

29 juin 2016

TMT

Bloomberg	ORA FP
Reuters	ORAN.PA
+Haut /+Bas 12 mois (EUR)	16,9 / 12,9
Capitalisation Boursière (MEUR)	36 137
Valeur d'Entreprise	59 320
Volume moyen 6 mois (000 actions)	7 863
Flottant	72,0%
TMVA BPA (3 ans)	2,6%
Gearing (12/15)	110%
Rendement (12/16e)	4,42%

Fin Décembre	12/15	12/16e	12/17e	12/18e
C. d'affaires (MEUR)	40 236	41 220	41 684	41 977
EBITA EURm)	4 742	4 875	5 082	5 230
Op.Margin (%)	11,8	11,8	12,2	12,5
BPA dilué (EUR)	0,98	0,96	1,04	1,06
EV/CA	1,56x	1,44x	1,41x	1,40x
EV/EBITDA	5,0x	4,7x	4,6x	4,5x
EV/EBITA	13,2x	12,2x	11,6x	11,2x
P/E	13,8x	14,2x	13,0x	12,8x
ROCE	4,3	4,1	4,4	4,4



Orange

Les voyants passent au vert

Fair Value 17.1EUR (cours 13,59EUR)

ACHAT
Initiation de couverture

Nous initions la couverture d'Orange à l'achat, avec une fair value de 17.1€. Nous pensons qu'Orange pâtit aujourd'hui d'une décote non justifiée sur les marchés. Orange gère efficacement l'évolution de son modèle national dans un contexte de marché Français en voie de guérison, son bilan assaini lui permet de saisir les opportunités de croissance externe, notamment à l'international, et une hausse du dividende nous paraît probable à échéance 2017.

- En France, sur un marché qui montre des signes de guérison et fort d'un positionnement « premium » unique, Orange apparaît en mesure de compenser les pertes de revenus liés à l'itinérance Free et au dégroupage DSL. Nous prévoyons une décroissance des revenus limitée à -0.6% sur 2016, vs -0.8% en 2015, avant une stabilisation à échéance 2017. L'EBITDA devrait être stable en 2016, avant de connaître une légère croissance sur 2017 et 2018.
- L'international devrait tirer la croissance du groupe sur les prochaines années. Après 5.2% en 2015, nous prévoyons encore une croissance des revenus de 3.6% sur 2016-2018 sur la zone AMEA, tandis que l'Espagne, renforcée avec Jazztel, devrait encore assurer à l'Europe une croissance de 2.6% à horizon 2018. Par ailleurs, un ratio d'endettement inférieur à 2x doit permettre au groupe de tirer parti de nouvelles opérations ciblées de croissance externe.
- Nous voyons un EBITDA en croissance de 2.8% sur 2016, à 12.77Md€, puis 1.7% sur 2017-2018. Nous estimons des CAPEX en hausse à 6.9Md€ sur 2016 et 7.1Md€ sur 2017 et 2018, supportant de lourds investissements dans la fibre, notamment en France, en Pologne et en Espagne.
- Nous pensons qu'un relèvement du dividende par action de 0.6€ à 0.8€ au titre de 2017 est envisageable, offrant un rendement plus conforme aux comparables du marché à 5.5%. Orange cote aujourd'hui 4.7x l'EBITDA 2016, environ 30% en dessous d'une moyenne comparable. Nous retenons une Fair value de 17.1€, issue d'une approche DCF.



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

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



Opérateur de télécommunications, Orange fournit des services de télécommunications aux particuliers et entreprises, sous la marque Orange Business Services. Le groupe est présent en France, Espagne, Pologne, Belgique, Luxembourg, dans certains pays d'Europe centrale, en Afrique et au Moyen-Orient. La société propose une large gamme de services parmi lesquels téléphonie fixe, téléphonie mobile, accès internet, services de transmission de données et autres services à valeur ajoutée.

Simplified Profit & Loss Account (EURm)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Revenues	40 981	39 445	40 236	41 220	41 684	41 977
Change (%)	-%	-3,7%	2,0%	2,4%	1,1%	0,7%
Adjusted EBITDA	12 649	12 190	12 426	12 772	12 962	13 197
EBIT	5 333	4 571	4 742	4 875	5 082	5 230
Change (%)	-%	-14,3%	3,7%	2,8%	4,2%	2,9%
Financial results	-1 750	-1 638	-1 583	-1 234	-1 155	-1 137
Pre-Tax profits	3 583	2 933	3 159	3 641	3 927	4 093
Tax	-1 405	-1 573	-649	-746	-805	-921
Minority interests	260	300	306	306	306	306
Net profit	2 133	1 225	2 958	2 894	3 122	3 172
Restated net profit	2 133	1 225	2 958	2 894	3 122	3 172
Change (%)	-%	-42,6%	141%	-2,1%	7,9%	1,6%

Cash Flow Statement (EURm)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Operating cash flows	8 908	10 155	11 136	11 151	11 210	11 189
Change in working capital	-110	-236	275	195	43,4	-57,1
Capex, net, and licenses paid	-6 080	-5 930	-6 896	-8 253	-7 425	-7 423
Dividends	-1 314	-1 846	-1 589	-1 621	-1 891	-2 161
Net debt	30 726	26 090	26 552	23 183	22 668	22 424
Free Cash flow	1 262	2 862	3 089	1 665	2 631	2 629

Balance Sheet (EURm)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Tangible fixed assets	23 157	23 314	25 123	26 259	26 544	26 802
Intangibles assets	36 732	36 595	41 398	41 398	41 398	41 398
Cash & equivalents	5 916	6 758	4 469	8 668	9 183	9 427
current assets	7 529	7 705	9 843	9 935	10 004	10 080
Other assets	12 499	14 032	10 597	7 181	7 097	6 991
Total assets	85 833	88 404	91 430	93 442	94 227	94 698
L & ST Debt	37 481	34 373	34 064	34 894	34 894	34 894
Others liabilities	22 018	22 330	24 099	23 020	22 799	22 484
Shareholders' funds	24 349	29 559	30 907	33 087	34 012	34 717
Total Liabilities	85 833	88 404	91 430	93 442	94 227	94 698
Capital employed	69 208	65 971	68 014	71 327	71 485	71 694

Ratios	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Operating margin	13,01	11,59	11,80	11,83	12,19	12,46
Tax rate	-39,21	-53,63	-20,54	-20,50	-20,50	-22,50
Net margin	5,20	3,11	7,35	7,02	7,49	7,56
ROE (after tax)	7,69	3,13	8,58	7,82	8,28	8,26
ROCE (after tax)	3,08	1,86	4,35	4,06	4,37	4,42
Gearing	154	116	110	105	103	101
Pay out ratio	61,60	151	53,72	55,99	60,56	68,12
Number of shares, diluted	2631 711	2637 415	2700 700	2700 965	2700 965	2700 965

Data per Share (EUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
EPS	0,71	0,35	0,98	0,96	1,04	1,06
Restated EPS	0,71	0,35	0,98	0,96	1,04	1,06
% change	-%	-50,7%	180%	-2,4%	8,8%	1,8%
BVPS	9,25	11,21	11,44	12,25	12,59	12,85
Operating cash flows	3,38	3,85	4,12	4,13	4,15	4,14
FCF	0,48	1,09	1,14	0,62	0,97	0,97
Net dividend	0,50	0,70	0,59	0,60	0,70	0,80

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

Sommaire

1. Investment Case.....	4
2. Valorisation : des supports pour une appréciation du cours	5
2.1. Evolution du cours de l'action.....	5
2.2. DCF.....	7
2.3. Comparables.....	9
2.4. Politique de dividendes.....	11
3. Malgré l'échec de la consolidation, la France voit le bout du tunnel.....	13
3.1. Le contexte Français s'améliore.....	13
3.2. Le plan fibre : transformer une contrainte en opportunité.....	19
3.2.1. L'équation économique n'est pas évidente	19
3.2.2. Le plan fibre demeure stratégique pour Orange.....	23
3.3. La France doit pouvoir absorber la décroissance des revenus wholesale	26
3.4. Le retour de la consolidation en France : une opportunité, ne pas trop compter dessus ..	27
4. L'international est une réelle opportunité de croissance	29
4.1. La diversification ne va pas sans risques	29
4.2. L'international doit continuer à tirer la croissance du groupe.....	31
5. Malgré son statut d'opérateur historique, le groupe peut encore accroître son agilité.....	35
6. Annexes.....	38
Bryan Garnier stock rating system.....	43

1. Investment Case

Pourquoi investir maintenant?



Pourquoi s'intéresser au dossier maintenant :

Les éléments qui pèsent depuis plusieurs années sur le cours devraient **perdre de leur influence**. Malgré l'échec de la consolidation en France le **contexte de marché semble en voie d'amélioration**, le **bilan assaini** du groupe permet d'envisager la poursuite du **développement à l'international**, les **opportunités de hausse du dividende** sont réelles, et l'**influence de l'Etat français** au capital du groupe ne **devrait pas être éternelle**.

Attractif ou non?



Valorisation

Nous pensons que le cours d'Orange est aujourd'hui sous-valorisé, et que la décote constatée par rapport à ses pairs est surestimée. Nous retenons une Fair Value de **17.1€**, fondé sur une approche **DCF**, c'est-à-dire un **potentiel de 26%** par rapport au cours actuel.

Horizon d'investissement?



Catalyseurs

L'évolution du cours sera lié à **1/** l'amélioration du contexte en France, **2/** la poursuite de la croissance à l'international, **3/** une politique d'acquisition sélective, **4/** une hausse des dividendes.

Valeur ajoutée?



Différentiation face au consensus :

Davantage que les chiffres 2016-2018, nous pensons que le cours n'a **pas encore capturé les signaux positifs** qui pourraient **changer la perception du groupe** à long terme, et faire sauter les verrous qui le maintiennent encore aujourd'hui en dessous des comparables du marché.

Quels risques?



Risques

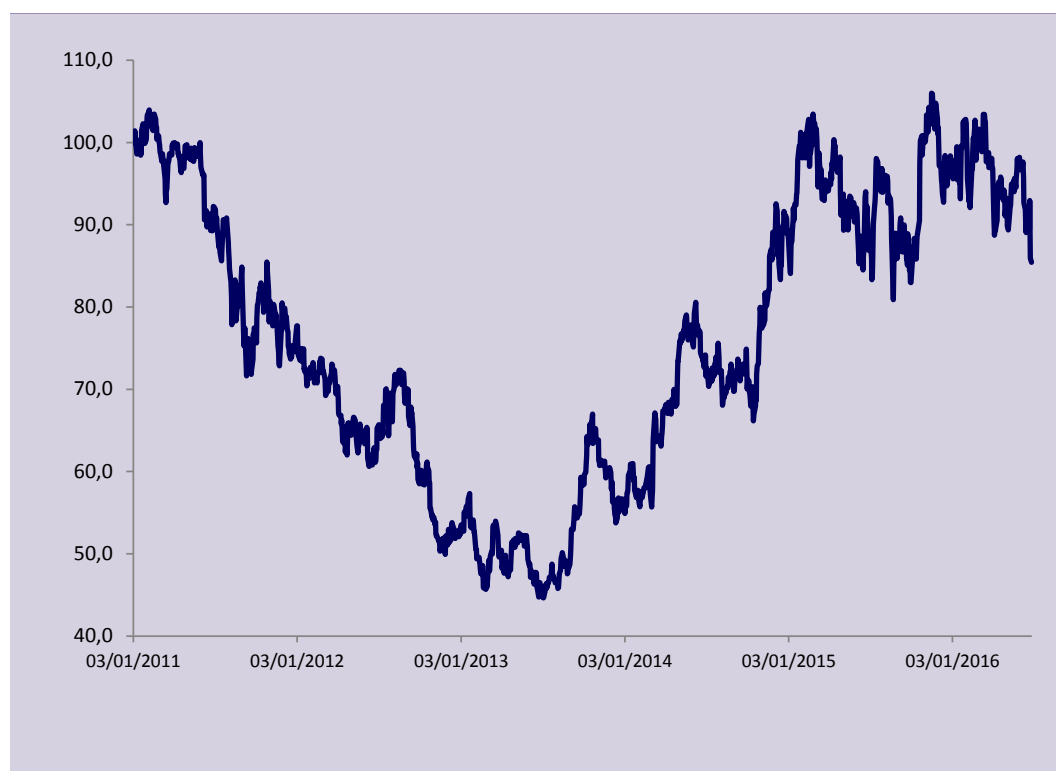
Les principaux risques sur notre scénario sont les suivants : **1/** nouvelle dégradation du contexte en France, **2/** déceptions sur les acquisitions et la croissance à l'international.

2. Valorisation : des supports pour une appréciation du cours

2.1. Evolution du cours de l'action

Comme exposé dans le graphique ci-dessous, l'action Orange est revenue début 2015 sur des niveaux qu'elle n'avait pas connus depuis mi 2011, avant l'arrivée de Free Mobile.

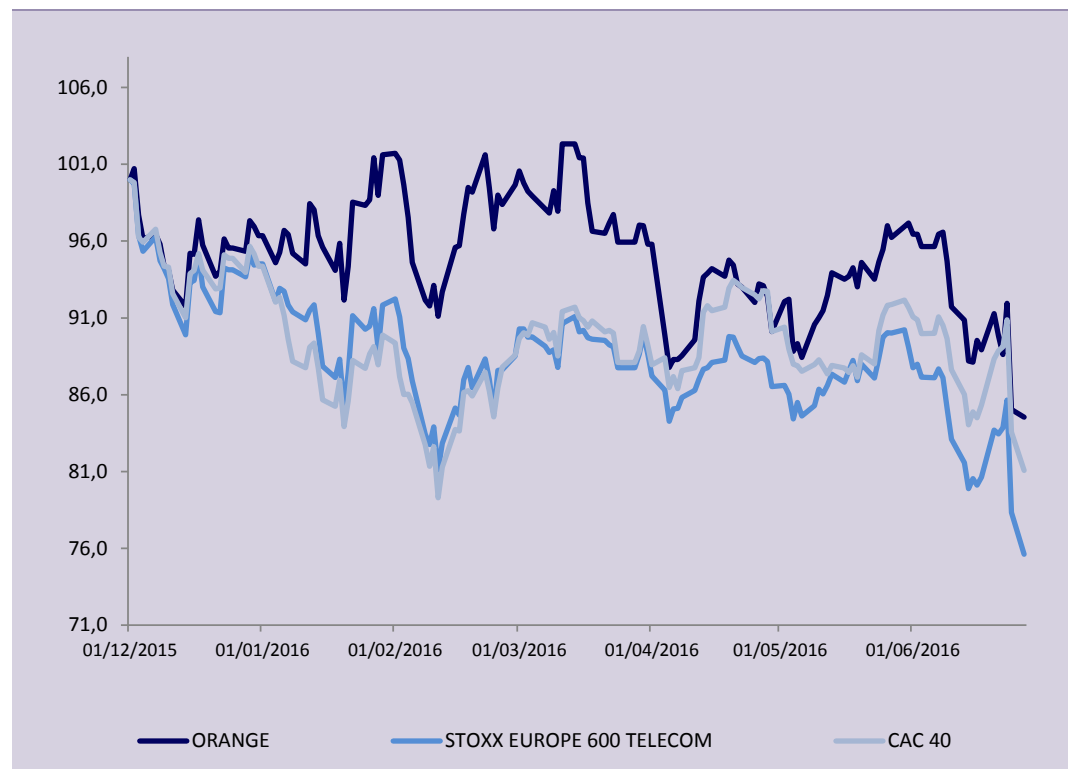
Fig. 1: Evolution du cours de l'action Orange depuis l'arrivée de Free Mobile



Source: Thomson Reuters.

Entre mi-décembre 2015 et début avril 2016, le cours a été **soutenu par les espoirs de consolidation** du marché Français des télécoms, **surperformant** les indices CAC40 et STOXX Telecom 600. Début avril, il **subit brutalement l'échec des discussions avec Bouygues**. L'impact est **progressivement effacé** dans les semaines qui suivent, l'action suit les évolutions des indices CAC40 et STOXX Telecom 600, jusqu'à les accompagner dans leur **chute de juin**, largement attribuable au **Brexit**.

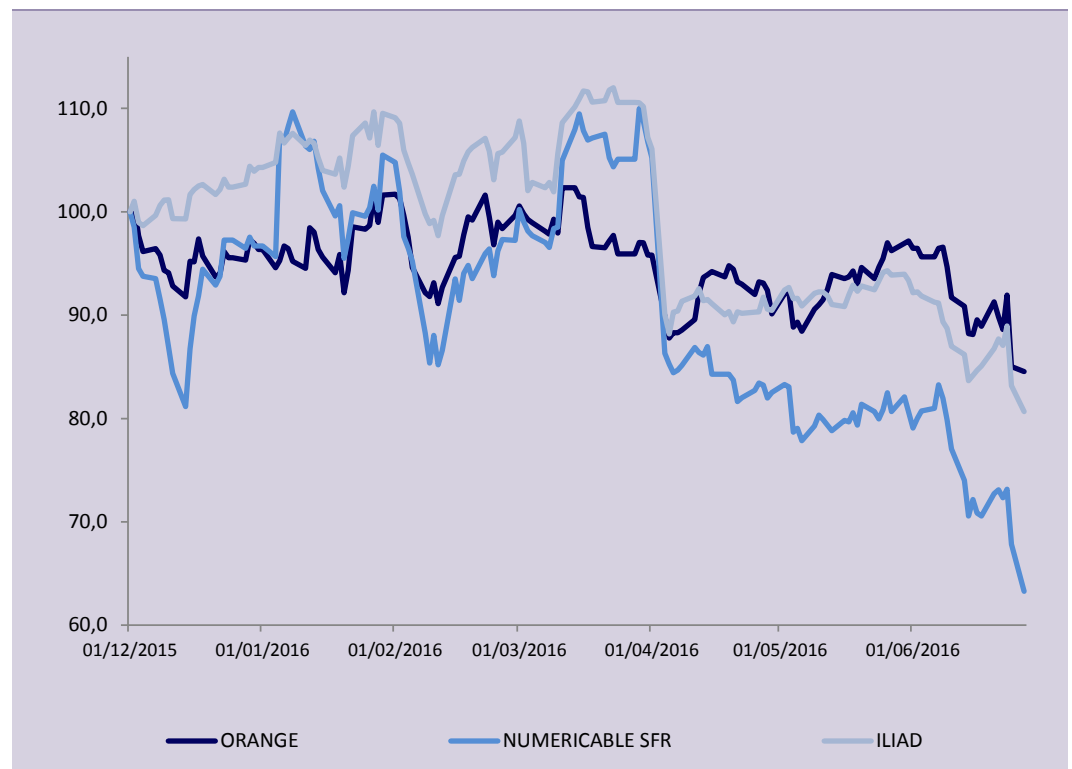
Fig. 2: Evolution du cours de l'action Orange, comparaison avec STOXX EUROPE 600 Telecom et CAC40



Source: Thomson Reuters

Notons que **l'amplitude des variations** de l'action Orange liées à aux discussions de consolidation fut bien **inférieure** à celles d'Iliad et NC-SFR. En effet, **l'intérêt stratégique/industriel d'Orange dans la consolidation apparaissait inférieur à celui de ses concurrents**, et la base de valorisation de Bouygues Telecom était élevée.

Fig. 3: Evolution du cours de l'action Orange, comparaison avec ses concurrents en France



Source: Thomson Reuters

2.2. DCF

Nous retenons une **Fair Value de 17.1€**, correspondant à une prime de **26%** 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 hausse de **2.4% sur 2016 vs -0.1% en 2015**, tiré notamment par **l'Espagne et l'Afrique**, avec la **France en décroissance de -0.6% vs -0.8% en 2015**. A échéance 2018, nous voyons une **croissance stabilisée à 0.7%**, tirée par l'international, avec la France stabilisée à **0.1%**, **l'assainissement du marché** compensant le **manque à gagner issu de l'itinérance Free et du dégroupage**.
- **EBITDA :** la croissance de l'EBITDA devrait se confirmer sur 2016 à **2.8%**, vs **0.1%** 2015, du fait notamment de l'Espagne. Porté par le plan d'économie du groupe, l'amélioration du taux d'EBITDA ajusté devrait se confirmer, passant **de 30.9% fin 2015 à 31.4% en 2018**.
- **Investissements:** Nous voyons des **CAPEX en hausse** par rapport à 2015, à **6.9Md€ sur 2016 puis 7.1Md€ sur 2017 et 2018**, entre **16% et 17%** du chiffre d'affaires, soutenus notamment par de **lourds investissements fibre en France, en Pologne et en Espagne**. Nous intégrons l'achat de la licence 4G polonaise pour 800M€ sur 2016 et prévoyons par ailleurs 100M€ par an de nouveaux achats de licences (hors France et Pologne).

- BFR : nous intégrons le paiement de la licence **4G 700MHz française**, comptabilisée pour **933M€** sur 2015, mais payée sur 2016-2018 en **quatre versements de 233M€** (dont deux sur 2016).
- Nous utilisons un taux d'impôt de 20.5% jusqu'en 2017, puis **22.5%** au-delà, impacté par la fin de la consommation d'un report déficitaire.
- Nous utilisons un coût de la dette nette avant impôt de **4.9%**
- Nous adoptons un taux d'actualisation de **6.6%**, avec un Béta de **0.95**, correspondant au bêta historique 5 ans d'Orange vs STOXX 600, minoré de 0.05 pour la prise en compte d'un **contexte plus favorable sur la France**, d'une **bonne résistance** du groupe aux **aléas macroéconomiques**, et d'une **politique de dividende qui devrait s'apprécier** (à titre de comparaison nous avons retenu un bêta de 0.8 pour Iliad, 1.07 pour SFR et 1.33 pour Altice). 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 **0,7%**.

Fig. 4: Calcul du taux d'actualisation

Inputs	
Risk Free rate	1,6%
Market risk premium	7,0%
B	0,95
Cost of Equity	8,25%
Cost of Debt after taxes	3,9%
Gearing (based on market cap)	61%
WACC	6,6%

Source: Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 5: Modèle Discounted Cash Flow

EURm	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e
Sale	40 236	41 220	41 684	41 977	42 273	42 571	42 871	43 173	43 477	43 783	44 092	44 402
Change in sales		2,4%	1,1%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
EBIT	4 742	4 875	5 082	5 230	5 449	5 536	5 624	5 712	5 802	5 891	5 982	6 073
As % of sales	11,8%	11,8%	12,2%	12,5%	12,9%	13,0%	13,1%	13,2%	13,3%	13,5%	13,6%	13,7%
Tax rate	20,5%	20,5%	20,5%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%	22,5%
Net Op. Profit after Tax	3 768	3 875	4 040	4 053	4 223	4 290	4 359	4 427	4 496	4 566	4 636	4 706
+ D&A and prov.	6497	6700	6807	6831	6865	6852	6842	6833	6827	6821	6817	6800
Cash flow from op.	10 265	10 575	10 847	10 885	11 088	11 142	11 200	11 260	11 323	11 387	11 453	11 506
- Net investments (incl. Freq.)	-6 896	-8 253	-7 425	-7 423	-7 000	-6 800	-6 800	-6 800	-6 800	-6 800	-6 800	-6 800
- change in WCR	275	195	43	-57	-58	-58	-58	-59	-59	-60	-60	-60
Free cash Flow	3 644	2 517	3 465	3 405	4 030	4 285	4 342	4 402	4 464	4 527	4 593	4 646
Discounted FCF		2 432	3 140	2 894	3 213	3 204	3 046	2 896	2 755	2 621	2 494	2 367
Sum of disc. FCF		31 062										
+ disc. terminal value		40 928										
- net debt		-21 562										
+ financial assets		4 618										
- minority interests		-4 138										
- provisions		-1 147										
+/- other adj.		-3 629										
Valuation		46 132										
Nbre of shares (fully diluted)		2 701										
Value per share		17,1										

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

Nous déduisons de la dette nette utilisée dans le DCF les dividendes versées sur l'année. Les actifs financiers comprennent notamment la participation de 4% dans BT pour une valorisation estimée à 2.5Md€. Les intérêts minoritaires contiennent essentiellement Sonatel, Orange Belgique et Orange Polska, à leur valeur de marché. Les autres ajustements contiennent la valeur des engagements concernant les avantages du personnel à long terme et postérieurs à l'emploi (notamment accord Temps Partiel Senior).

2.3. Comparables

Dans les comparables présentés dans les tableaux ci-dessous, on voit que l'action Orange subit une **décote significative par rapport à ses pairs** en Europe. Cette décote s'est même accentuée depuis 2 ans.

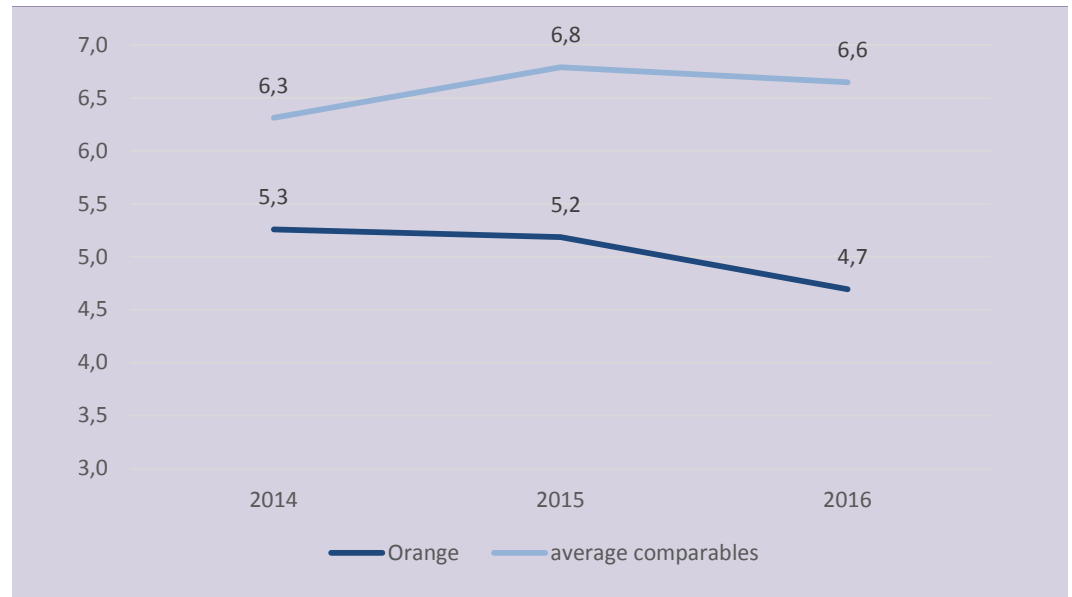
Même rapportée aux **perspectives de croissance de son EBITDA**, la **valorisation d'Orange demeure inférieure aux comparables du marché**.

Fig. 6: Comparables de multiples EV/EBITDA

EV/EBITDA	2016e	2017e
TELECOM ITALIA	4,6	4,4
Orange consensus	4,7	4,6
Deutsch Telekom	5,5	5,1
TELENOR	5,4	5,1
Telefonica	5,5	5,2
Orange BG	5,6	5,6
TDC	5,6	5,6
NC SFR	6,1	5,5
PROXIMUS	6,3	6,1
Altice	7,2	6,1
Vodafone	7,3	6,9
SWISSCOM 'R'	7,3	7,3
BT Group	7,3	5,9
TELIA COMPANY	8,2	8,0
KPN KON	8,1	7,8
Average cons.	6,4	6,0

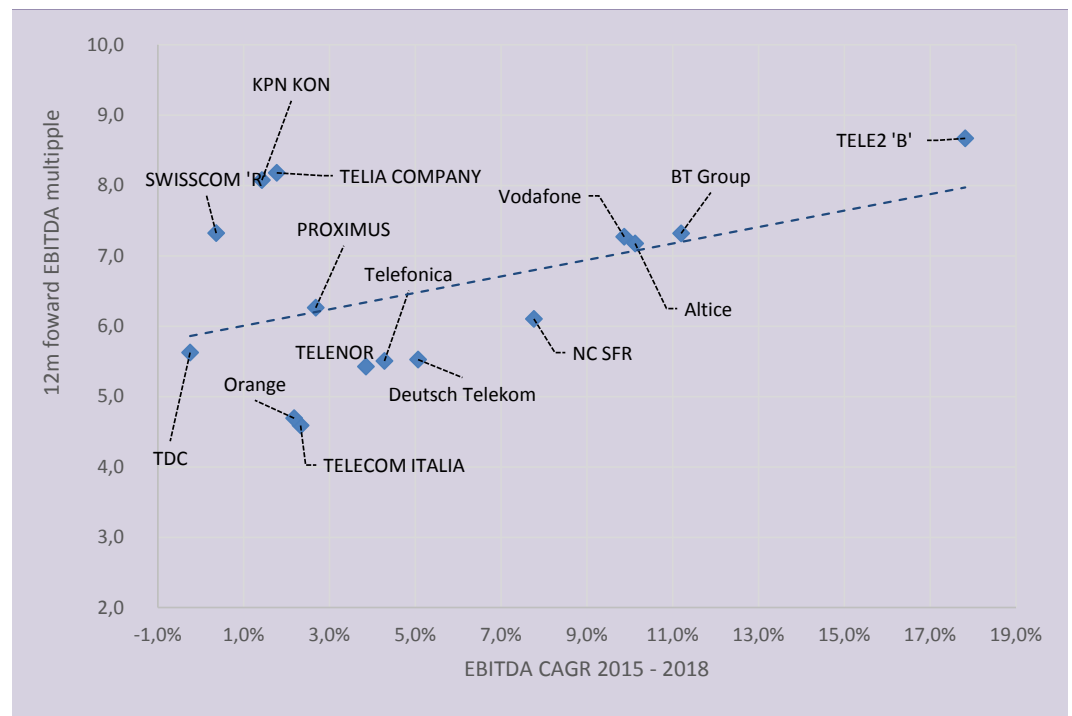
Source: Thomson Reuters, Bryan, Garnier & Co ests.

Fig. 7: Evolution des multiples EV/EBITDA Orange et comparables



Source: Thomson Reuters.

Fig. 8: Corrélation entre EV/EBITDA et croissance de l'EBITDA



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

Nous pensons que cette décote est attribuable aux craintes des investisseurs concernant les éléments suivants :

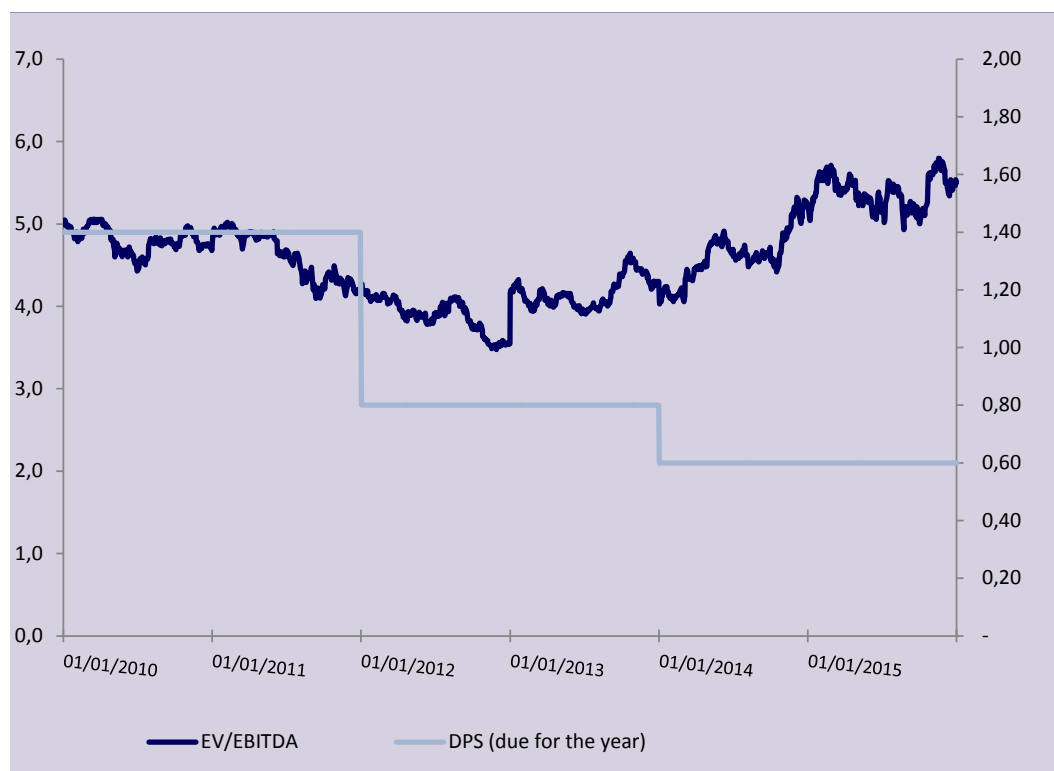
- La politique de dividende (voir paragraphe suivant)
- Le contexte Français (voir section 3)
- La politique d'investissement dans la fibre (voir section 3)
- L'exposition à l'Afrique (voir section 4)
- Le statut d'opérateur historique et le poids de l'Etat Français (voir section 5)

Cependant, comme nous le verrons dans la suite de la note, des raisons d'être optimiste existent sur l'ensemble de ces points, et la décote évoquée nous paraît excessive.

2.4. Politique de dividendes

La graphique ci-dessous montre l'évolution de la politique de dividende d'Orange depuis 2010. La baisse de 40% en 2012 a accompagné les difficultés d'Orange consécutives à l'arrivée de Free, visibles également dans la valorisation de la société. En revanche la baisse de 25% au titre de 2014 n'empêcha pas une remontée du cours en parallèle, permise par des perspectives rassurantes sur le redressement d'Orange post choc Free.

Fig. 9: Evolution du multiple EV/EBITDA Orange et du dividende par actions



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

On constate par ailleurs dans le tableau ci-dessous qu'Orange pratique une politique de dividende moins généreuse que la plupart de ses pairs en Europe. Nous utilisons ici une notion de « pay out » rapporté à l'EBITDA plutôt qu'au résultat net, l'EBITDA étant une mesure plus utilisée et plus représentative de la performance sur le secteur des télécoms.

Fig. 10: Pay-out EBITDA des acteurs télécoms en Europe

EBITDA pay out	2015	2016e	2017e	2018e
TELECOM ITALIA	0,0%	0,7%	1,5%	2,2%
TDC	7,8%	10,4%	11,3%	10,9%
Orange consensus	12,8%	12,9%	13,5%	13,9%
Deusch Telekom	12,9%	13,2%	13,7%	14,0%
BT Group	19,6%	21,1%	19,5%	21,1%
Telefonica	23,9%	24,2%	22,5%	22,4%
KPN KON	23,9%	47,3%	24,4%	27,8%
TELENOR	25,5%	25,3%	25,8%	26,5%
SWISSCOM 'R'	27,8%	26,7%	26,7%	27,3%
PROXIMUS	30,8%	29,1%	29,1%	29,6%
TELIA COMPANY	38,2%	34,1%	35,1%	36,2%
Telefonica Deutschland	39,6%	42,1%	41,8%	42,8%
Average pannel	21,9%	23,9%	22,1%	22,9%
Average pannel (without Telecom Italia)	23,7%	25,9%	23,8%	24,6%

Source: Thomson Reuters.

Orange a déclaré qu'un **relèvement des dividendes était envisageable** sous réserve de confirmation, sur **plusieurs trimestres consécutifs**, de **l'amélioration de l'EBITDA**.

Nous pensons qu'un relèvement sur une base équivalente à 2012/2013, c'est-à-dire **0.8€** par action, est envisageable à échéance 2017. Cet horizon laisse un temps d'observation suffisamment long pour prendre une décision éclairée. Le montant versé serait alors équivalent à **35% de l'EBITDA – CAPEX versé sur l'exercice**, vs **25%-30%** ces dernières années et **40%-45%** avant la baisse de 2013. Sur base du cours actuel, on serait alors sur un **rendement de 5.5%**, supérieur au 4.3% du consensus (0.65€ par action).

Fig. 11: Politique de dividende et EBITDA - CAPEX

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
EBITDA-capex (EURm)	10 065	9 313	7 967	7 018	6 554	5 940	5 886	5 871	6 108
Due dividend per share	1,4	1,4	0,8	0,8	0,6	0,6	0,6	0,8	0,8
Cash dividend per share	1,4	1,4	1,4	0,5	0,7	0,6	0,6	0,7	0,8
Cash dividend (EURm)	3 706	3 703	3 632	1 314	1 846	1 589	1 621	1 891	2 161
% cash dividend / EBITDA-CAPEX	37%	40%	46%	19%	28%	27%	28%	32%	35%

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

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

3. Malgré l'échec de la consolidation, la France voit le bout du tunnel

3.1. Le contexte Français s'améliore

Après l'échec des discussions de consolidation, plutôt qu'à une guerre des prix renforcée, nous assistons aux prémices d'un market repair spontané et à une guerre des CAPEX.

Après l'échec des discussions autour d'une fusion potentielle entre Orange et Bouygues, on pouvait craindre une agressivité renouvelée des acteurs sur le marché, dans la continuité du jeu dangereux dans lequel se trouvaient les opérateurs depuis plusieurs trimestres, rivalisant de promotions toujours plus agressives.

Le besoin de revenir à une **plus grande rationalité**, l'intérêt commun de **restaurer les marges** et surtout la nécessité pour chacun de **dégager des financements pour investir** dans la fibre et la 4G, semblent avoir incité les opérateurs à emprunter une autre voie.

D'une certaine façon, **nous assistons aux prémices d'un « market repair spontané »**, il semble que le marché soit en train de **basculer d'une guerre des prix à une guerre des CAPEX**. Et dans ce domaine, du fait de sa taille et donc de sa capacité à investir des montants importants, **Orange apparaît très bien placé**.

SFR a encore augmenté ses prix dans le fixe et dans le mobile sur T1 2016, au titre de l'enrichissement de ses offres, dans la continuité de la stratégie poursuivie depuis le rachat par Altice fin 2014. Orange a profité du lancement de sa nouvelle « Livebox 4k » premium pour augmenter ses tarifs dans le fixe. Bouygues Telecom a également augmenté ses prix dans le mobile, à l'occasion de son 20^{ème} anniversaire, en parallèle d'une augmentation de la data offerte. Mais surtout, Bouygues Telecom a augmenté ses tarifs dans le fixe, en facturant désormais la location de la box pour 3€/mois.

Fig. 12: Principales augmentations de prix sur T1/T2 2016.

Operator	Segment	Offer	Price hike
Bouygues	Mobile	B&You 2h	1 €
Bouygues	Mobile	Sensation 30 Go	5 €
SFR	Mobile	all Power offers	1 €
SFR	Fixed	all Power offers	3 €
Orange	Fixed	Play	2 €
Orange	Fixed	Jet	3 €
Bouygues	Fixed	Bbox Miami	1 €
Bouygues	Fixed	All offers - box rental	3 €

Source: Company Data

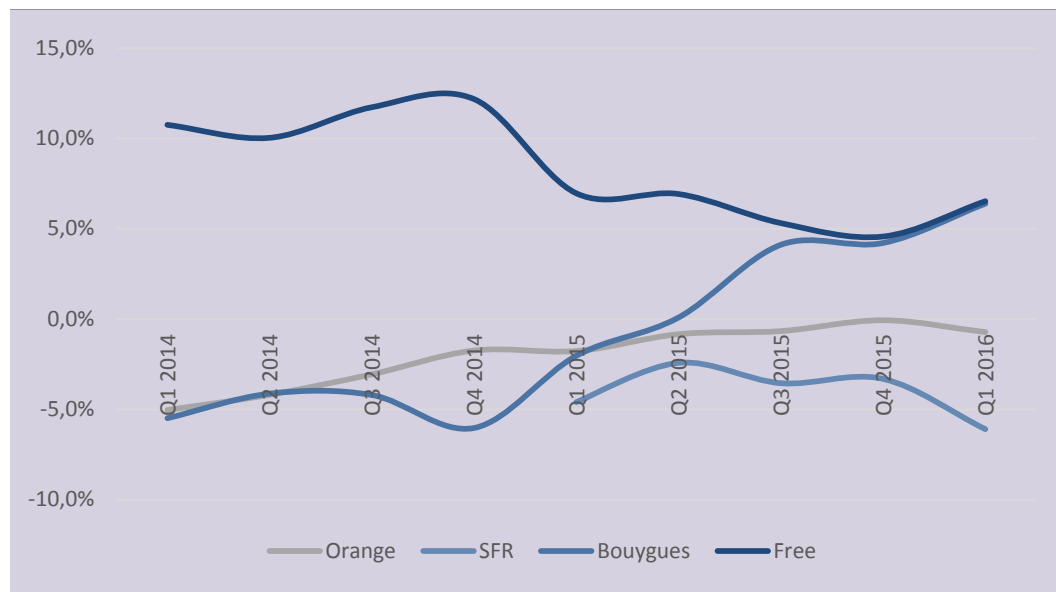
Cette hausse des tarifs, engagée simultanément par trois opérateurs sur 4, sur le fixe et sur le mobile, est du **jamais-vu depuis le lancement de Free Mobile en 2012**. En même temps, il semble que l'intensité promotionnelle qui prévalait ces derniers trimestres ait baissé d'un cran. On devrait en avoir la confirmation dans les ARPU publiés par les opérateurs à l'occasion des prochains résultats trimestriels.

Nous n'attendons pas de Free qu'il hausse significativement ses tarifs dans le mobile, nous pensons que ce n'est ni son positionnement ni sa stratégie à court terme, alors que son réseau mobile souffre

encore d'une qualité globalement inférieure à celle de ses concurrents. En revanche, il nous paraît fort probable que Free suive la tendance à l'augmentation sur le fixe, à l'occasion du lancement de sa Freebox v7, nouvelle box premium dont la mise sur le marché n'est pas attendue avant la rentrée 2016. Iliad lui aussi a besoin de marges de manœuvres pour investir lourdement.

Les premiers signes de ce redressement de tendance apparaissent dans les trajectoires de croissance de revenus et d'ARPU des différents acteurs.

Fig. 13: Taux de croissance annuel du chiffre d'affaires



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

La décroissance du chiffre d'Affaires Orange est désormais inférieure à 1% depuis 4 trimestres consécutifs. Bouygues Telecom a renoué avec une croissance élevée, tangentant Free, dont la croissance soutenue ne s'érode que très progressivement. Seul SFR, malgré une stratégie de prix affichés élevés (hors promotions), souffre encore fortement sur ses revenus, conséquence d'un manque de compétitivité et de lourdes pertes clients en 2015.

Fig. 14: Taux de croissance annuel des ARPU Abonnés mobiles.

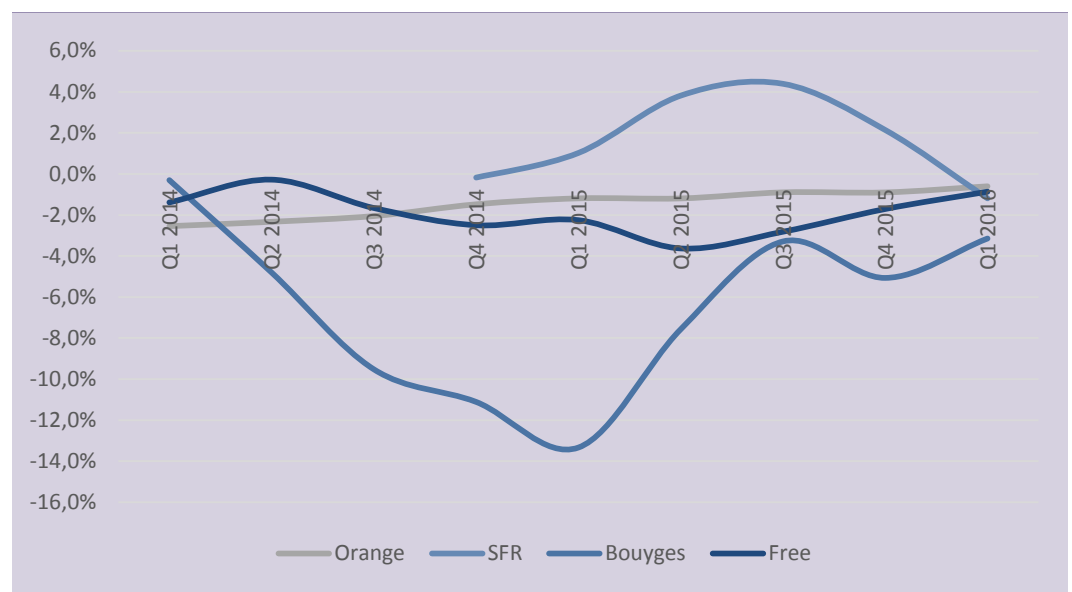


Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Note: ARPU Free estimés, ARPU Orange calculé sur 12 mois glissants.

Aucun acteur ne peut se encore se prévaloir d'une hausse de l'ARPU mobile à date. Les derniers effets du repricing marché lié à Free en 2012/2013, de la fusion des gammes B&You et Bouygues Telecom fin 2014, et surtout de l'intensification de l'activité promotionnelle en 2015, se font encore sentir. Cependant, Orange et Bouygues Telecom confirment une tendance à l'amélioration depuis plusieurs trimestres, et Free mobile semble être sur la voie d'une stabilisation. SFR, qui avait engagé début 2015 une politique de hausse de ses tarifs mobiles, a quant à lui été contraint de renforcer sa politique promotionnelle sur S2 2015 afin de compenser son manque de compétitivité.

Fig. 15: Taux de croissance annuel des ARPU fixes.



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

Note: ARPU Orange calculé sur 12 mois glissants.

Sur le fixe, les effets du repricing Bouygues Telecom début 2014 sont en passe de disparaître. Bouygues en subit encore les effets, mais Orange et Free ont désormais quasiment absorbé le choc. SFR était parvenu à redresser son ARPU début 2015 grâce à des augmentations de prix mais a dû, comme sur le mobile, multiplier les opérations promotionnelles afin de redresser sa performance commerciale.

Ainsi, l'ensemble des augmentations de prix décrites plus haut devraient participer à **confirmer, voire amplifier, ces trajectoires positives émergentes**, tant sur le fixe que sur le mobile.

Les **deux risques principaux** pouvant remettre en cause ces trajectoires sont à notre sens les suivants :

- Bouygues cherche à accélérer par l'ARPU le redressement de ses revenus, afin d'**assurer le financement de ses investissements dans des conditions de ROCE acceptables**. La société fait ainsi le pari que ses augmentations de prix, confortées sur le mobile par un statut de quasi-co-leader sur la 4G, ne nuiront pas à sa performance commerciale, et surtout inciteront ses concurrents à suivre le mouvement. Mais dans le cas contraire, on pourrait voir **Bouygues Telecom retomber dans une politique promotionnelle renforcée**, et tirer à nouveau le marché vers le bas.

- SFR, qui ne bénéficie **pas encore d'une qualité de service à la hauteur de ses ambitions** et de ses prix affichés premium, se voit contraint de compenser ce défaut de compétitivité à grands renfort d'opérations promotionnelles. Tant que la performance commerciale et opérationnelle de l'opérateur ne se sera pas renforcée, on peut s'attendre de sa part à un **recours intensif aux promotions**.

Les difficultés de SFR ont laissé le champ libre à Orange sur le segment des opérateurs premium.

La situation actuelle de SFR, si elle fait peser le risque précédemment cité, **n'en demeure pas moins une opportunité pour Orange**.

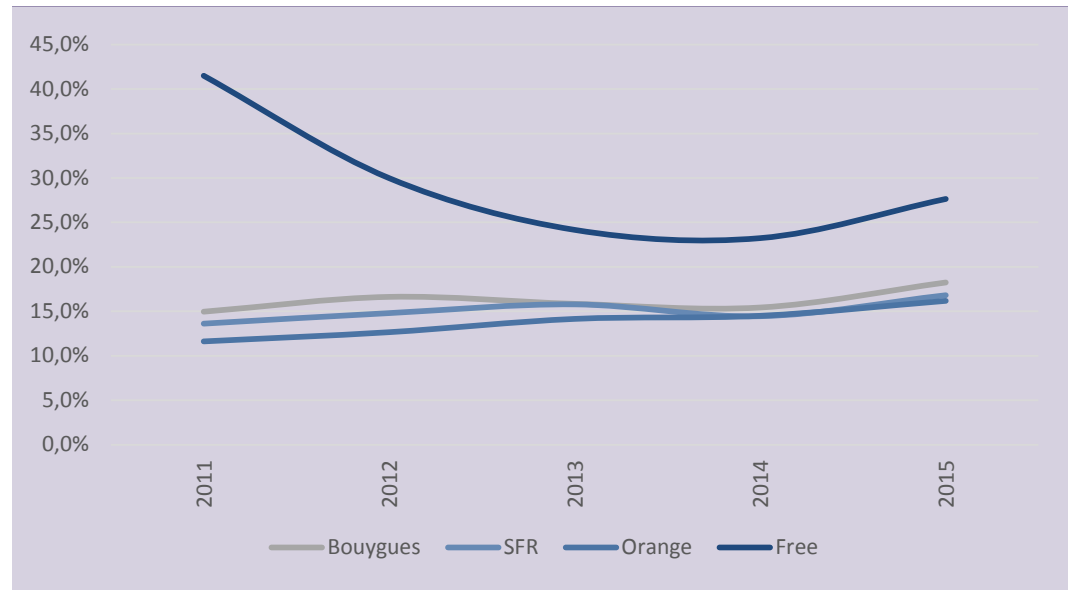
En effet, du fait de son retard dans les infrastructures 4G et de ses difficultés à faire levier sur son réseau câble pour prendre des parts de marché sur le fixe, **SFR a laissé le champ libre à Orange dans le segment des grands opérateurs généralistes premium**. Orange joue désormais seul dans la catégorie, et ceci pour un certain temps.

Nous pensons que le réveil de SFR se fera progressivement à compter de 2017, dans la foulée du market repair spontané évoqué précédemment. Si les volumes d'Orange devraient alors s'en ressentir, des ARPU revus à la hausse devraient participer à prendre le relai. En attendant, Orange accumule les clients.

Dans tous les cas, Orange a les moyens de maintenir son leadership sur la 4G et se rattraper son retard sur le THD fixe. **Sa taille lui permet d'investir plus que quiconque sur le marché, et de se positionner idéalement dans la guerre des CAPEX qui a débuté**.

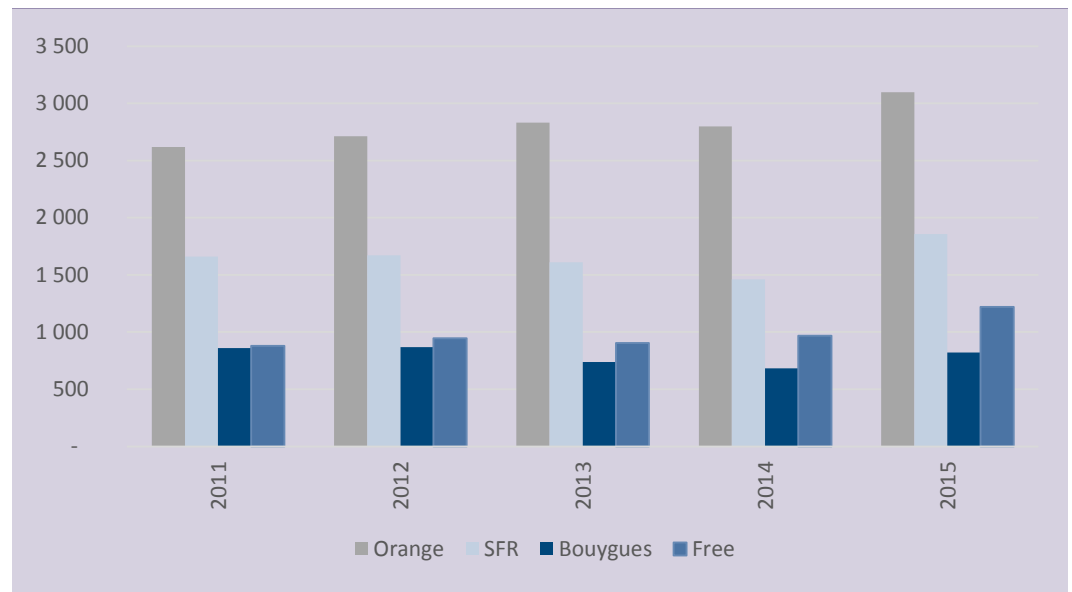
Le graphique suivant montre la tendance ascendante des CAPEX chez l'ensemble des opérateurs. Et tout en **investissant moins que ses concurrents en % du CA**, Orange France dépense **autant de CAPEX que le n°2 (SFR) et le n°3 (Free) réunis**, pour adresser le même territoire.

Fig. 16: Comparaison des CAPEX télécom sur le marché Français (en % du CA)



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

Fig. 17: Comparaison des montants CAPEX télécom sur le marché Français



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

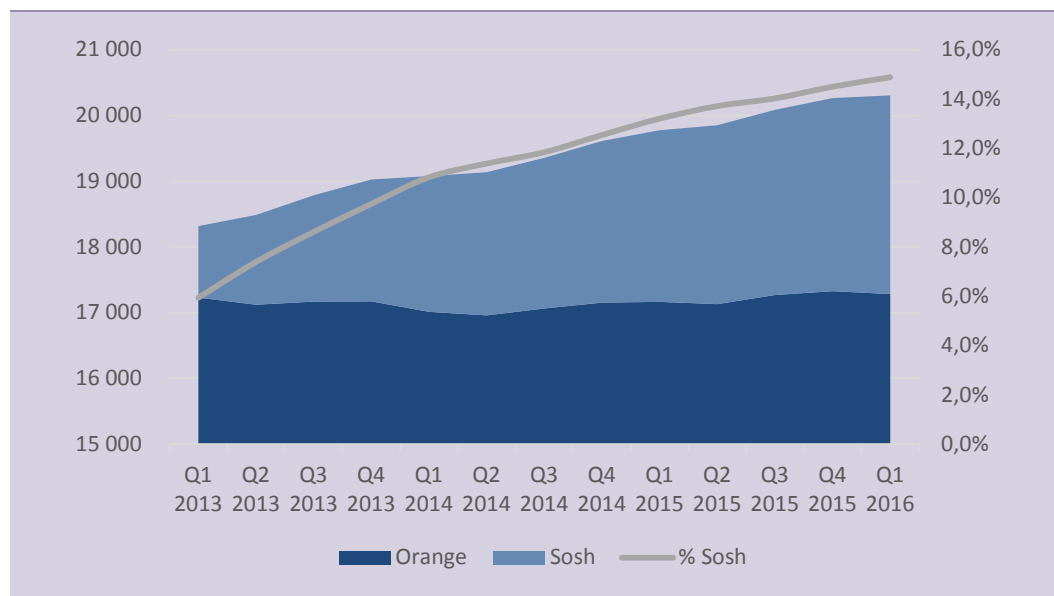
Notons par ailleurs qu'Orange bénéficie du **support des autorités en matière de technologie très haut débit fixe**. Un décret gouvernemental encadre désormais l'usage du mot fibre dans la communication des opérateurs, afin de mettre en visibilité les différences de performance entre fibre jusqu'à l'abonné (FTTH) et câble (fibre jusqu'au bâtiment). Ceci est une vraie pierre dans le jardin de SFR, qui utilisait jusqu'à présent le terme fibre dans l'ensemble de ses communications commerciales à propos de son réseau très haut débit fixe.

La menace du low cost s'est transformée en opportunité pour Orange, la croissance a pris le pas sur la cannibalisation.

Face à ces avantages compétitifs durables, **la menace du low cost existe toujours pour Orange, et notamment sur le mobile**. On continue d'assister depuis plusieurs années à une croissance de la pénétration des offres low cost sur le marché, et chez Orange, comme illustré dans le graph ci-dessous. Cette croissance du low cost est soutenue par le développement de modèles alternatifs d'achat et de financement du terminal mobile, et par l'accroissement de la distribution en ligne. Il existe cependant deux principales raisons d'être optimiste vis-à-vis de cette menace pour Orange:

- Le modèle low cost génère des marges récurrentes unitaires inférieures (en valeur absolue, pas en taux) à celles des offres « complètes » haut de gamme, et nécessite de passer à une **logique très orientée « volumes »**. Or les propositions low cost du marché Français ne s'affranchissent pas de la nécessité d'un réseau de qualité, celui-ci demeure tout aussi capital (à l'exception peut-être de Free). **Orange, via Sosh, est donc bien placé pour continuer à générer des volumes sur ce segment.**
- Mais surtout, comme illustré ci-dessous, le **low cost est d'avantage source de croissance que de cannibalisation pour Orange**. Grâce à une segmentation réussie (et, rappelons-le, un déficit conjoncturel de compétitivité de SFR) Orange parvient à conjuguer croissance de Sosh et croissance de ses offres Origami. Sur les 12 derniers mois, **78% de la croissance de la base abonnés mobiles Orange s'est faite sur Sosh**.

Fig. 18: Evolution de la base client abonnés mobile Orange



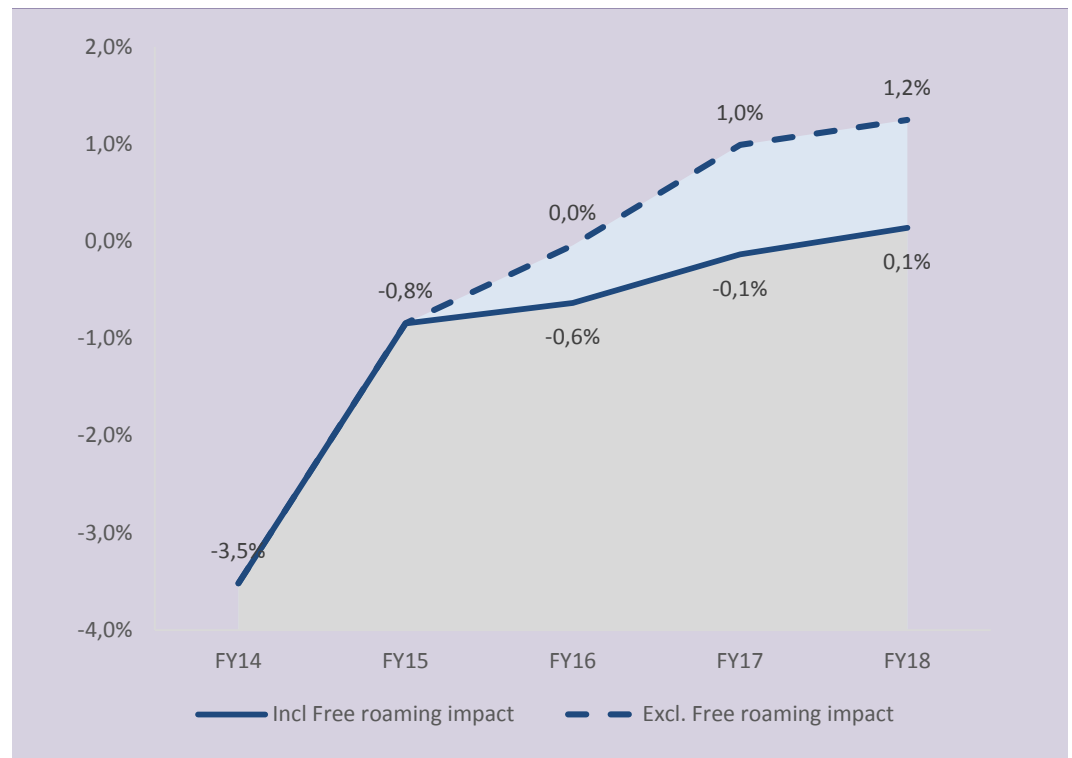
Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

Le redressement du chiffre d'affaires de détail sera nécessaire à l'absorption du manque à gagner lié à la décroissance du contrat d'itinérance avec Free.

L'ensemble des tendances encourageantes décrites préalablement arrivent au **bon moment** : elles permettront à Orange **d'absorber la chute des revenus issue du contrat d'itinérance avec Free** alors que la fin du contrat se profile. Les renégociations sont actuellement en cours, et devraient aboutir à une prolongation du contrat, dont l'échéance initiale fixée début 2018 devrait être étendue au-delà de 2020, dans des conditions qui seront regardées de près par l'ARCEP.

Nous estimons à plus de 700M€ les revenus 2015 issus de ce contrat. La tendance progressive à la baisse devrait être compensée par les autres lignes de chiffre d'affaires selon notre estimation présentée ci-dessous.

Fig. 19: Estimation de la croissance de chiffres d'affaires Orange France avec et sans impact de l'itinérance Free mobile



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

3.2. Le plan fibre : transformer une contrainte en opportunité

3.2.1. L'équation économique n'est pas évidente

Nous avons vu que le statut d'opérateur historique d'Orange lui conférerait, de par sa taille et donc sa capacité à investir, un avantage concurrentiel durable et significatif sur le marché Français. Ce statut l'oblige cependant à gérer au mieux la décroissance d'activités legacy et la migration vers de nouvelles infrastructures et services en rupture. Ce fut le cas de la décroissance de la téléphonie traditionnelle au profit des accès triple play avec voix sur IP (mouvement toujours en cours), et c'est le cas aujourd'hui avec le glissement progressif du marché de l'accès internet sur réseau cuivre et technologie DSL vers le réseau fibre.

Avec **5.464 millions** de prises Fibre FTTH déployées, Orange se place derrière SFR, qui dispose de **8.131 millions** de prises câbles renouvelées, et loin devant Iliad et Bouygues avec respectivement **2.8m** et **1.5m** prises disponibles. Orange a annoncé un plan d'investissement fibre de 4.5Md€ sur 2015-2018 (périmètre monde) avec des **investissements Fibre triplés en France** pour atteindre **12m** de foyers raccordés d'ici 2018, et **20m** en 2022.

Orange investit dans la fibre dans un mouvement défensif, et pour satisfaire des objectifs de l'Etat actionnaire

La création de valeur liée aux lourds investissements dans la fibre n'est pas évidente pour l'opérateur historique

La question du rationnel économique de ces investissements est posée. Car l'intérêt d'Orange dans une migration massive des clients DSL vers la Fibre n'est pas évident. Accélérer le développement de la fibre sur le marché, c'est accélérer la décroissance des revenus wholesale liés au dégroupage DSL. C'est encourager l'abandon d'une rente au profit d'investissements lourds. Et les revenus wholesale issus de la fibre ne compenseront jamais ceux du DSL.

Nous pensons que le plan Fibre d'Orange est motivé par trois facteurs déterminants:

- L'accélération du déploiement de la fibre par Orange est une réponse à la menace issue du rapprochement entre Numericable et SFR. C'est une **posture défensive** qui, à défaut de créer de la valeur, permet d'en perdre moins que dans une situation où le nouvel SFR serait seul leader sur les infrastructures très haut débit fixes. L'agressivité promotionnelle exercée par Orange spécifiquement sur ses offres fibre témoigne d'ailleurs de cette volonté de préempter le marché dans une logique de « sunk costs », d'avantage que de poursuivre un objectif de rentabilisation des investissements passés via une montée en gamme.
- Le déploiement d'un réseau très haut débit fixe est une **nécessité vis-à-vis de l'image de marque** d'Orange. Celle-ci repose sur un positionnement de leader sur les infrastructures. Impensable pour Orange d'être perçu comme numéro 2 sur les infrastructures fixes, on peut supposer que cela aurait des conséquences négatives sur l'ensemble de son activité. Cette force de l'opérateur historique est donc paradoxalement une faiblesse lorsqu'elle lui impose d'investir sur des technologies au ROI incertain.
- Enfin, on peut supposer que la **présence de l'Etat au capital** influence le volontarisme d'Orange en termes de déploiement de la fibre, dans une **logique d'aménagement du territoire**. Difficile à notre sens d'imaginer l'opérateur historique, dont le premier actionnaire est l'Etat français, ne pas jouer le jeu des pouvoirs publics qui ont fait de la réduction de la fracture numérique un objectif majeur de leur politique.

La rentabilité des investissements Fibre pour l'opérateur historique reste donc à prouver. Le gain en termes de coûts ne sera visible qu'à très long terme, lorsque les réseaux cuivre commenceront à être désinstallés. Le retour sur investissement est donc à chercher sur l'ARPU incrémental ou le gain de part de marché, qui doivent être très significatifs pour justifier la dépense. Le paragraphe suivant décrit, dans une vision simplifiée, le retour sur investissement qui peut être espéré pour chaque prise Fibre déployée en zone moyennement dense. Même avec des hypothèses ambitieuses, celui-ci n'apparaît en effet pas garanti.

Examinons le cas des investissements en zone moyennement dense. Nous désignons par zone moyennement dense les agglomérations hors zones très denses, et qui ne font pas l'objet d'une initiative publique. Cette zone regroupe environ **10m de prises**, c'est-à-dire plus de **30% du potentiel de prises** sur le territoire. Cette zone bénéficie d'un **cadre réglementaire favorable aux accords de mutualisation** afin de limiter/faciliter les investissements. Les opérateurs qui déploient une zone sont obligés d'en proposer l'accès aux autres opérateurs à des tarifs raisonnables, et des appels au co-investissement doivent être lancés afin de permettre aux concurrents d'acquérir des droits d'usage.

Deux modèles sont proposés : **un modèle d'achat et un modèle de location**. Dans le modèle d'achat, le co-investisseur achète un droit d'usage de la prise, pour un montant estimé à **568€**, puis paye **5€** par mois au titre de la maintenance. Dans le modèle de location, l'opérateur « suiveur » loue à

l'opérateur de réseau une prise pour un montant de **15€** par mois. On distingue donc l'activité d'opérateur commercial, dont l'objet est de commercialiser des offres de détail très haut débit, et celle d'opérateur de réseau qui est de déployer des prises pour les revendre ou louer à des opérateurs tiers.

Sur ses propres prises, Orange sera donc soit seulement opérateur de réseau (pour les opérateurs tiers avec lesquels il a signé des accords), soit également opérateur commercial, concernant les prises qu'il commercialisera lui-même. Dans notre modèle, nous supposons à **50%** la part des prises déployées sur lesquelles Orange sera opérateur de réseau (dont **5%** en location et **45%** en revente), **35%** la part de prises commercialisées par Orange, et **15%** la quote-part de prises déployées mais jamais exploitées.

Concernant l'activité d'opérateur de réseau, nous supposons une **marge de 40%** calculée sur **30 ans** (plus-value sur la revente de la prise + marge sur le service de maintenance). Cette marge permet notamment d'assumer le décalage temporel entre construction et revente/location de la prise, ainsi que le risque pris par l'opérateur de réseau lié aux prises déployées mais jamais exploitées (ni par un tiers ni par Orange). Le coût de connexion client est estimé à **400€** en moyenne dans ces zones.

Nous supposons par ailleurs que les prises commercialisées par Orange permettent de générer un **ARPU incrémental de 5€ HT**. Notons ici que cette hypothèse nous paraît optimiste. En effet à date seules les offres convergentes, qui représentent 45% sur parc fixe, bénéficient d'un premium prix fibre vs DSL de 5€ TTC. Et il n'est pas évident que chaque client qui passe de l'ADSL à la fibre se mette subitement à dépenser plus de services à valeur ajoutée.

Nous supposons enfin que les prises commercialisées par Orange permettent un incrément de **5%** de la performance commerciale vente nette. Cet incrément provient d'une plus grande efficacité de commercialisation sur les prises déployées en propre.

Selon ces hypothèses, **la valeur actualisée nette du projet de déploiement fibre en ZMD apparaît proche de 0**, comme illustré dans le tableau suivant (VAN ramenée à une prise fibre déployée, en utilisant le WACC de notre modèle DCF).

Fig. 20: VAN déploiement Fibre en ZMD

(EUR per HSP rolled out)	Y1	Y2	Y3	Y4	Y5	--- Y30
Orange as a network operator - co investment (45%)						
One off revenues	-	-	568	-	-	-
Recurrent maintenance revenues	-	-	60	60	60	60
HSP roll out costs	- 457	-	-	-	-	-
Recurrent maintenance costs	- 30	-30	-30	-30	-30	-30
Orange as a network operator - rental (5%)						
Rental revenues	-	-	186	186	186	186
HSP roll out costs	- 457					
Recurrent maintenance costs	- 30,0	-30	-30	-30	-30	-30
Orange as a commercial operator (35%)						
ARPU uplift	-	60 €	60	60	60	60
Incr. recurrent margin from Net Adds uplift	-	19	19	19	19	19
HSP roll out costs	-457	-	-	-	-	-
Connection costs	-	-400	-	-	-	-
Recurrent maintenance costs	-30	-30	-30	-30	-30	-30
HSP built but never sold/commercialised (15%)						
HSP roll out costs	-457	-	-			
Recurrent maintenance costs	-15	-15	-15	-15	-15	-15
NPV analysis						
Cash Flow	-487	-139	295	34	34	34
WACC	6,6%	-	-	-	-	-
DCF	-485	-135	254	27	25	5
NPV (30 years)	-6					

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

Une analyse de sensibilité sur les principaux facteurs montre que **la rentabilité des investissements est difficile à assurer.**

Fig. 21: Analyse de sensibilité sur la VAN du déploiement Fibre en ZMD

VAN (EUR)	Margin on co-investment model - over 30 year period:		
Incremental market share:	30%	40%	50%
0%	-167	-48	-31
5%	-125	-6	11
10%	-83	37	54

Source: Garnier & Co ests.

Il est enfin intéressant de noter que, selon nos estimations, **l'activité la plus rentable pour Orange est celle d'opérateur de réseau**: elle ne repose pas sur la capacité à générer de l'ARPU ni des parts de marché incrémentales, et surtout ne supporte pas les 400€ de coûts de connexion client. Elle repose en revanche sur la capacité des opérateurs alternatifs à lui acheter de la capacité en gros. Orange a donc, paradoxalement, **besoin de concurrents en bonne santé financière capable de**

co-financer le déploiement de la fibre, afin de rentabiliser ses investissements et compenser la perte des revenus issus du dégroupage DSL. Une situation où Orange déploierait massivement sans être suivi par ses concurrents n'est pas souhaitable pour l'opérateur historique. C'est une des raisons pour lesquelles la consolidation du marché Français était importante pour Orange : **sans des concurrents solides, difficile de rentabiliser efficacement les lourds investissements dans la fibre**. Si Iliad a annoncé s'être engagé à suivre Orange sur l'ensemble des déploiements en zone moyennement dense, SFR a dénoncé les engagements pris sur cette zone en 2011, souhaitant déployer davantage en propre et ne pas dupliquer FTTH et Câble. **Difficile d'être pleinement rassuré à ce stade sur les engagements des concurrents en matière de co-financement.**

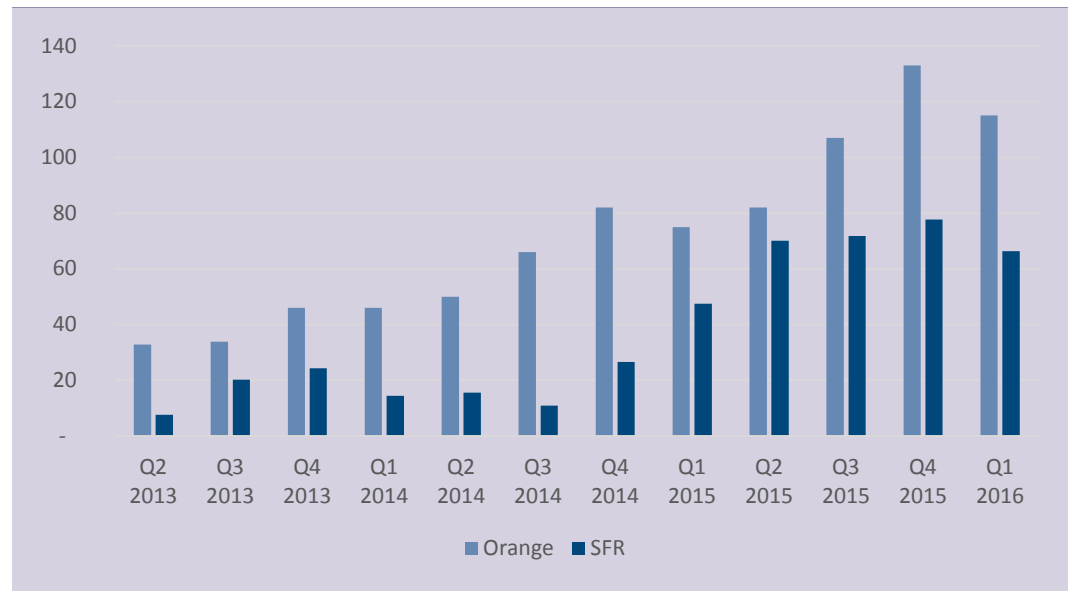
3.2.2. Le plan fibre demeure stratégique pour Orange

Orange dégage de son plan fibre un avantage concurrentiel significatif, même face à SFR

Au-delà des calculs de ROI présentés ci-dessus, nous pensons cependant que la stratégie d'Orange est appropriée. **Pour Orange, c'est le moment ou jamais d'accélérer !**

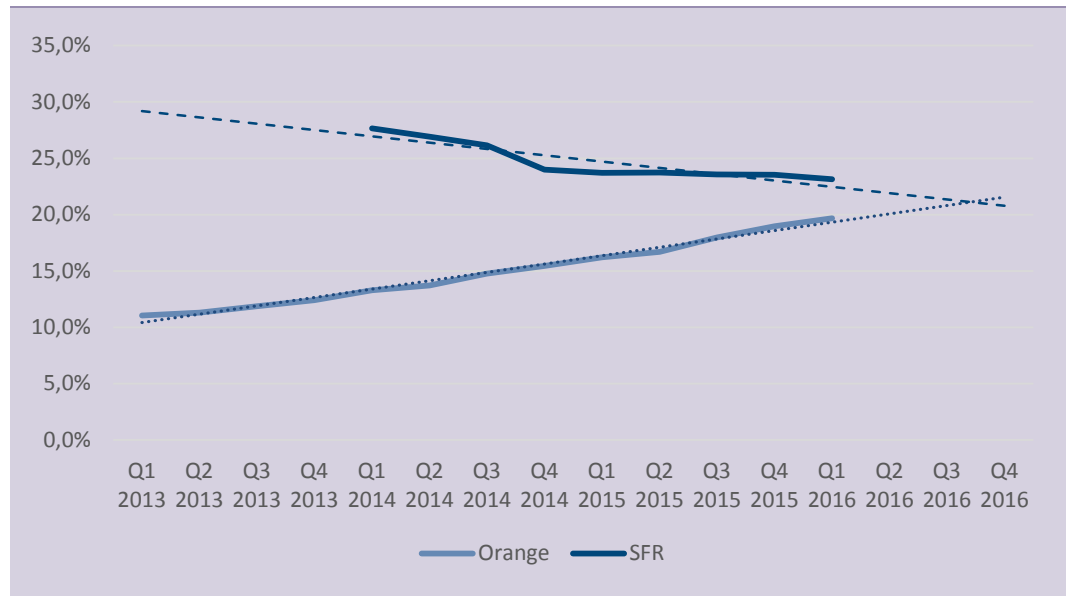
Malgré son retard sur la couverture, **Orange apparaît plus efficace que SFR sur sa capacité à recruter des clients Fibre**. Dans les deux graphiques suivants on voit qu'Orange recrute toujours plus de clients fibre que SFR, y compris depuis la fusion avec Numericable, et que son taux de conversion (part des prises fibre commercialisées) en croissance est en passe de dépasser celui de SFR, en souffrance.

Fig. 22: Ventes nettes très haut débit fixes Orange et SFR



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

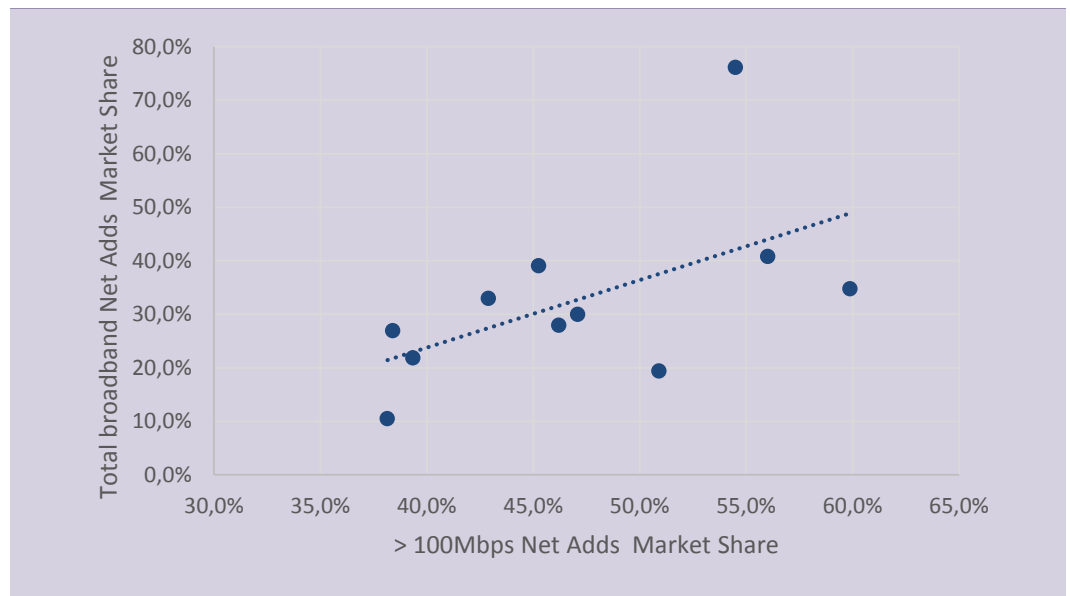
Fig. 23: Part des prises FTTH/Câble déployées commercialisées par Orange et SFR



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

Par ailleurs, le graphique suivant montre une corrélation claire entre les parts de marché ventes nettes d'Orange sur les accès >100mbps (Fibre et quote-part du câble) et les parts de marché ventes nettes fixes au global : **les performances d'Orange sur la fibre tirent vers le haut ses performances sur le fixe.**

Fig. 24: Corrélation entre parts de marché fixe et parts de marché sur les accès >100Mps (constaté depuis Q2 2013)



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

Le timing est donc idéal pour Orange : **profitant des difficultés conjoncturelles de SFR, il maximise la part de marché incrémentale** qu'il peut aller chercher par nouvelle prise déployée. Dit autrement, le ROI d'une prise déployée aujourd'hui est sans doute très supérieur à celui d'une prise déployée demain, lorsque SFR aura regagné en efficacité. Il serait en effet regrettable qu'Orange ne profite pas du temps que lui laisse SFR pour fourbir ses armes et sécuriser son avenir.

Ce faisant, surfant habilement sur le distinguo câble vs fibre, **Orange renforce son image d'opérateur premium** et, malgré un déficit de couverture THD, laisse peu de champ libre à son principal concurrent pour regagner cette place à ses côtés. **Là où la fusion de Numericable et de SFR pouvait faire craindre à une déstabilisation d'Orange, la réaction de ce dernier conjuguée à la sous-performance du premier, dissipe dans une large mesure les doutes qui pouvaient exister.**

Enfin, vis-à-vis de ses autres concurrents, l'accélération du plan fibre d'Orange agit comme une véritable **stratégie d'éviction par les CAPEX**. Impossible pour Free et Bouygues Telecom de suivre le rythme. Ils seront contraints d'acheter des prises FTTH plus tard, donc plus chères, et avec un effet de levier plus faible sur leurs parts de marché.

Au-delà d'un ROI sonnante et trébuchant, c'est la valeur patrimoniale et le positionnement sur le marché d'Orange qui sont ici assurés.

3.3. La France doit pouvoir absorber la décroissance des revenus wholesale

Dans ce contexte, nous pensons qu'Orange peut **maintenir une croissance de la base client sur le mobile et sur le fixe**, simultanément à un **redressement progressif des ARPU** à horizon 2017/2018 qui devraient contribuer à **absorber**, à court et moyen-terme, une **part de la décroissance liée à la baisse des revenus du contrat d'itinérance Free et du dégroupage DSL**. De ce fait, nous estimons des revenus stabilisés à horizon 2017, après une décroissance de **-0.6% sur 2016**.

Sur le mobile, la décroissance du chiffre d'affaires devrait tendre vers -0.4% à échéance 2018, la croissance de la base abonnés et la stabilisation de son ARPU absorbant les pertes sur l'itinérance Free mobile (estimées à -550M€/an d'ici 2018). Sur le fixe, la décroissance de la téléphonie (-11% par an) devrait être compensée par la croissance des accès haut et très haut-débit (entre +4% et +4.5% de croissance annuelle sur 2016 – 2018). Par ailleurs, à échéance 2018, les revenus issus du co-financement des prises FTTH devraient encore compenser les pertes de revenus issus du dégroupage (estimées à -150M€ / an à horizon 2018, sur un total de 1.5Md€ en 2015).

Fig. 25: KPI mobiles France

Mobile KPIs	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18
Contract cust. base (excl. M2M and MVNOs)	19 611	20 264	20 659	20 995	21 280
Contract net adds		653	395	336	285
Prepaid cust. base	5 126	4 283	3 641	3 276	3 113
Prepaid net adds		-843	-642	-364	-164
blended ARPU	24,2	22,8	22,7	23,0	23,3
- contract ARPU	29,1	26,9	26,0	25,9	26,0
- prepaid ARPU	5,6	5,4	5,5	5,5	5,5

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

Fig. 26: KPI fixes France

Fixed KPIs	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18
broadband customers	10 354	10 734	11 166	11 576	11 945
broadband net adds		380	432	410	369
- xDSL	9 743	9 721	9 615	9 443	9 161
xDSL net adds		-22	-106	-172	-282
- FTTH customers	563	960	1 494	2 076	2 727
FTTH net adds		397	534	582	651
internet broadband ARPU	33,4	33,1	32,8	32,8	33,1

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

Fig. 27: Evolution des revenus Orange France

EURm	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	% var. 15	% var. 16	% var. 17	% var. 18
revenues	19 304	19 141	19 019	18 993	19 019	-0,8%	-0,6%	-0,1%	0,1%
mobile services	7 675	7 507	7 405	7 328	7 298	-2,2%	-1,4%	-1,0%	-0,4%
mobile equipment sales	601	730	776	815	856	21,5%	6,3%	5,0%	5,0%
fixed services	10 479	10 327	10 246	10 243	10 252	-1,5%	-0,8%	0,0%	0,1%
fixed services retail	6 606	6 411	6 284	6 243	6 252	-3,0%	-2,0%	-0,7%	0,1%
fixed narrowband	2 541	2 252	2 013	1 792	1 595	-11,4%	-10,6%	-11,0%	-11,0%
- fixed broadband	4 065	4 159	4 271	4 452	4 658	2,3%	2,7%	4,2%	4,6%
fixed wholesale	3 873	3 917	3 960	4 000	4 000	1,1%	1,1%	1,0%	0,0%
other revenues	549	576	593	608	614	4,9%	2,9%	2,5%	1,0%

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

3.4. Le retour de la consolidation en France : une opportunité, ne pas trop compter dessus

L'échec des discussions de consolidation entre Orange et Bouygues début avril nous offre notamment les trois enseignements suivants :

- **L'ensemble des acteurs souhaitaient que le deal aboutisse**, chacun y trouvant son propre intérêt et ayant fait des efforts importants pour trouver une issue favorable jusque dans la dernière ligne droite.
- **Le manque de confiance** entre les différents acteurs et **l'attitude de l'Etat** ont été prépondérants dans l'échec du rapprochement.
- **Les convictions de Martin Bouygues sur le sujet sont difficiles à cerner**, après plusieurs revirements de postures en l'espace de quelques mois.

A l'avenir, notre conviction est que **toutes les options demeurent ouvertes**, avec les mêmes interrogations et contraintes :

- A la faveur d'un changement de gouvernement, nous pensons en effet que les réticences de l'Etat à voir un actionnaire privé monter de façon significative au capital d'Orange pourraient être moindres. Mais la **complexité de l'opération et les risques d'exécution** demeureront, et seule une **confiance** renforcée entre les acteurs permettra de les surmonter.
- Les **risques d'exécution** dans un rapprochement avec Free sont limités, mais ce dernier semble de **moins en moins l'acheteur naturel** à mesure qu'il déploie son réseau mobile. Et les récents événements n'ont pas rapproché Martin Bouygues et Xavier Niel, loin s'en faut. Si Martin Bouygues devait être acculé à une vente, ne préférerait-il pas à tous prix un autre acheteur ?
- Aucune critique ne s'est faite entendre sur le comportement d'Allice durant les discussions en début d'année. Cela est-il de nature à réchauffer les relations entre Martin Bouygues et Patrick Drahi ? Pas évident. Si **l'accord de partage de réseau** entre Bouygues et SFR indique qu'un

rapprochement serait naturel, Altice devra être en mesure de **lever les financements nécessaires** à l'opération, et Martin Bouygues accepter de sortir des télécoms...

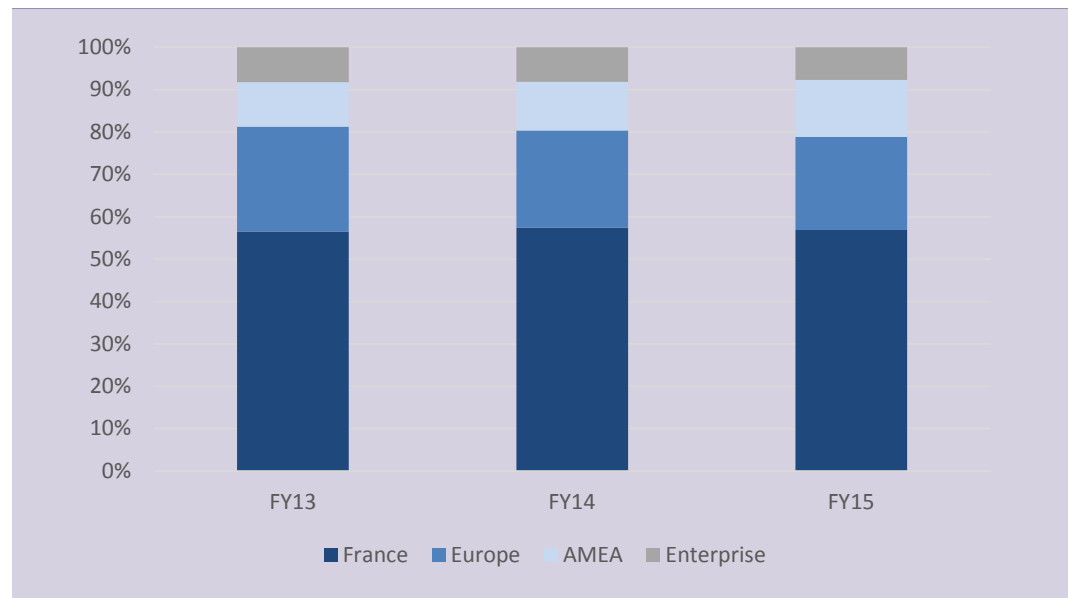
Aujourd'hui, aucun couple vendeur / acheteur ne s'impose donc naturellement, et l'ARCEP souhaite désormais avancer sur les dossiers d'itinérance, nous pensons donc que **la consolidation ne reviendra pas d'actualité avant au mieux les prochaines élections présidentielles prévues en mai 2017**. D'ici là, Bouygues Telecom devra confirmer son redressement, en maintenant sa performance commerciale et en démontrant sa capacité à jouer un rôle dans la fibre.

4. L'international est une réelle opportunité de croissance

4.1. La diversification ne va pas sans risques

Depuis plusieurs années maintenant, la **contribution de la France à l'EBITDA consolidé du groupe se maintient autour de 55%**, les baisses d'EBITDA sur le marché national étant accompagnées soit de difficultés sur d'autres pays (Pologne par exemple), soit d'évolutions de périmètre à l'international (Orange Autriche, Orange Arménie).

Fig. 28: Contribution des différentes zones/activités du groupe à l'EBITDA Orange

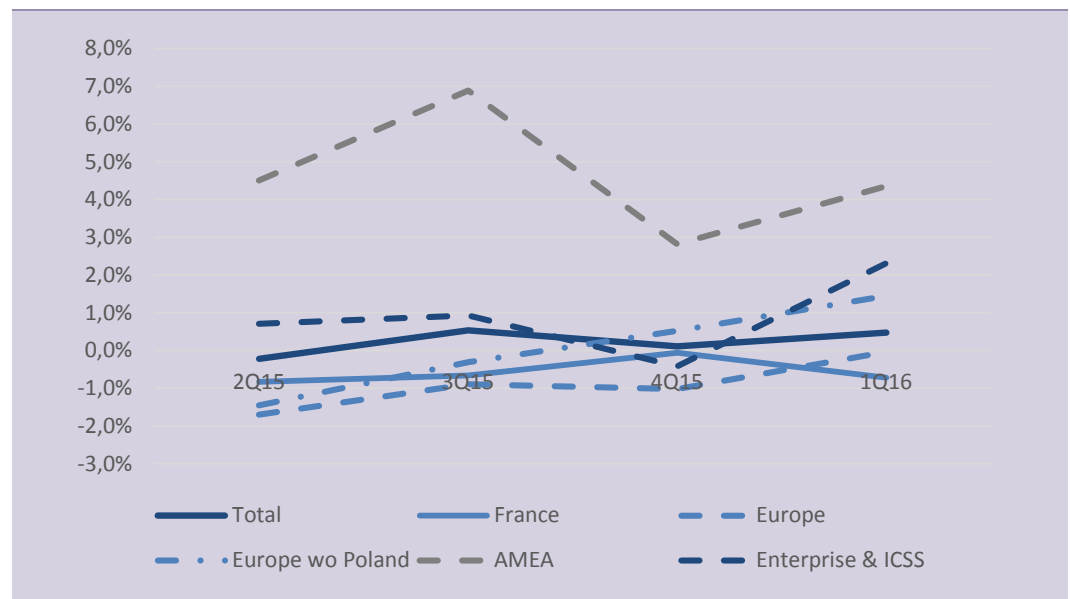


Source: Company Data; Bryan, Garnier & Co ests.

L'international est le principal levier de croissance du groupe

Ainsi, il apparaît que le groupe ne s'est pas fondamentalement internationalisé lors de ces dernières années. En revanche c'est bien **l'international qui contribue majoritairement à la croissance** pro forma du groupe constatée ces quatre derniers trimestres, comme illustré ci-dessous (ceci est d'autant plus visible sur le périmètre hors Pologne, cette dernière ayant souffert sur les derniers exercices).

Fig. 29: Evolution de la croissance du chiffre d'affaires pro forma du groupe par zone/activité



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

L'international porte un certain nombre de risques, illustrés notamment dans l'amortissement des survaleurs comptabilisées

Cependant, ce développement dans des zones pour beaucoup « émergentes », présente un **niveau de risque qu'il convient de bien intégrer** dans l'analyse, et qui **pèse sur la valorisation de la société**.

Tout d'abord, fonction du contexte concurrentiel et économique propre à chaque pays, **croissance économique soutenue n'est pas nécessairement synonyme de forte croissance du secteur télécoms**. Le meilleur exemple en est l'Egypte, qui malgré une croissance du PIB de **4.2%** en 2015, n'a vu les revenus des services de télécommunications ne progresser que de **1.9%**, avec notamment une décroissance des activités mobile de **-2.2%**. En effet de nombreux facteurs peuvent peser sur la performance du secteur : évolutions plus contraignantes des réglementations, contexte sécuritaire pesant sur le roaming, décroissance des activités historiques de téléphonie fixes qui ne sont pas toujours compensées par le développement du haut débit...

A cela s'ajoutent des sujets de **stabilité politique et institutionnelle**, et une certaine **volatilité dans les taux de changes**. La livre Egyptienne a subi une dévaluation de **13%** en mars 2016, l'amplitude maximum des fluctuations sur le dinar Jordanien a atteint **9%** (vs Euro) sur les 12 derniers mois, **4%** sur le dirham Marocain. A date Orange Afrique demeure relativement protégé dans le mesure où **45%** de son chiffre d'affaires est réalisé en Franc CFA, à taux de change fixe vs Euro.

Enfin, Orange doit composer avec la **présence d'Etats étrangers au capital** d'un certain nombre de filiales. C'est notamment le cas en Pologne, où l'Etat Polonais détient **5%** du capital d'Orange Polska, mais aussi au Sénégal et en Jordanie où respectivement **27%** et **30%** du capital est détenue par la puissance publique. Ces trois périmètres représentant **20%** du total des revenus internationaux d'Orange. Cette implication d'Etats étrangers au capital peut parfois **représenter une contrainte**. L'exemple type en est Orange au Kenya qui, suite à des désaccords persistants avec le gouvernement Kenyan (son co-actionnaire), fut contraint de constater qu'il avait perdu le contrôle de la société, malgré les **70%** qu'il détenait, avant de finalement se séparer de sa filiale en novembre 2015.

L'ensemble des éléments ci-dessus pèse sur le profil de risque d'Orange, et **le danger est réel de surestimer la valeur des investissements** réalisés à l'étranger. Le tableau ci-dessous montre les dépréciations de survaleurs enregistrées dans les comptes d'Orange.

Fig. 30: Dépréciations cumulées des survaleurs Orange au 31/12/2015

Orange Goodwill (EUR m)	Gross	Cumulated depreciation	%
Total	32606	-5535	-17%
Europe (excl. France)	13506	-3398	-25%
of which Poland	2825	-2056	-73%
of which Belgium & Lux.	1006	-713	-71%
AMEA	2576	-1459	-57%
of which Egypt	1308	-1216	-93%
of which DRC	111	-111	-100%
France and others	16524	-678	-4%

Source: Company Data

On constate que les **dépréciations de survaleurs en zone AMEA ont atteint 57%**, portées par les révisions sur l'Égypte et la RDC, tandis que les **sursvaleurs Europe (hors France) ont perdu un quart de leur valeur**, du fait notamment de la Pologne et de la Belgique. Bien sûr, les survaleurs ne peuvent s'apprécier, et seules les mauvaises nouvelles apparaissent. Cela démontre cependant que les zones en question ont, a minima, traversé des zones de turbulences très significatives.

4.2. L'international doit continuer à tirer la croissance du groupe

Malgré les risques décrits ci-dessus, nous voyons **trois intérêts principaux** à l'internalisation du groupe Orange :

- **Innovation** : développer **des offres et business models alternatifs** permettant de générer du chiffre d'affaires sur des **marchés adjacents**. C'est notamment le cas de la zone AMEA (Africa Middle East and Asia), et des **services bancaires**. En particulier le lancement d'Orange Money en France est grandement facilité par la place déjà importante prise par le service sur le marché africain. On notera aussi les initiatives d'Orange avec Google sur le continent Africain, ainsi que le développement d'activités e-commerce avec l'investissement de 75M€ au capital de AIG (Africa Internet Group).
- **Diversification** : combiner **prises de risques sur des marchés émergents** à fort potentiel, et **sécurisation des revenus sur les marchés matures**. Cette diversification permet en outre d'avantage de **flexibilité pour arbitrer les investissements** d'une zone à l'autre en fonction des besoins : capacité à profiter du cash flow généré sur une zone pour financer des besoins accrus sur une autre.
- **Développement** : profiter de la **croissance organique** des marchés en développement sur lequel le groupe est présent, et saisir les opportunités de **croissance externe**.

La croissance organique devrait se poursuivre, portée notamment par le développement économique des pays d'implantation

S'agissant de **croissance organique**, nous pensons que **les activités internationales vont tirer l'essentiel de la croissance pro forma du groupe** dans les trois prochaines années, comme illustré dans le tableau ci-dessous.

Fig. 31: Evolution des revenus Orange par zone

EURm	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	% var. 15	% var. 16	% var. 17	% var. 18
Group	40 283	40 236	41 219	41 684	41 977	-0,1%	2,4%	1,1%	0,7%
France	19 304	19 141	19 019	18 993	19 019	-0,8%	-0,6%	-0,1%	0,1%
Europe	10 139	9 963	10 423	10 519	10 662	-1,7%	4,6%	0,9%	1,4%
Africa & Middle East	4 659	4 899	5 266	5 371	5 453	5,2%	7,5%	2,0%	1,5%
Enterprise	6 465	6 405	6 475	6 527	6 584	-0,9%	1,1%	0,8%	0,9%
International carrier & shared services	1 845	1 915	1 904	1 904	1 904	3,8%	-0,6%	0,0%	0,0%
New M&A (DRC and Liberia)	-	-	235	470	470	0,0%	0,0%	100,0%	0,0%
eliminations	- 2 129	- 2 087	- 2 104	- 2 101	- 2 116	-2,0%	0,8%	-0,2%	0,7%

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

En Espagne les bons résultats constatés suite à l'acquisition de Jazztel devraient se confirmer, les bonnes performances commerciales permises grâce à la **montée en puissance de la convergence** et les **hausse de prix dans le fixe** absorbant la pression sur l'ARPU mobile. En Pologne, la situation restera difficile pendant plusieurs trimestres, Orange restant soumis à une forte concurrence du câble **en attendant que les investissements FTTH** portent leurs fruits. La Belgique et le Luxembourg devraient poursuivre leur croissance, portée notamment par **l'ouverture des réseaux câble à la concurrence**.

Fig. 32: Détail des revenus Orange Espagne

EURm	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	% var. 15	% var. 16	% var. 17	% var. 18
revenues	4 355	4 253	4 810	4 947	5 076	-2,3%	13,1%	2,8%	2,6%
mobile services	2 517	2 403	2 452	2 510	2 563	-4,5%	2,0%	2,4%	2,1%
mobile equipment sales	530	470	445	445	445	-11,3%	-5,4%	0,0%	0,0%
fixed services	1 300	1 375	1 914	1 992	2 068	5,8%	39,2%	4,1%	3,8%
o/w fixed broadband	933	1 001	1 476	1 551	1 627	7,3%	47,5%	5,1%	4,9%
other revenues	7	5	-	-	-	-28,6%	-100,0%		

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

Fig. 33: Détail des revenus Orange Polska

EURm	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	% var. 15	% var. 16	% var. 17	% var. 18
revenues	2 914	2 831	2 695	2 647	2 651	-2,8%	-4,8%	-1,8%	0,1%
mobile services	1 366	1 314	1 278	1 272	1 273	-3,8%	-2,7%	-0,5%	0,0%
mobile equipment sales	102	154	179	179	179	51,0%	15,9%	0,0%	0,0%
fixed services	1 319	1 215	1 105	1 064	1 066	-7,9%	-9,0%	-3,8%	0,3%
other revenues	128	147	133	133	133	14,8%	-9,4%	0,0%	0,0%

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

Fig. 34: Détail des revenus Orange Belgique et Luxembourg

EURm	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	% var. 15	% var. 16	% var. 17	% var. 18
revenues	1 249	1 235	1 251	1 256	1 262	-1,1%	1,3%	0,4%	0,4%
mobile services	1 019	1 006	1 028	1 035	1 040	-1,3%	2,2%	0,6%	0,5%
mobile equipment sales	131	128	127	127	127	-2,3%	-0,8%	0,0%	0,0%
fixed services	92	80	71	70	70	-13,0%	-11,3%	-1,9%	0,5%
other revenues	6	22	25	25	25	266,7%	13,6%	0,0%	0,0%

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

Fig. 35: Détail des revenus autres pays Européens

EURm	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	% var. 15	% var. 16	% var. 17	% var. 18	
revenues	1 625	1 648	1 670	1 673	1 678	1,4%	1,3%	0,2%	0,3%	
Romania	909	947	957	961	966	4,2%	1,1%	0,4%	0,5%	
Slovakia	580	561	606	606	606	-3,3%	8,0%	0,0%	0,0%	
Moldova	134	135	125	124	125	0,7%	-7,6%	-0,4%	0,5%	
others	28	26	-	-	-	-7,1%	-100,0%			
eliminations	-	26 -	21 -	18 -	18 -	18	-19,2%	-12,4%	0,0%	0,0%

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

Sur la zone AMEA, la croissance devraient se poursuivre, dans la lignée des trimestres précédents, soutenue par le développement des pays d'implantation et des **facteurs macroéconomiques favorables**: croissance démographique, développement des classes moyennes, déploiement des infrastructures... Le tableau ci-dessous présente les estimations d'évolution du PIB des principaux pays de la zone où Orange est présent. En parallèle, le développement des usages et du taux d'équipement devraient se poursuivre.

Fig. 36: Taux de croissance du PIB des principales zones d'implantation d'Orange en zone AMEA

% GDP growth (constant prices)	2014	2015	2016	2017	2018
Cameroon	5.9	5.9	4.9	4.6	4.9
Ivory Coast	7.9	8.6	8.5	7.9	7.6
Mali	7.5	6.1	5.0	5.2	4.8
Senegal	4.3	6.5	6.6	6.8	6.9
Egypt	2.2	4.2	3.3	4.3	4.5
Jordan	3.1	2.5	3.2	3.7	4.0
Morocco	2.4	4.5	2.3	4.1	4.4

Source: IMF estimates.

Fig. 37: Détail des revenus Orange dans la zone AMEA

EURm	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	% var. 15	% var. 16	% var. 17	% var. 18	
revenues	4 659	4 899	5 266	5 371	5 453	5,2%	7,5%	2,0%	1,5%	
Egypt	1 286	1 340	1 343	1 363	1 384	4,2%	0,2%	1,5%	1,5%	
Senegal	740	746	755	763	770	0,8%	1,2%	1,0%	1,0%	
Ivory Coast	680	760	806	838	855	11,8%	6,0%	4,0%	2,0%	
Marocco	256	257	511	519	526	0,4%	98,8%	1,5%	1,5%	
Mali	436	476	498	514	525	9,2%	4,7%	3,2%	2,0%	
Jordan	439	429	442	450	459	-2,3%	2,9%	2,0%	2,0%	
Cameroon	285	284	292	296	301	-0,4%	2,8%	1,5%	1,5%	
Guinea	216	249	259	264	268	15,3%	3,8%	2,1%	1,5%	
Niger	104	103	103	103	103	-1,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Democratic Republic of Congo	105	149	160	166	170	41,9%	7,7%	3,7%	2,0%	
others	221	228	228	229	230	3,2%	0,0%	0,5%	0,5%	
Eliminations	-	107	-	133	-	138	15,9%	7,1%	2,0%	1,5%

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

La situation financière saine du groupe permet d'envisager la multiplication d'opérations de croissance externe à l'international

S'agissant de **croissance externe**, des opérations ont déjà été conclues sur T2 (acquisition de Tigo en République Démocratique du Congo et de Cellcom au Liberia), d'autres doivent être finalisées dans le courant de l'année (Airtel au Burkina Fasso et en Sierra Leone).

Orange dispose d'un **bilan assaini**, grâce notamment aux **4.5Md€ de cash issus de la vente de la filiale Everything Everywhere (EE)**. En estimant par ailleurs à **1Md€** le montant cash des acquisitions citées ci-dessus, nous estimons la dette nette consolidée d'Orange à **23.2Md€ à fin 2016**, pour un ratio dette nette / EBITDA **inférieur à 2x** (inférieur aux comparables du secteur : Deutsche Telekom 2.4x, Telecom Italia 3.4x, Telefonica 2.9x, KPN 3.5x). Nous estimons donc **qu'Orange dispose d'une marge de manœuvre suffisante pour poursuivre un certain nombre d'acquisitions ciblées sur des marchés à fort potentiel de croissance**, et ceci **en recourant exclusivement à de l'endettement**.

Un temps, l'introduction en bourse d'Orange Afrique fut envisagée afin de lever du capital pour le financement de son développement. Il ne nous apparaît plus aujourd'hui nécessaire d'envisager une telle solution, ce qui devrait **améliorer la visibilité quant à l'éventualité d'une augmentation de capital** liée à la cotation d'Orange Afrique. (Il est par ailleurs à noter, si l'on raisonne en silo, que les filiales d'Orange portent peu de dette, l'essentiel en étant supporté au niveau de la maison mère. A ce titre Orange Egypte et Medi Telecom sont endettées respectivement à hauteur de 862M€ et 436M€, pour un ratio dette nette / EBITDA respectivement de 0.6 et 1.7, à fin 2015.)

Les opérations de croissance externe devraient se concentrer sur des cibles à fort potentiel de croissance plutôt que sur des rapprochements Européens peu créateurs de valeur à notre sens

En revanche, **nous n'estimons pas que l'internationalisation du groupe soit créatrice de synergies** à proprement parler. La situation d'Orange sur un marché donné est peu influencée par sa situation sur un autre marché, fût-il adjacent. Notamment, il n'est pas prouvé que sa dimension mondiale change fondamentalement son rapport de force avec les équipementiers télécoms. Si tel était le cas, sa domination (comme celle des autres opérateurs mondiaux, à l'image notamment de Vodafone) serait écrasante sur l'ensemble des marchés, ce qui est loin d'être le cas.

C'est pour cette même raison que nous ne voyons pas de synergies majeures dans d'éventuelles opérations de consolidation intra-européennes, encore moins s'agissant de rapprochements hors Union Européenne, et que nous ne jugeons pas approprié d'accorder une prime à Orange sur cette base.

5. Malgré son statut d'opérateur historique, le groupe peut encore accroître son agilité

Un certain nombre de facteurs intrinsèques à Orange, pèsent encore naturellement sur le titre et sa perception par les investisseurs

Bien sûr nous pensons que le statut d'opérateur historique d'Orange, en particulier **1/ l'influence de l'Etat au capital**, **2/ le contexte social** et **3/ des doutes concernant sa capacité à maîtriser les coûts**, pèsent encore dans la perception des investisseurs et sur la performance du titre. Nous estimons cependant que ces éléments **ne justifient pas la décote importante constatée**, et sont susceptibles d'évoluer favorablement dans le temps.

S'agissant de l'influence de l'Etat Français sur Orange, celle-ci pèse à plusieurs titres :

- **Politique d'investissement sous influence:** comme illustré précédemment dans la note, nous pensons que l'influence de l'Etat n'est pas neutre dans la stratégie agressive d'Orange sur la fibre, projet dont l'intérêt économique ne nous paraît pas avéré au-delà des zones très denses. La société peut donc apparaître à ce titre comme le « bras armé » de l'Etat dans sa politique d'aménagement du territoire.
- **Défenses d'intérêts contradictoires:** comme c'est le cas pour beaucoup de sociétés publiques très « exposées », l'Etat se voit contraint de gérer des intérêts contradictoires, au détriment parfois de la lisibilité de la stratégie, voire de son efficacité. Stéphane Richard lui-même a évoqué ce point à l'issue de discussions avortées avec Bouygues en début d'année : « La seule question à se poser est pourquoi l'État veut-il rester actionnaire d'Orange? Est-ce pour toucher un dividende, pour l'accompagner dans son développement en Afrique, pour maintenir les prix les plus bas possibles? On a parfois l'impression d'être au cœur d'injonctions contradictoires : il faut créer de la valeur, protéger le consommateur, l'emploi, tout en accélérant les investissements, sans toujours chercher leur rentabilité ! »

Aujourd'hui l'Etat détient encore 23% du capital d'Orange (dont 13.5% via l'Agence des Participations de l'Etat et 9.5% via BPI France). L'Etat avait déjà réduit sa part au capital de 200pb en 2014, avant de la réduire de nouveau de 200pb en 2015. Mais concernant le dossier de la consolidation du marché, l'Etat a pu apparaître comme visant d'avantage la **sauvegarde de son influence au capital** que la **maximisation de la création de valeur** pour le groupe. De la même façon, à l'occasion de la mise en vente de Daily Motion, l'intervention du gouvernement avait abouti au **blocage de la vente**, successivement à Yahoo ! puis PCCW, avant finalement de connaître une issue heureuse avec Vivendi 2 ans plus tard.

L'influence de l'Etat au capital ne sera pas toujours aussi déterminante, des premiers signes laissent présager des évolutions

Nous pensons cependant que les choses sont **susceptibles d'évoluer favorablement**. Plusieurs déclarations (plus ou moins contradictoires) de la part des autorités publiques ces derniers temps, montrent que la question de la part de l'Etat au capital est bien posée. Au-delà des dernières déclarations entendues sur le sujet (peu engageantes étant donnée la proximité des prochaines élections présidentielles), nous pensons que les positions pourraient s'infléchir à l'occasion d'un **changement de gouvernement, voire de majorité**. L'Etat était déjà ouvert à une réduction de sa participation lors des discussions avec Bouygues, et on peut imaginer une sortie progressive de l'Etat, motivée par la **recherche de ressources nécessaires au désendettement du pays et/ou au financement d'autres projets publics** (recapitalisation d'EDF, Areva...). Si l'influence de l'Etat français resterait présente, même avec une plus faible portion du capital, la dilution serait moins un

Le contexte social pèse sur la flexibilité d'Orange, mais les initiatives engagées dans un climat pacifié vont dans le bon sens

sujet. Ce qui peut aussi **favoriser l'émergence d'un nouvel actionnaire référent** : une nouvelle opportunité à venir pour Martin Bouygues ? Pour Vivendi ?

S'agissant du contexte social, les enjeux sont multiples : celui-ci constitue un frein au **désengagement de l'Etat** (chaque baisse de participation de l'Etat suscitant l'hostilité des organisations représentatives du personnel), mais il est aussi de nature à **limiter la marge de manœuvre d'Orange en matière de réduction des coûts**. Au-delà des renégociations fournisseurs, réduire les coûts c'est retirer des budgets aux équipes voire couper des projets. Améliorer l'efficacité opérationnelle c'est souvent simplifier, c'est-à-dire réduire ou fusionner les périmètres d'activité. Tout cela ne va sans une diminution des effectifs. Et le **plan Lombard/Wenès des années 2000 a laissé des traces**, contraignant Orange à une approche particulièrement vigilante d'un point de vue social. Des dispositifs coûteux ont été engagés pour accompagner les seniors vers la retraite. Le plan Temps Partiel Seniors pèse plus de 2Md€ dans la situation nette au 31/12/2015, et la révision des hypothèses liées à ce plan (ainsi que le prolongement des programmes existants) a pesé pour 547M€ sur l'année 2015.

Cependant Orange a l'opportunité de **faire évoluer progressivement sa masse salariale** au gré des **départs à la retraite naturels** (37.3% des salariés ont plus de 50 ans) et des dispositifs spécifiques mis en place. Sur la France, **25k** employés devraient quitter la société sur la période 2015 – 2020, c'est-à-dire proche de **25%** de la force de travail totale. Selon le contrat social conclu avec les organisations syndicales, **1 remplacement est prévu pour 3 départs**, conduisant donc à une réduction nette de la force de travail de l'ordre de **-8%** sur 6 ans. Si l'ampleur de cette baisse est limitée, elle permet cependant d'introduire, au gré des remplacements, **d'avantage de flexibilité via une adaptation de la politique de recrutement** (baisse du nombre de fonctionnaires et de CDI au profit de contrat CDD, qui ne représentent aujourd'hui que 2.4% de la force de travail interne). Au-delà de la réduction de coûts, estimée à **340M€** vs 2015, ceci doit contribuer, très progressivement, à une **diminution du profil de risque** de la société en France. Ces avancées sont permises grâce à un **climat social désormais pacifié**, largement attribuable au management de Stéphane Richard.

Même s'il est difficile d'en mesurer l'impact réel, un nouveau plan d'économie est engagé, témoignant d'une mobilisation soutenue des équipes sur le sujet OPEX

S'agissant plus globalement de la capacité d'Orange à maîtriser ses coûts, nous estimons que la réduction de la base d'OPEX totale d'Orange France est de l'ordre de **-13%** sur la période 2011 – 2015. A titre de comparaison la réduction chez Bouygues Telecom fut de **-16%**. Alors que les perspectives positives sur les chiffres d'affaires pourraient inviter à l'inaction, Orange a relancé un plan d'économie de coûts de **3Md€ sur 4 ans** (hors force de travail), dans le cadre du projet Essentiels2020. On regrettera cependant que ce plan, qui mêle réelles économies, coûts évités et limitations de l'augmentation naturelle des dépenses, soit **difficilement réconciliable avec le P&L** et donc **peu appréhendable à sa juste valeur par les investisseurs**. A titre d'illustration, là où Orange affiche **1Md€** d'économies déjà réalisées en 2015, nous ne lisons que **200M€** de baisse de coûts nette sur l'année (hors interconnexion et force de travail). Par ailleurs, des **guidances moyen terme très prudentes** ne nous engagent pas à un optimisme démesuré concernant l'impact du plan sur les résultats de l'entreprise. Essentiels2020 affiche à ce titre un objectif d'EBITDA 2018 supérieur à 2014, alors que cela est déjà le cas en 2015.

Nous pensons cependant que ce plan permettra :

- D'assurer une **croissance de l'EBITDA** sur la période 2015 – 2018, passant de **30.9%** de taux d'EBITDA ajusté 2015 à **31.4%** en 2018. Chacune des zones de présence d'Orange devrait participer à cette croissance, comme illustré dans le tableau ci-après.
- De **préparer le groupe Orange**, et notamment Orange France, à l'après 2018 où la décroissance des revenus historiques issus du réseau cuivre et de son dégroupage continuera de s'accroître, en parallèle de la montée en puissance de la fibre.

Enfin, ne sous-estimons pas les **vertus de ce type de plan** en termes de **mobilisation des équipes** autour d'objectifs ambitieux de rigueur budgétaire, de **sensibilisation sur la question des OPEX** et **d'accompagnement de la société vers une plus grande agilité**.

Fig. 38: Evolution des EBITDA Orange par zone

EURm	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	% var. 15	% var. 16	% var. 17	% var. 18
Group	12 416	12 426	12 774	12 966	13 201	0,1%	2,8%	1,5%	1,8%
% Restated EBITDA	30,8%	30,9%	31,0%	31,1%	31,4%				
France	7 001	7 076	7 075	7 093	7 111	1,1%	0,0%	0,2%	0,3%
% Restated EBITDA	36,3%	37,0%	37,2%	37,3%	37,4%				
Europe	2 855	2 732	2 831	2 844	2 913	-4,3%	3,6%	0,4%	2,4%
% Restated EBITDA	28,2%	27,4%	27,2%	27,0%	27,3%				
Spain	1 072	1 068	1 272	1 308	1 335	-0,4%	19,1%	2,8%	2,1%
% Restated EBITDA	24,6%	25,1%	26,4%	26,4%	26,3%				
Poland	920	841	713	686	709	-8,6%	-15,3%	-3,7%	3,4%
% Restated EBITDA	31,6%	29,7%	26,4%	25,9%	26,8%				
Belgium & Luxembourg	275	276	291	292	298	0,4%	5,3%	0,4%	2,0%
% Restated EBITDA	22,0%	22,3%	23,2%	23,2%	23,6%				
Central European countries	589	546	556	557	570	-7,3%	1,8%	0,3%	2,3%
% Restated EBITDA	36,2%	33,1%	33,3%	33,3%	34,0%				
Africa & Middle East	1 591	1 668	1 798	1 881	1 944	4,8%	7,8%	4,6%	3,4%
% Restated EBITDA	34,1%	34,0%	34,1%	35,0%	35,7%				
Enterprise	956	954	1 009	1 043	1 097	-0,2%	5,7%	3,4%	5,1%
% Restated EBITDA	14,8%	14,9%	15,6%	16,0%	16,7%				
International carrier & shared services	13	4	15	14	45	-130,8%	-478,5%	-6,7%	220,5%
New M&A	-	-	46	92	92	0,0%	0,0%	100,0%	0,0%

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

6. Annexes

Fig. 39: P&L Orange Groupe

EURm	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	% var. 15	% var. 16	% var. 17	% var. 18
revenues	40 283	40 236	41 220	41 684	41 977	-0,1%	2,4%	1,1%	0,7%
external purchases	- 17 740	- 17 697	- 18 347	- 18 645	- 18 696	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
labour expenses	- 8 572	- 8 460	- 8 326	- 8 239	- 8 242	-1,3%	-1,6%	-1,0%	0,0%
other operating income & expenses	- 1 570	- 1 692	- 1 742	- 1 804	- 1 809	7,8%	3,0%	3,6%	0,2%
gain/loss on disposals of assets	50	66	-	-	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
restructuring costs	- 34	- 26	- 33	- 33	- 33	-23,5%	25,7%	1,1%	-0,1%
restated EBITDA	12 417	12 426	12 772	12 962	13 197	0,1%	2,8%	1,5%	1,8%
% of revenues	30,8%	30,9%	31,0%	31,1%	31,4%	0,3%	0,3%	0,4%	1,1%
restatements	- 1 403	- 1 149	- 1 069	- 990	- 1 030	-18,1%	-6,9%	-7,4%	4,0%
reported EBITDA	11 014	11 277	11 703	11 972	12 167	2,4%	3,8%	2,3%	1,6%
% of revenues	27,3%	28,0%	28,4%	28,7%	29,0%	2,6%	1,4%	1,2%	0,9%
depreciation & amortisation	- 6 219	- 6 465	- 6 700	- 6 807	- 6 831	4,0%	3,6%	1,6%	0,4%
remeasurement resulting from business combinations	-	6	-	-	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
impairment of goodwill and fixed assets	- 242	- 38	-	-	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
share of profit/loss of associates	- 222	- 38	- 129	- 83	- 106	-82,9%	238,2%	-35,2%	27,2%
EBIT	4 331	4 742	4 875	5 082	5 230	9,5%	2,8%	4,2%	2,9%
% of revenues	10,8%	11,8%	11,8%	12,2%	12,5%	9,3%	0,2%	3,1%	2,2%
financial result	-	1 583	- 1 234	- 1 155	- 1 137	-22,1%	-6,4%	-1,5%	
income tax	-	649	746	805	921	15,0%	7,9%	14,4%	
net income after tax of continuing operations		2 510	2 894	3 122	3 172	15,3%	7,9%	1,6%	
net income after tax of discontinued operations (EE)		448	-	-	-	0,0%	0,0%	0,0%	
consolidated net income after tax		2 958	2 894	3 122	3 172	-2,1%	7,9%	1,6%	
non controlling interests		306	306	306	306	0,0%	0,0%	0,0%	
consolidated net income, Group share		2 652	2 588	2 816	2 866	-2,4%	8,8%	1,8%	

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

Fig. 40: Bénéfice et Dividende par Action

	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18
number of ordinary shares at the end of the period (m)	2 649	2 649			
weighted average number of ordinary shares outstanding - basic (m)	2 637	2 649	2 649	2 649	2 649
weighted average number of ordinary shares outstanding - diluted (m)	2 637	2 701	2 701	2 701	2 701
Earnings per share		0,82	0,96	1,04	1,06
Dividend per share		0,6	0,6	0,8	0,8
Pay out		72%	63%	67%	75%

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

Fig. 41: Cash Flow Orange et évolution de la dette nette

EURm	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	% var. 15	% var. 16	% var. 17	% var. 18
restated EBITDA	12 158	12 418	12 772	12 962	13 197	2,1%	2,9%	1,5%	1,8%
CAPEX	- 5 636	- 6 486	- 6 886	- 7 092	- 7 089	15,1%	6,2%	3,0%	0,0%
spectrum and licences paid	- 294	- 410	- 1 367	- 333	- 333	39,5%	233,3%	-75,6%	0,0%
net interest paid	- 1 363	- 1 151	- 1 234	- 1 155	- 1 137	-15,6%	7,2%	-6,4%	-1,5%
income tax paid	- 758	- 727	- 746	- 805	- 921	-4,1%	2,7%	7,9%	14,4%
change in WCR	- 236	275	195	43	57	-216,5%	-29,1%	-77,7%	-231,7%
other operational items	- 1 009	- 830	- 1 069	- 990	- 1 030	-17,7%	28,9%	-7,4%	4,0%
dividends to Orange shareholders	- 1 846	- 1 589	- 1 621	- 1 891	- 2 161	-13,9%	2,0%	16,7%	14,3%
minority shareholders rem. in subs;	- 294	- 306	- 225	- 225	- 225	4,1%	-26,5%	0,0%	0,0%
purchase of own shares	125	31	-	-	-				
net of acquisitions and disposals	1 007	4 214	3 550	-	-	-518,5%	-184,2%	-100,0%	0,0%
subordinated notes issuances & coupons	5 715	272	830	-	-				
escrow for acquisition of Jazztel	- 2 901	2 901	-	-	-				
other financial items	- 32	102	-	-	-				
net debt variation (+) decrease)	4 636	462	4 199	515	244				
net financial debt	26 090	26 552	23 183	22 668	22 424				
Leverage ratio		2,1	1,8	1,7	1,7				

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

Fig. 42: Evolution des CAPEX Orange par zone

EURm	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	% var. 15	% var. 16	% var. 17	% var. 18
group	5 935	6 486	6 886	7 092	7 089	9,3%	6,2%	3,0%	0,0%
France	2 799	3 097	3 337	3 470	3 470	10,6%	7,7%	4,0%	0,0%
Europe	1 718	1 784	1 945	2 017	2 014	3,8%	9,0%	3,7%	-0,1%
Spain	821	864	1 005	1 055	1 055	5,2%	16,3%	5,0%	0,0%
Poland	418	463	484	506	504	10,8%	4,5%	4,5%	-0,5%
Belgium & Luxembourg	215	193	193	193	193	-10,2%	0,0%	0,0%	0,0%
Central European countries	264	263	263	263	263	-0,4%	0,0%	0,0%	0,0%
Africa & Middle East	850	922	922	922	922	8,5%	0,0%	0,0%	0,0%
Enterprise	336	325	324	324	324	-3,3%	-0,3%	0,0%	0,0%
International carrier & shared services	232	359	359	359	359	54,7%	0,0%	0,0%	0,0%

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

Fig. 43: P&L Orange France

EURm	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	% var. 15	% var. 16	% var. 17	% var. 18
revenues	19 304	19 141	19 019	18 993	19 019	-0,8%	-0,6%	-0,1%	0,1%
external purchases	- 7 395	- 7 201	- 7 223	- 7 239	- 7 252	-2,6%	0,3%	0,2%	0,2%
labour expenses	- 4 346	- 4 252	- 4 143	- 4 075	- 4 078	-2,2%	-2,6%	-1,6%	0,1%
other operating income & expenses	- 546	- 591	- 558	- 567	- 559	8,2%	-5,5%	1,6%	-1,5%
gain/loss on disposals of assets	-	2	-	-	-	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
restructuring costs	- 16	- 23	- 20	- 20	- 20	43,8%	-14,4%	0,0%	0,0%
restated EBITDA	7 001	7 076	7 075	7 093	7 111	1,1%	0,0%	0,2%	0,3%
% of revenues	36,3%	37,0%	37,2%	37,3%	37,4%				

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

Fig. 44: P&L Orange Espagne

EURm	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	% var. 15	% var. 16	% var. 17	% var. 18
revenues	4 355	4 253	4 810	4 947	5 076	-2,3%	13,1%	2,8%	2,6%
external purchases	- 2 837	- 2 736	- 3 071	- 3 167	- 3 264	-3,6%	12,2%	3,1%	3,1%
labour expenses	- 239	- 235	- 230	- 225	- 226	-1,7%	-2,2%	-1,9%	0,2%
other operating income & expenses	- 208	- 214	- 237	- 246	- 251	2,9%	10,8%	3,9%	1,9%
restated EBITDA	1 072	1 068	1 272	1 308	1 335	-0,4%	19,1%	2,8%	2,1%
% of revenues	24,6%	25,1%	26,4%	26,4%	26,3%				

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

Fig. 45: P&L Orange Polska

EURm	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	% var. 15	% var. 16	% var. 17	% var. 18
revenues	2 914	2 831	2 695	2 647	2 651	-2,8%	-4,8%	-1,8%	0,1%
mobile services	1 366	1 314	1 278	1 272	1 273	-3,8%	-2,7%	-0,5%	0,0%
mobile equipment sales	102	154	179	179	179	51,0%	15,9%	0,0%	0,0%
fixed services	1 319	1 215	1 105	1 064	1 066	-7,9%	-9,0%	-3,8%	0,3%
other revenues	128	147	133	133	133	14,8%	-9,4%	0,0%	0,0%
external purchases	- 1 460	- 1 501	- 1 500	- 1 488	- 1 470	2,8%	-0,1%	-0,8%	-1,2%
labour expenses	- 446	- 419	- 398	- 392	- 389	-6,1%	-5,1%	-1,4%	-0,8%
other operating income & expenses	- 99	- 84	- 85	- 81	- 82	-15,2%	1,8%	-5,3%	1,6%
gain/loss on disposals of assets	10	14	-	-	-	40,0%	-100,0%		
restated EBITDA	920	841	713	686	709	-8,6%	-15,3%	-3,7%	3,4%
% of revenues	31,6%	29,7%	26,4%	25,9%	26,8%				

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

Fig. 46: P&L Orange Belgique et Luxembourg

EURm	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	% var. 15	% var. 16	% var. 17	% var. 18
revenues	1 249	1 235	1 251	1 256	1 262	-1,1%	1,3%	0,4%	0,4%
mobile services	1 019	1 006	1 028	1 035	1 040	-1,3%	2,2%	0,6%	0,5%
mobile equipment sales	131	128	127	127	127	-2,3%	-0,8%	0,0%	0,0%
fixed services	92	80	71	70	70	-13,0%	-11,3%	-1,9%	0,5%
other revenues	6	22	25	25	25	266,7%	13,6%	0,0%	0,0%
external purchases	- 809	- 793	- 795	- 796	- 796	-2,0%	0,3%	0,1%	0,1%
labour expenses	- 136	- 134	- 134	- 136	- 136	-1,5%	0,0%	1,5%	-0,4%
other operating income & expenses	- 29	- 33	- 31	- 32	- 32	13,8%	-5,3%	3,9%	-1,2%
restated EBITDA	275	276	291	292	298	0,4%	5,3%	0,4%	2,0%
% of revenues	22,0%	22,3%	23,2%	23,2%	23,6%				

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

Fig. 47: P&L Orange autres pays Européens

EURm	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	% var. 15	% var. 16	% var. 17	% var. 18
revenues	1 625	1 648	1 670	1 673	1 678	1,4%	1,3%	0,2%	0,3%
Romania	909	947	957	961	966	4,2%	1,1%	0,4%	0,5%
Slovakia	580	561	606	606	606	-3,3%	8,0%	0,0%	0,0%
Moldova	134	135	125	124	125	0,7%	-7,6%	-0,4%	0,5%
others	28	26	-	-	-	-7,1%	-100,0%	x	x
eliminations	- 26	- 21	- 18	- 18	- 18	-19,2%	-12,4%	0,0%	0,0%
external purchases	- 862	- 925	- 940	- 941	- 933	7,3%	1,7%	0,0%	-0,8%
labour expenses	- 140	- 139	- 139	- 141	- 141	-0,7%	0,3%	1,3%	-0,3%
other operating income & expenses	- 35	- 32	- 34	- 33	- 34	-8,6%	6,7%	-2,3%	1,6%
gain/loss on disposals of assets	- -	6	-	-	-	x	x	x	x
restated EBITDA	589	546	556	557	570	-7,3%	1,8%	0,3%	2,3%
% of revenues	36,2%	33,2%	33,3%	33,3%	34,0%	x	x	x	x

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

Fig. 48: P&L Orange AMEA

EURm	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	% var. 15	% var. 16	% var. 17	% var. 18
revenues	4 659	4 899	5 266	5 371	5 453	5,2%	7,5%	2,0%	1,5%
external purchases	- 2 204	- 2 335	- 2 532	- 2 546	- 2 557	5,9%	8,5%	0,5%	0,4%
labour expenses	- 411	- 418	- 421	- 418	- 419	1,7%	0,8%	-0,8%	0,3%
other operating income & expenses (1)	- 449	- 478	- 513	- 524	- 532	6,5%	7,3%	2,3%	1,4%
restructuring costs	- 5	-	- 2	- 2	- 2	-100,0%		0,0%	0,0%
restated EBITDA	1 591	1 668	1 798	1 881	1 944	4,8%	7,8%	4,6%	3,4%
% of revenues	34,1%	34,1%	34,1%	35,0%	35,7%				

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

Fig. 49: P&L Entreprise

EURm	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	% var. 15	% var. 16	% var. 17	% var. 18
revenues	6 465	6 405	6 475	6 527	6 584	-0,9%	1,1%	0,8%	0,9%
external purchases	- 3 776	- 3 714	- 3 723	- 3 730	- 3 737	-1,6%	0,2%	0,2%	0,2%
labour expenses	- 1 615	- 1 612	- 1 610	- 1 609	- 1 609	-0,2%	-0,2%	0,0%	0,0%
other operating income & expenses	- 107	- 147	- 128	- 139	- 135	37,4%	-13,1%	9,0%	-2,9%
gain/loss on disposals of assets	- 6	24	-	-	-				
restructuring costs	- 6	- 1	- 6	- 6	- 6	-83,3%	521,9%	0,0%	0,0%
restated EBITDA	956	954	1 009	1 043	1 097	-0,2%	5,7%	3,4%	5,1%
% of revenues	14,8%	14,9%	15,6%	16,0%	16,7%				

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

Fig. 50: KPI Entrepise

Enterprise financial KPIs	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	% var. 15	% var. 16	% var. 17	% var. 18
revenues	6 465	6 405	6 475	6 527	6 584	-0,9%	1,1%	0,8%	0,9%
voice	1 615	1 528	1 491	1 454	1 418	-5,4%	-2,4%	-2,5%	-2,5%
data	3 008	2 959	2 933	2 918	2 904	-1,6%	-0,9%	-0,5%	-0,5%
IT & Integration Services	1 843	1 918	2 052	2 155	2 262	4,1%	7,0%	5,0%	5,0%

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

Fig. 51: P&L IC&S

EURm	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	% var. 15	% var. 16	% var. 17	% var. 18
revenues	1 845	1 915	1 904	1 904	1 904	3,8%	-0,6%	0,0%	0,0%
external purchases	- 2 982	- 3 022	- 3 002	- 2 982	- 2 963	1,3%	-0,7%	-0,6%	-0,6%
labour expenses	- 1 241	- 1 251	- 1 251	- 1 243	- 1 245	0,8%	0,0%	-0,7%	0,2%
other operating income & expenses	2 352	2 326	2 369	2 341	2 355	-1,1%	1,9%	-1,2%	0,6%
gain/loss on disposals of assets	46	31	-	-	-	-32,6%	-100,0%		
restructuring costs	- 7	- 2	- 5	- 5	5	-71,4%	174,6%	0,0%	0,0%
restated EBITDA	13	4	15	14	45	-130,8%	-478,5%	-6,7%	220,5%
% of revenues	0,7%	-0,2%	0,8%	0,7%	2,4%				

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

Fig. 52: Revenus détaillés IC&S

IC&S detailed revenues	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	YoY 15	YoY 16	YoY 17	YoY 18
revenues	1 845	1 915	1 904	1 904	1 904	3,8%	-0,6%	0,0%	0,0%
international carrier services	1 528	1 555	1 560	1 560	1 560	1,8%	0,3%	0,0%	0,0%
shared services	317	360	344	344	344	13,6%	-4,4%	0,0%	0,0%

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 57.1%

NEUTRAL ratings 33.3%

SELL ratings 9.5%

Research Disclosure Legend

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

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



BRYAN, GARNIER & CO

London	Paris	New York	Munich	New Delhi
Beaufort House 15 St. Botolph Street London EC3A 7BB Tel: +44 (0) 207 332 2500 Fax: +44 (0) 207 332 2559 Authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (FCA) and the Financial Conduct Authority (FCA) Autorité de Contrôle prudentiel et de resolution (ACPR)	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 resolution (ACPR)	750 Lexington Avenue New York, NY 10022 Tel: +1 (0) 212 337 7000 Fax: +1 (0) 212 337 7002 FINRA and SIPC member	Widenmayerstrasse 29 80538 Munich Germany +49 89 2422 62 11	The Imperial Hotel Janpath New Delhi 110 001 Tel +91 11 4132 6062 +91 98 1111 5119 Fax +91 11 2621 9062 Geneva rue de Grenus 7 CP 2113 Genève 1, CH 1211 Tel +4122 731 3263 Fax +4122731 3243 Regulated by the FINMA

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.