économies afin de compenser un chiffre d'affaires sous pression et sauvegarder l'EBITDA. Ce faisant, NC-SFR prendrait le risque d'accélérer les pertes clients et au final d'aggraver la situation à moyen terme.** Nous pensons que NC-SFR devra être vigilant à ne pas s'engager dans une telle stratégie, en veillant à ce que les économies d'OPEX n'impactent pas les performances commerciales et la qualité du service fourni.

Nous voyons cependant les économies d'OPEX se poursuivre du fait des éléments suivants :

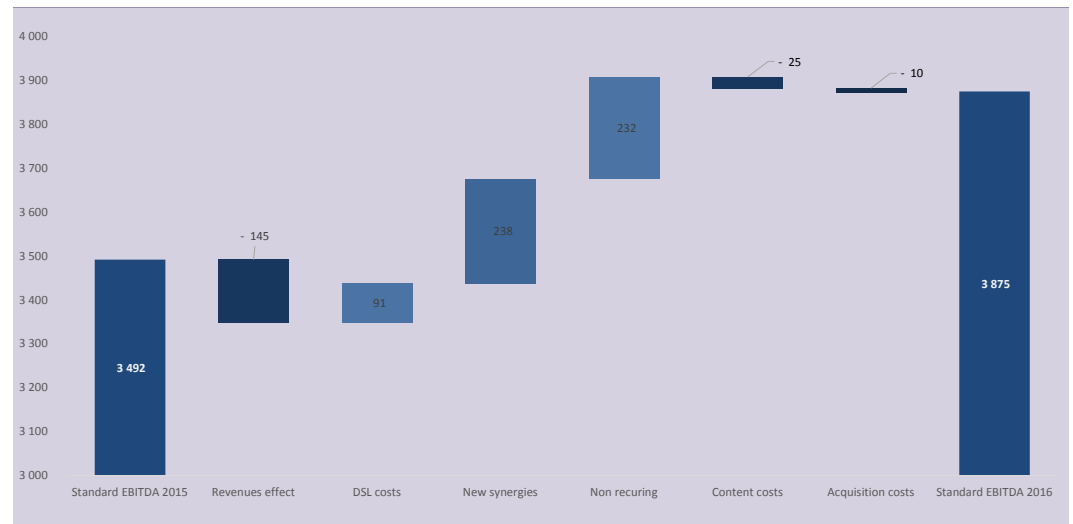
- **Poursuite des migrations DSL vers Fibre**, économies estimées à 91M€ vs 2015
- **Nouvelles économies et effet année pleine des économies OPEX engagées sur 2015**, pour un montant estimé à 238M€, comprenant les éléments suivants : Distribution (poursuite de la rationalisation du réseau de boutiques), service client (sourcing et renégociations fournisseurs, poursuite de la digitalisation), marque (Red et Virgin), autres OPEX.

En face de ces économies, certaines lignes de coûts devraient cependant être amenées à augmenter :

- **Coûts d'acquisition et de fidélisation** : malgré des effets positifs liés notamment à la montée en puissance des offres SIM-Only, nous pensons que le redressement des performances commerciales à partir de 2016 devra s'accompagner d'une hausse des moyens commerciaux, que nous estimons à 10M€.
- **Contenus** : comme expliqué plus bas nous neutralisons les effets des coûts Zive fournis par Altice, mais nous impactons le P&L de 25Me correspondant à un trimestre de droits de la Premier League anglaise.

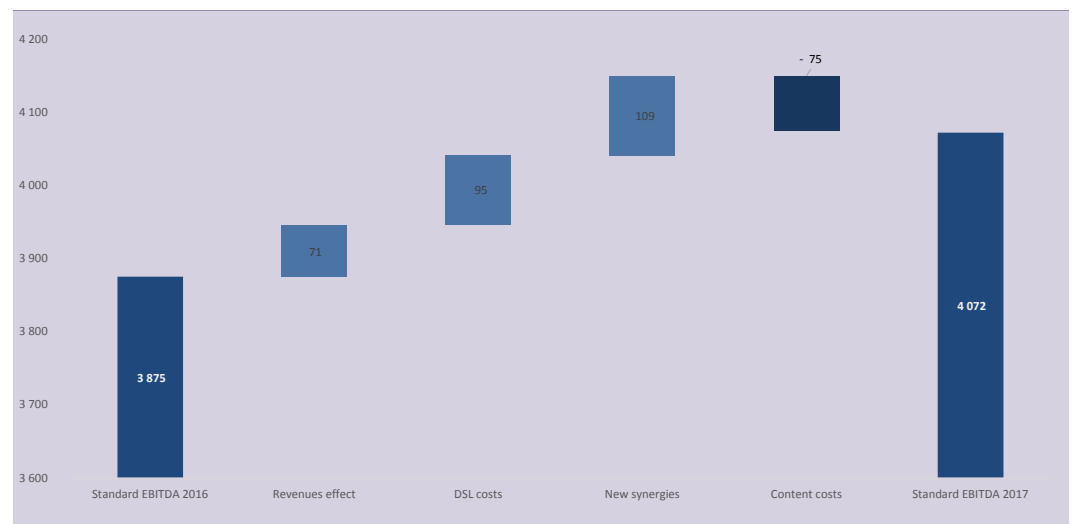
Le tableau ci-dessous présente une valorisation de l'ensemble des éléments décrits ci-dessus et un passage de l'EBITDA 2015 aux EBITDA 2016 et 2017 estimés (« standard » EBITDA = EBIT avant amortissement et dépréciations).

**Fig. 28: Passage EBITDA 2015 – 2016**



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

**Fig. 29: Passage EBITDA 2016 – 2017**



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

Selon ces hypothèses, les économies totales sur les OPEX fixes sont estimées à **800M€ en 2017** (nette des surcoûts contenus et autres), c'est-à-dire 20% de la base estimée d'OPEX fixes 2014 pro forma. Les économies générées par les migrations DSL vers Fibre devraient atteindre **261M€**.



## 4.6. Une nouvelle approche sur les contenus

### 4.6.1. Des stratégies diverses

S’agissant de la question des contenus et de la convergence Télécom/Média, les opérateurs se classent en deux catégories :

- Les partisans d’une approche partenariale
- Les partisans d’une intégration verticale « contenants / contenus »

Les premiers sont attachés à la **diversité du catalogue offert**, à un **modèle économique essentiellement variable** (revenue share, commissions de distribution, éventuellement « minimum garantis »), donc **peu risqué**, et à la **flexibilité de l’offre**. Fonctionner sur un mode partenarial permet par ailleurs de confier ses contenus à des sociétés qui bénéficient **d’effets d’échelle** et de savoir-faire en termes de **gestion de la relation avec les ayant droits** permettant de garantir des conditions tarifaires optimales. Il est à noter que cette approche axée sur les partenariats n’empêche en aucune mesure la signature de deals exclusifs, sur des durées en général limitées.

Les seconds prennent d’avantage de **risques financiers** (investissements dans les contenus, structures de coûts fixes et problématiques de points-morts) mais privilégient la **maîtrise éditoriale**, jouent d’avantage sur les **exclusivités** et optimisent **l’intégration des contenus** dans leurs environnements et plateformes propres.

**Fig. 30: Exemples de partenariats sur les contenus, marché Français**

Content Type	Content Partnerships
Music	Deezer (Orange), Spotify (Bouygues Telecom), Napster (NC-SFR)
Press	LeKiosk (NC-SFR)
TV channels	Canal+, Canal Sat, Beln, TF1, Groupe M6, AB, Disney, Lagardère, Turner (almost all operators)
VoD	Canal Play (Orange, Free, Bouygues Telecom), Netflix (Orange, NC-SFR, Bouygues Telecom)

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co.

**Fig. 31: Exemples des initiatives de contenus en propre, marché Français**

Content Type	Owned contents
Press	Libération, Groupe L’express, Stratégies (Altice)
TV channels	OCS (Orange), MCS, Kombat Sport, NextRadio TV (Altice)
VoD	Zive (Altice)
Sport rights	Mobile Ligue 1 (Orange), Premier League, Porto Football club, French Basketball (Altice)

Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co.

Sur le marché Français, l’ensemble des opérateurs, à l’exception de Numéricable-SFR, appartiennent historiquement à la première catégorie.

Sous l’ère Vivendi, il n’existait aucune synergie entre SFR en Canal+. Les négociations étaient particulièrement difficiles entre les deux groupes (comme en témoigne l’échec de la revente de

l'activité Pay TV de SFR à Canal+ en 2013). Vivendi avait pour principe de maximiser l'intérêt des deux groupes, chacun dans leur domaine, maximisant ainsi l'intérêt de l'ensemble. Même philosophie chez Bouygues, où il n'existe pas de synergies « contenus / contenant » entre TF1 et Bouygues Télécoms. Orange, à l'exception de quelques initiatives aux bilans contrastés (Orange Sport, OCS, Orange Ligue 1 en portabilité, Dailymotion), est restée centrée sur une approche essentiellement partenariale des contenus.

Numericable, puis Numericable-SFR, sous l'impulsion d'Altice, ont emprunté une voie différente. Le groupe Altice s'est construit sur la consolidation du câble, qui est historiquement une offre de Pay-TV avant d'être une offre d'accès Internet. D'où, dans les gènes du groupe, et dans sa stratégie marketing, une forte présence des contenus.

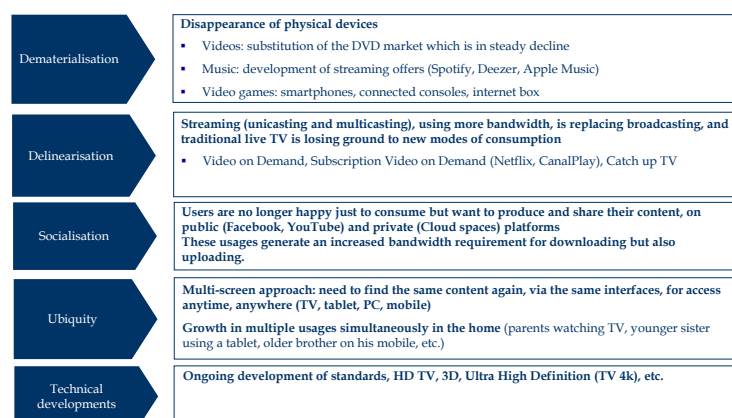
Cette stratégie s'est illustrée ces derniers mois dans les événements suivants :

- Une **gamme Fixe** construite sur la montée en gamme par les contenus TV (et les débits), positionnant le savoir-faire de NC-SFR en terme d'édition de bouquets TV payants comme le cœur de la stratégie « valeur » du nouvel ensemble.
- Des **investissements significatifs** dans les droits sportifs : notamment Premier League de football anglais pour 300M€ sur les trois prochaines saisons (droits exclusifs en France et à Monaco), accord de diffusion et de sponsoring du FC Porto pour 475.5M€ sur 10 ans, partenariat exclusif de 50M€ avec les instances du Basket Ball français pour la diffusion de l'ensemble des compétitions sur 5 saisons.
- Le lancement d'une **offre en propre de SVoD** (Subscription Video on Demand) : Zive, riche d'un catalogue de 10 000 programmes d'ici fin S1 2016, dont certains en 4k. L'offre est disponible gratuitement dans les abonnements à partir des offres Power, ou disponible pour 9.99€ / mois sinon.
- Une **communication** centrée sur les contenus : partenariat avec Cristiano Ronaldo - incarnant les contenus « sport » du groupe - spot TV et homepage du site web SFR axés sur les contenus.
- Des **acquisitions ou partenariats** avec de nouveaux groupes de médias au niveau d'Altice : partenariat avec NextRadioTV (radio, TV gratuite), acquisition de Libération, groupe l'Express – L'Expansion, Stratégies notamment.

#### 4.6.2. Un nouveau paradigme

Encouragés notamment par les initiatives de NC-SFR et Altice sur les contenus, on assiste depuis plusieurs mois à une évolution de la position d'un certain nombre d'acteurs, avec le **retour sur le devant de la scène du paradigme de la convergence télécom / média**. Les raisons d'une telle évolution sont multiples. Elles tiennent à la fois à la nature des nouveaux contenus digitaux proposés, mais aussi à l'évolution des modes de consommation, comme présenté dans le tableau ci-dessous.

**Fig. 32: Evolution des contenus et usages digitaux**



Source: Bryan, Garnier & Co.

Ainsi, Orange a annoncé un prochain séminaire de son comité exécutif dédié à la question des contenus, et Vivendi a placé 4 représentants au Conseil d'Administration de Télécom Italia. De nombreux autres exemples illustrent ce renouveau du paradigme, comme présenté dans le tableau ci-dessous.

**Fig. 33: Dernières initiatives de convergence télécom / média en Europe**

Telecom Company	Illustration of latest media convergence initiatives
Proximus	Acquisition of Belgium football rights
Telefonica	Acquisition of Canal+ Spain, acquisition of Liga football rights
Orange Spain	Acquisition of Liga football rights
Vodafone	Acquisition of Liga football rights
BT	Acquisition of Champions' League football rights
Liberty Global	Acquisition of production firm All3media (JV with Discovery), investment in ITV
Altice	Launch of Zive, acquisition of Portugese and English football rights
Telecom Italia	Vivendi acquires a 21,8% stake in the company, four board members
Comcast	Acquisition of NBCUniversal
AT&T	Acquisition of Direct TV

Source: Bryan, Garnier & Co.

Dans le cas de NC-SFR, et plus généralement du marché Français, **les contenus sont clés pour vendre la fibre**, plus rémunératrice en EBITDA. Difficile de vendre l'intérêt d'un accès à plus de 100Mbps sans mettre en avant les contenus haute-définition, le multi-écrans, le streaming vidéo... Inversement, il est plus aisé de vendre des contenus vidéos à valeur ajoutée quand on dispose d'une proposition d'accès Très haut Débit. D'où la cohérence de la stratégie de NC-SFR, et de son USP (« Unique Selling Proposition ») jouant de sa position de force simultanément sur les infrastructures THD et les contenus.

**Nous ne sommes donc plus dans le contexte du début des années 2000** où la capacité à monétiser les contenus digitaux était quasi nulle. Cependant, il serait toujours déraisonnable de voir dans ce nouvel environnement des opportunités de synergies démesurées.

La création de valeur n'est pas évidente sur le marché Français

### 4.6.3. Une création de valeur limitée

Nous sommes prudents sur les synergies et impacts financiers de la stratégie de convergence contenus / contenants menée par NC-SFR en France. Nous pensons en effet que ses effets seront limités à moyen terme, pour les raisons suivantes :

- Le marché Français comporte de nombreuses spécificités
  - **La France dispose déjà d'une offre de télévision gratuite et diversifiée abondante**, avec notamment les 26 chaînes de la TNT, et plus de 150 chaînes incluses dans les bouquets TV basiques des offres 3P des opérateurs. Le **marché adressable par la télévision payante est ainsi naturellement réduit**, et les contenus TV payant additionnels doivent donc apporter un contenu exclusif, particulièrement différenciant et qualitatif afin de trouver une clientèle.
  - **Le secteur de la pay TV en France est en difficulté**. Les chaînes Canal+ en France ont subi une perte de 264M€ d'EBITA en 2015, avec une perte de 405k client. BeIN Sports perdrait également de l'argent. D'où la nécessaire consolidation du marché en cours autour de l'accord d'exclusivité entre Canal+ et BeIN Sports. Dans ce contexte, difficile pour NC-SFR de lutter efficacement et assurer la rentabilité de ses investissements sur les contenus premium payants.
- L'environnement réglementaire Français est contraignant
  - Les éditeurs de services de télévision Français ont une **obligation de participation au financement et à la production d'œuvres cinématographiques**. Ces obligations pèsent sur la rentabilité des initiatives, et nuisent à la flexibilité de l'offre. Dès lors que l'arrêt d'un service implique une baisse de financement de l'audiovisuel, le sujet devient politique. On peut notamment imaginer qu'il est politiquement difficile pour Orange, dont l'Etat est actionnaire de surcroît, d'envisager l'arrêt de OCS si tel était son souhait. Le nouveau service Zive n'est en revanche pas concerné par ces contraintes : le service est édité par Altice, qui est une société Luxembourgeoise, NC-SFR n'en est que distributeur.
  - **Les accords d'exclusivité sont regardés de près par les autorités de la concurrence**. Comme en témoignent les échanges entre Orange et l'autorité de la concurrence à propos d'OCS et Orange Sport dans les années 2010, ou bien encore l'accord d'exclusivité entre Canal+ et BeIN Sports en cours d'analyse par les autorités. L'autorité de la concurrence se réserve notamment le droit de constater de situations de position dominantes « croisées » entre services de contenus et services d'accès.
- Avec ou sans accord d'exclusivité, le **business model n'est pas évident**. Les expériences d'Orange dans Orange Sport (arrêté en 2012) et dans OCS (arrêt de l'exclusivité clients Orange en 2012) illustrent la difficulté à trouver un business model rentable. Ce type d'investissements, par nature essentiellement fait de coûts fixes, élève le niveau de risque de la société et son point-mort. Ci-après est détaillé le business case correspondant à l'investissement de Altice / NC-SFR dans les droits du football anglais.
- La commercialisation de tels services impose un **changement d'approche**. L'opérateur qui se développe sur les contenus doit accepter de leur faire une place significative sur ses différents

canaux de distribution. Leur mise en avant se fera nécessairement au détriment de l'approche historique de l'opérateur, centrée sur la vente d'accès mobiles et fixe. Cela implique aussi un changement d'approche de la part des vendeurs en boutiques : utiliser les contenus comme « USP », plutôt que de procéder par rebonds et ventes d'options. Si Numericable est historiquement rodée à cette approche, il en va différemment des milliers de vendeurs « historiques » SFR pour lesquels un accompagnement dans la conduite du changement est nécessaire.

**Business case : rentabilisation des investissements dans les droits de la Premier League.**

Altice a investi de l'ordre de 300M€ sur trois ans dans les droits exclusifs de la Premier League de football anglais, pour la France et Monaco. Deux macro scénarii de commercialisation s'offrent à NC-SFR : 1/prix élevé & assiette réduite ou 2/prix limité & large assiette.

**Fig. 34: Stratégies tarifaires de rentabilisation du contenu Premier League**



Source: Bryan, Garnier & Co.

Le scénario 1 correspond à un pricing à 9.99€ TTC proposé en option aux clients fixes 3P de l'opérateur. Dans ce cas, nous estimons à **20% le taux de souscription sur parc éligible nécessaire** à la rentabilisation des investissements, c'est-à-dire ~1M de clients. Ce taux est particulièrement élevé, il est peu probable qu'il soit atteint en incrément des services TV payants optionnels déjà souscrits.

Le scénario 2 correspond d'avantage à l'approche tarifaire constatée dans le groupe dernièrement. En particulier, Zive a été inclus de facto dans l'ensemble des offres NC-SFR fixe « haut de gamme », contre une hausse tarifaire généralisée de 3€ TTC. **2€ TTC seraient ici nécessaire sur l'ensemble du parc 3P** estimé afin de rentabiliser l'investissement. Ce qui semble difficile additionné aux dernières augmentations de prix effectués sur le parc, du fait de Zive en particulier, et pour un service qui touche une audience plus limitée par nature. Cette approche implique par ailleurs un **risque de churn accru** de la part des clients rebutés par l'augmentation de prix et non intéressés par le nouveau contenu proposé.

Please see the section headed "Important information" on the back page of this report.

L'investissement peut aussi tenter de se justifier par **une meilleure rétention / acquisition des clients**. En estimant à 16€ la marge sur coûts variables récurrente générée par un client fixe (dont 50% sur la fibre), il faut donc retenir ~10% du parc pour justifier l'investissement. Ce qui paraît, ici encore, non atteignable.

Dans ces conditions, et même si les différentes approches tarifaires peuvent se cumuler, nous estimons fort probable que NC-SFR soit amené à **distribuer plus largement son offre de sports afin de rentabiliser son investissement**. Nous adoptons ce scénario dans notre modèle, et tablons sur un **impact neutre des investissements dans le football anglais sur l'EBITDA du groupe**.

Si, pour l'ensemble des raisons détaillées ci-dessus, les synergies télécoms / média ne nous semblent pas évidentes, le rapprochement des activités télécoms et médias n'en demeure pas moins digne d'intérêt. En effet, à défaut de voir dans le développement de contenus en propre par les opérateurs une forme **d'intégration verticale** fortement créatrice de valeur, on peut y voir une **opportunité de diversification** intéressante. Dans un contexte où le **risque de désintermédiation** (« cord cutting ») par les acteurs du web (les « GAFA » en particulier) constitue une réelle menace à moyen terme, investir dans les contenus peut être une manière pour les opérateurs de conserver le lien avec le client et ses usages. Et ainsi **d'écarter le spectre de la commoditisation** qui menace le secteur.

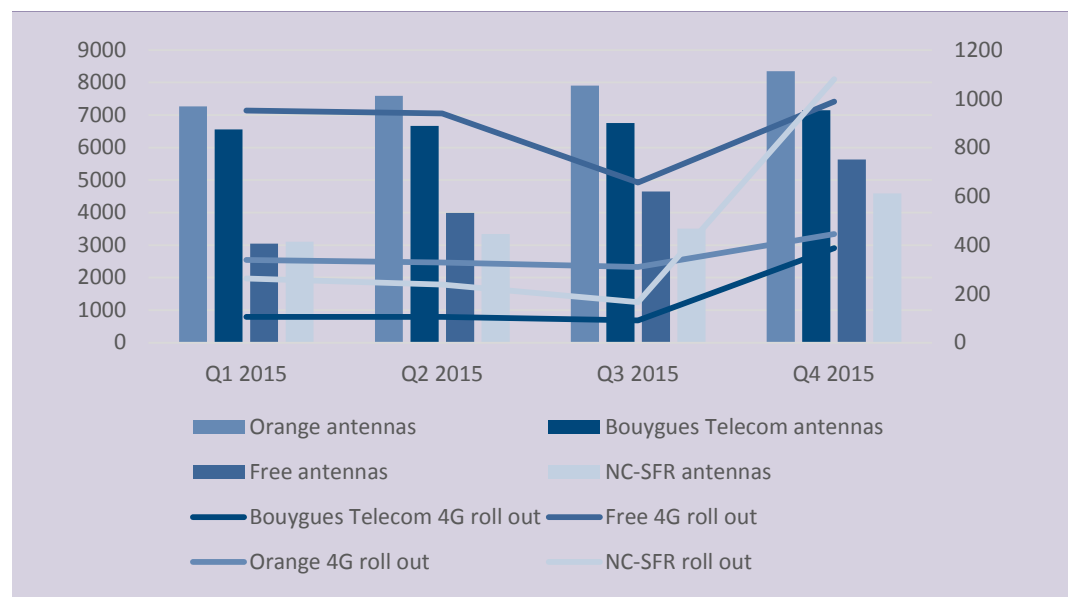
## 4.7. Des investissements renforcés

Au-delà des contenus, nous pensons que les fondamentaux du métier de l'opérateur télécom restent clé : couverture réseau, qualité du service fourni (disponibilité, rapidité), innovation (très haut débit).

Malgré la poursuite de plans d'économies CAPEX (simplification SI, renégociations et modèles de sourcing...), un ensemble d'éléments concourent à la nécessité d'intensifier les dépenses CAPEX NC-SFR sur les prochaines années :

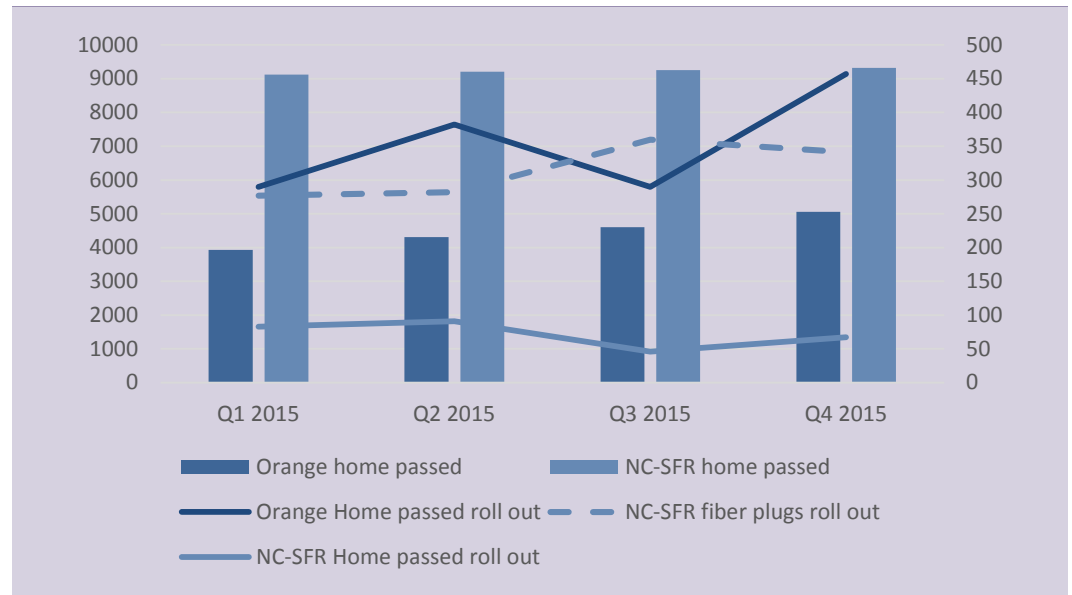
- **Contexte réglementaire** : vigilance de l'ARCEP sur les contrats de partage des réseaux et sur la couverture des zones moins denses 4G
- **4G** : NC-SFR doit rattraper son retard dans le mobile, où il subit depuis 2014 un retard dans la couverture 4G, avec un taux de couverture de la population de 65% à fin 2015, inférieur à Bouygues (75%) et Orange (80%). Comme présenté dans le graph ci-dessous, NC-SFR avait déployé moins de sites 4G que les trois autres opérateurs à fin 2015, mais son rythme de déploiement s'est grandement accéléré sur le dernier trimestre. Cette intensification du déploiement devrait se poursuivre sur 2016 et 2017.
- **Fibre** : NC-SFR doit poursuivre la course en tête dans le THD fixe et conserver le plus longtemps possible cet avantage compétitif clé par rapport à Orange. Ce dernier a largement intensifié son déploiement ces derniers trimestres, dépassant NC-SFR en rythme d'ouvertures de nouvelles prises fibre comme le montre le schéma ci-dessous. NC-SFR a par ailleurs annoncé vouloir étendre son footprint THD à 12M d'ici 2017, et 18M d'ici 2020.

**Fig. 35: Evolution comparée des déploiements 4G (sites mis en service et rythme de déploiement)**



Source: Agence Nationale des Fréquences (ANFR)

**Fig. 36: Evolution comparée des déploiements THD Fixe NC-SFR et Orange**



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

Le tableau suivant présente nos estimations d'évolution des CAPEX sur 2016 – 2018.

**Fig. 37: Evolution des CAPEX NC-SFR Pro Forma**

	2014	2015	2016e	2017e	2018e
CAPEX (without licenses)	1894	1856	2240	2240	2000
% of rev.	16,6%	16,8%	20,7%	20,6%	18,1%

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



## 5. Annexes

**Fig. 38: P&L NC-SFR 2015 – 2018**

	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016e	FY 2017e	FY 2018e
<b>Revenues</b>	<b>1 314</b>	<b>2 170</b>	<b>11 039</b>	<b>10 808</b>	<b>10 886</b>	<b>11 054</b>
COGS and operating expenses	(645)	(1 390)	(6 357)	(6 019)	(5 918)	(5 839)
Labour costs	(155)	(261)	(877)	(832)	(813)	(813)
other non recurrent operating income & expenses & provisions	46	50	(314)	(82)	(82)	(82)
restructuring costs and restatements	56	137	368	107	98	82
<b>Adjusted EBITDA</b>	<b>616</b>	<b>706</b>	<b>3 860</b>	<b>3 982</b>	<b>4 171</b>	<b>4 402</b>
<b>Adj EBITDA %</b>	<b>46,9%</b>	<b>32,5%</b>	<b>35,0%</b>	<b>36,8%</b>	<b>38,3%</b>	<b>39,8%</b>
Standard EBITDA			3 492	3 875	4 073	4 320
Depreciation and amortization	(304)	(461)	(2 554)	(2 262)	(2 263)	(2 165)
<b>EBIT</b>	<b>256</b>	<b>108</b>	<b>937</b>	<b>1 613</b>	<b>1 810</b>	<b>2 155</b>
financial result	(324)	(600)	(46)	(712)	(667)	(620)
Revenues	10	15	782	0	0	0
Gross Debt costs	(185)	(439)	(781)	(712)	(667)	(620)
Other financial costs	(149)	(176)	(47)	0	0	0
income tax	133	313	(215)	(258)	(327)	(439)
Mise en équivalence	0	4	4	6	6	6
<b>consolidated net income after tax</b>	<b>65</b>	<b>(175)</b>	<b>682</b>	<b>649</b>	<b>822</b>	<b>1 102</b>
non controlling interests	0	0	7	9	9	9
<b>consolidated net income (group share)</b>	<b>65</b>	<b>(175)</b>	<b>675</b>	<b>640</b>	<b>812</b>	<b>1 092</b>

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

**Fig. 39: Cash Flow et Dette nette NC-SFR 2015-2018**

	FY 2015	FY 2016e	FY 2017e	FY 2018e
<b>Standard EBITDA</b>	<b>3 563</b>	<b>3 875</b>	<b>4 073</b>	<b>4 320</b>
Cash taxes	- 240	- 258	- 327	- 439
Delta Working Capital from OPEX	- 322	- 428	- 72	- 206
Others	134	-	-	-
<b>Cash flow from operations</b>	<b>3 135</b>	<b>3 190</b>	<b>3 674</b>	<b>3 675</b>
CAPEX (incl licenses)	- 2 370	- 2 473	- 2 357	- 2 117
Delta Working Capital from CAPEX	446	-	-	-
Others	192	-	-	-
Cash flow from investing activities	- 1 732	- 2 473	- 2 357	- 2 117
Dividends	- 2 516	-	-	-
Interests paid	- 605	- 712	- 667	- 620
Capital increases, loans, debt repayments and others	1 363	-	-	-
<b>Cash flow from financing activities</b>	<b>- 1 758</b>	<b>- 712</b>	<b>- 667</b>	<b>- 620</b>
<b>Cash Flow</b>	<b>- 355</b>	<b>5</b>	<b>650</b>	<b>938</b>
<b>Net debt</b>	<b>14401</b>	<b>14396</b>	<b>13746</b>	<b>12808</b>
% Adj EBITDA	3,73	3,62	3,30	2,91

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

**Fig. 40: Hypothèses ARPU et ventes nettes**

	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e				
<b>Mobile BtoC postpaid Net adds</b>	-	252 727	-	399 544	-	243 205	-	9 585	-	9 585
<b>Mobile BtoC postpaid ARPU</b>	29,0	26,6	25,9	25,5	25,7	26,1				
YoY Growth		-8,2%	-2,8%	-1,3%	0,9%	1,4%				
<b>Landline BtoC net adds</b>	-	4 218	-	224 421	-	135 000	-	96 110	-	52 001
of which DSL	-	71 790	-	491 483	-	627 045	-	810 740	-	1 066 623
of which Fibre		67 572		267 062		492 045		714 630		1 014 623
<b>Landline BtoC ARPU</b>	34,3	34,1	35,1	36,3	37,4	38,0				
YoY Growth		-0,7%	3,0%	3,5%	3,0%	1,8%				

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

## 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 that could include a SWOT analysis, momentum, technical aspects or 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 that could include a SWOT analysis, momentum, technical aspects or 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 56.9%

NEUTRAL ratings 35%

SELL ratings 8%

## 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](http://www.bryangarnier.com)



**BRYAN, GARNIER & CO**

<b>London</b>	<b>Paris</b>	<b>New York</b>	<b>Geneva</b>	<b>New Delhi</b>
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.