

## **Commission des participations et des transferts**

**Avis n° 2015 - A. - 10 du 28 juillet 2015**

**relatif à une cession sur le marché de titres d'Orange par Bpifrance Participations**

La Commission,

Vu la lettre en date du 12 juin 2015 par laquelle le ministre chargé de l'économie a saisi la Commission, en application de l'article 26 I 2° de l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014, en vue de la mise en œuvre d'une opération de marché sur le capital d'Orange par Bpifrance Participations ;

Vu l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014 relative à la gouvernance et aux opérations sur le capital des sociétés à participation publique et le décret n° 2014-949 du 20 août 2014 portant application de ladite ordonnance ;

Vu le code des postes et des communications électroniques ;

Vu la loi n° 90-568 du 2 juillet 1990 modifiée relative à l'organisation du service public de la poste et des télécommunications ;

Vu la loi n° 2003-1365 du 31 décembre 2003 relative aux obligations de service public des télécommunications et à France Télécom, notamment son article 7 modifié par l'article 39 XI de l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014 susvisée ;

Vu le décret n° 2004-387 du 3 mai 2004 relatif au transfert du secteur public au secteur privé de la société France Télécom ;

Vu l'avis n° 2015-A.-8 du 15 juin 2015 de la Commission des participations et des transferts relatif à une cession sur le marché de titres d'Orange par Bpifrance Participations ;

Vu la lettre de Bpifrance Participations transmise à la Commission le 27 juillet 2015 ;

Vu la mise à jour de son rapport d'évaluation par Goldman Sachs, banque conseil de Bpifrance Participations, transmise à la Commission le 27 juillet 2015 ;

Vu le communiqué en date du 28 juillet 2015 sur les résultats financiers du premier semestre 2015 et le document de présentation de ces résultats publié sur le site internet de la société ;

Vu la note complémentaire remise en séance le 28 juillet 2015 à la Commission par Goldman Sachs ;

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu

- le 28 juillet 2015

Bpifrance Participations représenté par M. Thierry SOMMELET directeur, Mme Céline ANDRE et M. Clément COMBAL, et assisté par sa banque conseil, Goldman Sachs, représenté par MM. Pierre HUDRY, co-gérant, Sébastien d'AGOSTINO, Renaud GUIDEE et Thomas de KERGOMMEAUX, et par son conseil juridique, le cabinet BDGS représenté par Maîtres Lucile GAILLARD et Olivier PERONNAU, avocats à la Cour ;

EMET L'AVIS SUIVANT :

I.- Par lettre du 12 juin 2015, le ministre chargé de l'économie a saisi la Commission en vue de la mise en œuvre par Bpifrance Participations d'une opération de marché sur le capital de la société Orange actuellement détenu par l'Etat à hauteur de 13,45 % et par Bpifrance Participations à hauteur de 11,60 %. Bpifrance Participations est la filiale intégrale de BPI-Groupe SA dont le capital est détenu à parité par l'Etat, par l'intermédiaire de l'EPIC BPI-Groupe, et la Caisse des Dépôts et Consignations. Pour sa participation dans Orange, Bpifrance Participations (anciennement FSI) est lié à l'Etat par un pacte d'actionnaires constitutif d'une action de concert.

L'opération envisagée consiste dans la cession sur le marché d'une partie des actions détenues par Bpifrance Participations, pour un volume maximal de 52 977 707 actions soit environ 2 % du capital d'Orange.

Les actions cédées sur le marché feront l'objet d'un placement privé auprès d'investisseurs institutionnels français et internationaux, conduit par un syndicat bancaire qui en garantit la bonne fin en termes de volume et de prix minimum.

II.- En application de l'article 7 de la loi du 31 décembre 2003 susvisée, le transfert au secteur privé d'Orange (alors dénommé France Télécom) a été autorisé par le décret du 3 mai 2004 susvisé et a été réalisé par une cession d'actions sur le marché intervenue le 1er septembre 2004.

Les cessions d'actions d'Orange sont mises en oeuvre dans le cadre du chapitre 2 du titre III de l'ordonnance du 20 août 2014 susvisée conformément à l'article 7 de la loi du 31 décembre 2003 susvisée, qui dispose que « la part détenue par l'Etat dans le capital d'Orange est déterminée en tenant compte de la participation directe et indirecte de l'Etat ».

L'Etat, directement ou à travers Bpifrance Participations, détient aujourd'hui 25,05 % du capital d'Orange. Sa participation ne serait pas inférieure à 23,05 % après la réalisation de l'opération. Hors les salariés (5,1 % du capital), aucun autre actionnaire ne détient plus de 5 % du capital de la société. La diminution de la participation publique n'entraînera pas de modification dans les représentations au conseil d'administration d'Orange, l'Etat et Bpifrance Participations y étant représentés respectivement par deux et un administrateurs.

III.- La Commission a émis le 15 juin 2015 sur cette opération un avis susvisé qui figure en annexe au présent avis.

Bpifrance avait indiqué à la Commission, dans sa note du 11 juin 2015, qu'en raison de la volatilité du cours d'Orange et de l'existence de fenêtres négatives, la cession pourrait devoir être reportée.

Par lettre du 27 juillet, Bpifrance Participations indique à la Commission que l'opération envisagée n'a pu se réaliser pendant la période de validité de l'avis précité, et qu'elle est à nouveau envisageable à compter du 28 juillet 2015.

L'opération n'étant pas intervenue dans le délai résultant de l'art. 29 de l'ordonnance du 20 août 2015 susvisée, la Commission est amenée à fixer à nouveau l'évaluation de la société Orange.

IV.- La Commission a reçu notamment une mise à jour par la banque conseil de Bpifrance de son rapport d'évaluation.

Le 28 juillet, Orange a rendu publics ses résultats financiers du premier semestre 2015. Sur cette période, le chiffre d'affaires s'établit à 19,6 milliards d'euros, stable par rapport à la période correspondante de 2014, et l'EBITDA retraité se monte à 5,8 milliards d'euros, en retrait de 1,2%, dégageant une marge de 29,7%, en léger recul. Les investissements progressent de 6,5%, à 2,7 milliards d'euros, avec une priorité vers le très haut débit fixe.

L'examen des résultats financiers permet de constater une amélioration de l'évaluation intrinsèque d'Orange pour laquelle la banque propose une fourchette de 13,4 à 18,3 euros par action, au lieu de la fourchette de 12,6 à 17,4 présentée en juin.

Depuis le 15 juin, après une phase de hausse, portée par les perspectives de consolidation du marché français que laissait entrevoir la proposition d'acquisition de Bouygues Telecom par Altice Numericable, le cours d'Orange a reculé jusqu'à 13,25 € le 7 juillet en raison essentiellement des craintes des marchés sur la situation de la Grèce. A partir de cette date, il a repris vigoureusement avec l'ensemble du marché, réalisant même une performance supérieure à l'indice CAC 40. Le cours est aujourd'hui aux environs de 15 €, en hausse de près de 10% par rapport aux cours constatés dans les jours précédant 15 juin dernier. Le cours d'Orange a suivi étroitement celui de son principal comparable Deutsche Telekom.

L'évolution du cours de bourse reste marquée par la volatilité des conditions de marché sur la période.

Les prévisions des analystes financiers restent sensiblement en ligne avec celles émises avant le 15 juin, marquant ainsi une réduction de l'écart des objectifs par rapport aux cours.

V.- Le Commission, tout en notant que les facteurs de risques identifiés dans son avis n° 2015-A.-8 précité demeurent présents, relève que les résultats semestriels d'Orange confirment la bonne exécution des programmes de réduction de ses coûts et dépassent les objectifs annoncés par la société ainsi que les attentes du consensus.

La forte corrélation du cours de l'action aux conditions du marché contraste avec la période précédente, marquée par une performance supérieure entre septembre 2014 et avril 2015, puis un impact des événements propres au secteur des télécommunications en France, liés aux tentatives de consolidation.

La technique de cession retenue par Bpifrance paraît demeurer, dans les conditions actuelles du marché, un moyen approprié d'assurer le succès de l'opération et d'obtenir un prix satisfaisant.

VI - Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, et au vu des informations qui lui ont été communiquées ainsi que des données les plus récentes du marché, la Commission, sur la base des analyses contenues dans son avis du 15 juin 2015 et actualisées à ce jour, estime que la valeur d'Orange ne saurait être inférieure à 13,5 euros par action soit environ 35,7 milliards d'euros pour 2 648 885 383 actions composant le capital social.

Adopté dans la séance du 28 juillet 2015 où siégeaient M. Bertrand SCHNEITER, président, Mme Dominique DEMANGEL, M. Marc-André FEFFER, Mme Daniele LAJOURMARD et Mme Inès-Claire MERCEREAU, membres de la Commission.

Le président,

Bertrand SCHNEITER

**Annexe****Commission des participations et des transferts****Avis n° 2015 - A. - 8 du 15 juin 2015****relatif à une cession sur le marché de titres d'Orange par Bpifrance Participations**

La Commission,

Vu la lettre en date du 12 juin 2015 par laquelle le ministre chargé de l'économie a saisi la Commission, en application de l'article 26 I 2° de l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014, en vue de la mise en œuvre d'une opération de marché sur le capital d'Orange par Bpifrance Participations ;

Vu l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014 relative à la gouvernance et aux opérations sur le capital des sociétés à participation publique et le décret n° 2014-949 du 20 août 2014 portant application de ladite ordonnance ;

Vu le code des postes et des communications électroniques ;

Vu la loi n° 90-568 du 2 juillet 1990 modifiée relative à l'organisation du service public de la poste et des télécommunications ;

Vu la loi n° 2003-1365 du 31 décembre 2003 relative aux obligations de service public des télécommunications et à France Télécom, notamment son article 7 modifié par l'article 39 XI de l'ordonnance n° 2014-948 du 20 août 2014 susvisée ;

Vu le décret n° 2004-387 du 3 mai 2004 relatif au transfert du secteur public au secteur privé de la société France Télécom ;

Vu les avis de la Commission des participations et des transferts n° 98-A.-4 du 19 novembre 1998, n° 98-A.C.-4 du 24 novembre 1998, n° 98-A.C.-6 / A.-5 du 28 novembre 1998, n° 2000-A.C.-2 du 29 mai 2000, n° 2000-A.C.-3 du 20 juin 2000, n° 2001-A.-1 du 18 janvier 2001, n° 2003-A.C.-1 du 24 février 2003, n° 2003-A.-3 du 29 août 2003, n° 2004-A.-1 du 24 février 2004, n° 2004-A.-9 du 1er juin 2004, n° 2004-A.-13 du 31 août 2004, n° 2004-A.-14 du 3 septembre 2004, n° 2005-A.-3 du 3 juin 2005, n° 2005-A.-4 du 8 juin 2005, n° 2005-A.-9 du 30 août 2005, n° 2005-A.-10 du 1er septembre 2005, n° 2005-A.-11 du 22 septembre 2005, n° 2007-A.-1 du 14 mars 2007, n° 2014-A.-5 du 11 septembre 2014 et n° 2014-A.-6 du 1er octobre 2014 ;

Vu le document de référence 2014 déposé le 7 avril 2015 par Orange auprès de l'Autorité des marchés financiers ;

Vu les informations financières publiées par Orange sur son site internet notamment :

- communiqué en date du 17 février 2015 sur les résultats annuels 2014,

- document de présentation des résultats annuels 2014 daté du 17 février 2015 et intitulé « résultats 2014 »,
- communiqué en date du 17 mars 2015 présentant le nouveau plan stratégique d'Orange intitulé « Essentiels2020 »,
- communiqué en date du 28 avril 2015 sur les résultats financiers du premier trimestre 2015,
- document de présentation des résultats du 1<sup>er</sup> trimestre 2015 daté du 28 avril 2015 et intitulé « T 1 2015 résultats financiers d'Orange »,
- document présentant le consensus des analystes au 15 avril 2015 et intitulé « detailed preview for 1 Q 15 results » ;

Vu le rapport d'évaluation établi par Goldman Sachs, banque conseil de Bpifrance Participations, transmis à la Commission le 11 juin 2015 ;

Vu la note de Bpifrance Participations transmise à la Commission le 11 juin 2015 ;

Vu la note complémentaire remise en séance le 15 juin 2015 à la Commission par Bpifrance Participations et Goldman Sachs ;

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu

- le 15 juin 2015

- Bpifrance Participations représenté par MM. Arnaud CAUDOUX et Bertrand FINET, directeurs exécutifs de BPI-Groupe SA, Thierry SOMMELET et Mme Céline ANDRE, et assisté par sa banque conseil, Goldman Sachs, représenté par MM. Pierre HUDRY, co-gérant, Thomas de KERGOMMEAUX et Sébastien d'AGOSTINO, et par son conseil juridique, le cabinet BDGS représenté par Maîtres Jean-Emmanuel SKOVRON et Lucille GAILLARD, avocats à la Cour ;

EMET L'AVIS SUIVANT :

I.- Par lettre du 12 juin 2015, le ministre chargé de l'économie a saisi la Commission en vue de la mise en œuvre par Bpifrance Participations d'une opération de marché sur le capital de la société Orange actuellement détenu par l'Etat à hauteur de 13,45 % et par Bpifrance Participations à hauteur de 11,60 %. Bpifrance Participations est la filiale intégrale de BPI-Groupe SA dont le capital est détenu à parité par l'Etat, par l'intermédiaire de l'EPIC BPI-Groupe, et la Caisse des Dépôts et Consignations. Pour sa participation dans Orange, Bpifrance Participations (anciennement FSI) est lié à l'Etat par un pacte d'actionnaires constitutif d'une action de concert.

L'opération envisagée consiste dans la cession sur le marché d'une partie des actions détenues par Bpifrance Participations, pour un volume maximal de 52 977 707 actions soit environ 2 % du capital d'Orange.

Les actions cédées sur le marché feront l'objet d'un placement privé auprès d'investisseurs institutionnels français et internationaux, conduit par un syndicat bancaire qui en garantit la bonne fin en termes de volume et de prix minimum.

II.- En application de l'article 7 de la loi du 31 décembre 2003 susvisée, le transfert au secteur privé d'Orange (alors dénommé France Télécom) a été autorisé par le décret du 3 mai 2004 susvisé et a été réalisé par une cession d'actions sur le marché intervenue le 1er septembre 2004.

Les cessions d'actions d'Orange sont mises en oeuvre dans le cadre du chapitre 2 du titre III de l'ordonnance du 20 août 2014 susvisée conformément à l'article 7 de la loi du 31 décembre 2003 susvisée, qui dispose que « la part détenue par l'Etat dans le capital d'Orange est déterminée en tenant compte de la participation directe et indirecte de l'Etat ».

L'Etat, directement ou à travers Bpifrance Participations, détient aujourd'hui 25,05 % du capital d'Orange. Sa participation ne serait pas inférieure à 23,05 % après la réalisation de l'opération. Hors les salariés (5,1 % du capital), aucun autre actionnaire ne détient plus de 5 % du capital de la société. La diminution de la participation publique n'entraînera pas de modification dans les représentations au conseil d'administration d'Orange, l'Etat et Bpifrance Participations y étant représentés respectivement par deux et un administrateurs.

III.- Le groupe Orange est l'opérateur téléphonique historique en France. Il propose l'ensemble des services de télécommunications aux particuliers, aux entreprises et aux opérateurs professionnels : téléphonie fixe et mobile, accès à internet et à la télévision et tous services numériques. Depuis 1998, le groupe a mené une politique active à l'international qui le conduit à être particulièrement présent en Espagne et en Pologne. La co-entreprise créée avec Deutsche Telekom dans le mobile au Royaume-Uni (Everything Everywhere) est en cours de cession.

Au cours des dernières années, le groupe a présenté son activité en six segments, essentiellement sur une base géographique :

- « France » (46,4 % du chiffre d'affaires et 57,4 % de l'excédent brut d'exploitation - EBITDA- , retraité d'éléments non courants, en 2014) regroupe les activités en France de téléphonie fixe (voix et internet, bas et haut débit) et de téléphonie mobile (où la part de marché d'Orange est de 35,5 %) ;
- « Espagne » (9,3 % du chiffre d'affaires et 7,9 % de l'EBITDA retraité) regroupe les mêmes activités en Espagne (où la part de marché de la téléphonie mobile est de 22,8 %) ;
- « Pologne » (7,0 % du chiffre d'affaires et 7,6 % de l'EBITDA retraité) regroupe les mêmes activités en Pologne (où la part de marché de la téléphonie mobile est de 27,3 %) ;

- « Reste du Monde » (17,8 % du chiffre d'affaires et 19 % de l'EBITDA retraité) réunit des activités de téléphonie fixe ou mobile dans divers pays, notamment en Europe (Mobistar en Belgique détient 41 % du marché du mobile), en Afrique et au Moyen-Orient (Mobilnil détient 33,5 % du marché du mobile en Egypte), ces deux dernières zones étant en fort développement dans la téléphonie mobile en offres prépayées ;
- « Entreprises » (15,1 % du chiffre d'affaires et 8,1 % de l'EBITDA retraité) opère sous la marque Orange Business Services (OBS) sur les marchés des communications et services informatiques et d'intégration aux grandes entreprises ;
- « Opérateurs internationaux et services partagés » (3,9 % du chiffre d'affaires et 0,03 % de l'EBITDA retraité) réunit, d'une part, l'activité de vente en gros de trafic voix et données, pour le trafic international, ainsi que de fourniture de moyens de transmission et, d'autre part, le développement en partenariat de nouveaux services notamment dans les contenus, la santé et la publicité.

IV.- Bien que l'exercice 2014 se soit à nouveau traduit par une poursuite de la baisse du chiffre d'affaires, de l'EBITDA, du résultat net et des flux de trésorerie opérationnels, l'inscription des principaux agrégats dans les prévisions de l'entreprise et la stabilisation de la marge EBITDA sur chiffre d'affaires ont été accueillis de façon plutôt favorable par les analystes financiers qui les considèrent comme constituant un point d'inflexion pour le groupe.

Le chiffre d'affaires consolidé s'est élevé à 39,4 milliards d'euros, soit une baisse de 3,7 % par rapport à l'exercice 2013 (et une baisse de 2,5 % à base comparable). L'entreprise attribue 1 % de baisse aux mesures de régulation du secteur. L'activité a par ailleurs été particulièrement touchée dans les trois secteurs géographiques principaux du groupe : France (- 3,5 %), Espagne (- 4,4 %) et Pologne (- 4,5 %). Elle progresse par contre légèrement dans le segment Reste du Monde (+ 0,1 %), grâce à la forte croissance en Afrique et au Moyen-Orient. En France, la baisse a continué à affecter tant la téléphonie fixe (malgré la progression du haut et très haut débit) que la téléphonie mobile qui a souffert d'une diminution de 7,2 % de l'ARPU (revenu moyen par usager). En France, Orange a continué à percevoir des revenus significatifs du contrat d'itinérance 2G et 3G conclu en 2011 avec Free. En Espagne, la téléphonie fixe a progressé grâce au succès des offres haut débit mais la téléphonie mobile a fortement chuté avec une baisse de 19,4 % de l'ARPU liée à la chute des prix. En Pologne, la baisse du chiffre d'affaires a concerné tant le fixe que le mobile dans un contexte de forte concurrence et, s'agissant du mobile, d'une baisse de l'ARPU de plus de 8%.

Les efforts de diminution des coûts directs et indirects ont été activement poursuivis et ont atteint 707 millions en 2014 après 929 millions en 2013. Ils ont ainsi permis de limiter à 2,5 % la baisse de l'EBITDA retraité qui s'établit à 12,2 milliards d'euros. Les segments les plus touchés par cette baisse ont été l'Espagne (- 7,8 %), la Pologne (- 4,5 %) et à nouveau Entreprises (- 5,3 %), tandis que la France limitait sa baisse à 1,8 %.

Le ratio EBITDA retraité sur chiffre d'affaires a été stabilisé à 30,9 % par rapport à 2013.

Le résultat d'exploitation de 5,6 milliards d'euros enregistre une baisse de 14,3 % par rapport à 2013 (et de 12,3 % à base comparable) qui résulte essentiellement de la



diminution de l'EBITDA partiellement compensée par une moindre dépréciation d'écarts d'acquisition.

Le cash-flow opérationnel (EBITDA moins investissements) poursuit sa décline à 6,6 milliards d'euros (contre 7 milliards en 2013) en raison de la baisse de l'EBITDA, le volume des investissements ayant été identique à 2013 (5,6 milliards d'euros).

Le résultat net, part du groupe, pour l'exercice 2014 diminue de plus de moitié par rapport à celui de 2013 à 925 millions. Cette baisse résulte de celle de l'EBITDA et du résultat négatif des activités en cours de cession (dont Everything Everywhere). Orange a décidé le versement au titre de l'exercice 2014 d'un dividende de 0,6 € par action contre 0,8 € en 2013.

Le bilan consolidé d'Orange au 31 décembre 2014 fait apparaître des capitaux propres de 31,7 milliards d'euros, en hausse de 20 % par rapport à l'année précédente. Cette forte augmentation résulte de l'émission d'obligations hybrides, comptabilisées en capitaux propres, pour des montants de 2,8 milliards et 3 milliards respectivement en février et octobre 2014. Des écarts d'acquisition figurent à l'actif du bilan à hauteur de 24,8 milliards.

Le montant de l'endettement financier net s'est inscrit à 26,1 milliards d'euros, en forte diminution par rapport au 31 décembre 2014 du fait du classement comptable en capitaux propres des obligations hybrides émises pendant l'année.

Orange a rendu publics fin avril 2015 des éléments financiers sur le premier trimestre de l'année en cours. Par rapport à la période comparable de 2014, ils se caractérisent par la poursuite de la baisse du chiffre d'affaires (- 1,4 % et - 0,9 % à base comparable) qui touche tous les segments d'activité sauf la zone Afrique Moyen-Orient et le segment Opérateurs internationaux. La baisse s'est ralentie en France alors qu'elle demeure forte en Espagne. L'EBITDA retraité diminue de 3,4 % (et de 1,9 % à base comparable), malgré la poursuite des efforts de réduction des coûts. Ceci entraîne une dégradation du ratio EBITDA retraité sur chiffre d'affaires (30,1 %) par rapport à son niveau du premier trimestre 2013.

V.- Le groupe Orange a lancé en mars 2015 un nouveau plan stratégique intitulé « Essentiels2020 » et qui prend la suite du plan précédent « conquêtes 2015 ».

L'entreprise annonce que ce plan, qui vise à assurer le meilleur service aux clients, s'appuie sur cinq leviers :

- offrir une connectivité enrichie :

Orange se donne comme objectif de tripler le débit moyen data de ses clients sur ses réseaux fixes et mobiles d'ici à fin 2018 par rapport à 2014.

Le groupe, afin de maintenir sa position de leader dans le très haut débit, investira plus de 15 milliards d'euros dans ses réseaux entre 2015 et 2018. En France, il va multiplier en particulier par trois ses investissements dans la fibre d'ici 2020 avec l'objectif de 20 millions de logements raccordables en 2022.

La couverture 4G devrait être supérieure à 95 % sur les pays européens du groupe en 2018 et la 4G sera lancée dans la majorité des pays de la zone Afrique Moyen-Orient d'ici 2018.

- réinventer la relation client :

Orange entend simplifier et personnaliser sa relation avec ses clients, enrichir ses services et repenser ses espaces de vente.

- construire un modèle d'employeur digital et humain :

Le plan prévoit le développement des formations du personnel et le renforcement de la culture managériale de confiance et de responsabilité. L'actionnariat salarié sera promu avec l'ambition d'atteindre à terme 10 % du capital.

- accompagner la transformation du client entreprise :

Le plan prévoit l'évolution des activités d'Orange Business Services pour s'adapter à l'évolution et à la croissance de la demande.

- se diversifier en capitalisant sur ses actifs :

Le groupe entend développer deux domaines avec l'objectif d'y dépasser un milliard d'euros de chiffre d'affaires en 2018 : les objets connectés et les services financiers sur mobile.

Par ailleurs le plan prévoit la poursuite du programme « Chrysalid » avec le même objectif pour la période 2015-2018 que pour 2011-2014, soit 3 milliards d'économies brutes supplémentaires.

Enfin, « Essentiels2020 » prévoit sur le plan financier :

- un chiffre d'affaires 2018 supérieur au chiffre d'affaires 2014,
- un EBITDA retraité 2018 supérieur à l'EBITDA retraité 2014, avec un point bas en 2015 compris entre 11,9 et 12,1 milliards d'euros,
- un ratio dette nette/EBITDA retraité de 2 à moyen terme,
- le maintien d'un dividende d'au moins 0,6 € par action sur la période 2015-2018.

Les objectifs du groupe pour 2015 ont été confirmés lors de la publication des éléments financiers trimestriels fin avril 2015.

VI.- Conformément à la loi, la Commission a procédé à l'évaluation d'Orange en recourant à une analyse multicritères qui prend en compte les conditions de marché à la date de l'opération, la valeur boursière des titres, la valeur des actifs, les bénéfices réalisés, l'existence des filiales et les perspectives d'avenir.

A cette fin, elle a disposé du rapport de la banque conseil de Bpifrance Participations qui utilise principalement les méthodes suivantes :

- l'actualisation des flux futurs de trésorerie : le plan d'affaires a été établi jusqu'en 2019 pour chacun des segments du groupe, en intégrant l'acquisition en cours de Jazztel en Espagne. La valeur terminale, qui représente environ les trois quarts de l'évaluation, a été déterminée par actualisation à l'infini d'un flux normatif. Le taux d'actualisation (CMPC) et le taux de croissance à l'infini ont été évalués séparément pour chaque segment avec des taux moyens de respectivement 7,1 % et 1,3 %. La sensibilité de l'évaluation à la variation de ces taux est étudiée ainsi que la sensibilité à la survenance de certains événements majeurs éventuels (évolution de la concurrence, consolidation du secteur, évolution différente des revenus,...) ;

- les comparaisons boursières : les multiples résultant de la capitalisation des sociétés comparables ont été appliqués aux agrégats correspondants d'Orange. Les multiples qui ont

été jugés les plus significatifs par la banque sont ceux d'EBITDA et de flux de trésorerie opérationnels (EBITDA moins investissements) considérés sur les années 2015, 2016 et 2017. Les trois opérateurs historiques européens ont été retenus comme principaux comparables : Deutsche Telekom (hors contribution de T-Mobile aux Etats-Unis), Telecom Italia et Telefónica. A titre indicatif ont aussi été pris en considération les multiples d'Iliad et de Numericable, ainsi que d'autres opérateurs européens.

Les obligations hybrides émises en 2014 par Orange sont réintégrées dans la dette nette pour le passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres.

La banque a procédé par ailleurs à l'étude de l'évolution du cours de bourse d'Orange sur différentes périodes de référence et elle a présenté les travaux des analystes des grandes institutions financières ainsi que leurs objectifs de cours. La banque a aussi détaillé les opérations depuis janvier 2012 des vingt premiers actionnaires institutionnels présents au capital d'Orange et leurs coûts de revient estimés. Elle a établi enfin une analyse de corrélation entre valorisation et multiple d'EBITDA-investissements pour les 16 principaux opérateurs européens.

La banque n'a pas retenu d'autres méthodes d'évaluation, comme l'actualisation des flux de dividendes ou les multiples de transactions comparables, ne les considérant pas pertinentes en l'espèce.

Sur la base de ces différentes méthodes dont les résultats sont convergents, la banque présente une fourchette d'évaluation de 12,6 à 17,4 € par action.

VII.- La Commission a examiné l'évolution du cours de bourse d'Orange depuis septembre 2014, date de sa précédente évaluation. Après un affaiblissement dans la première quinzaine d'octobre 2014 jusqu'à 10,5 €, l'action a fortement progressé jusqu'à 16,5 € fin février 2015. Depuis lors, une tendance à la baisse a repris pour inscrire finalement le cours entre 13 et 14 € dans les derniers jours. Alors qu'elle avait sur la période considérée progressivement rattrapé le retard pris depuis l'été 2012 sur l'indice sectoriel DJ Stoxx 600 Telecom, l'action Orange a depuis le début 2015 à nouveau sous-performé cet indice. Sur la période, l'action Orange a sur-performé l'indice CAC 40 mais son avance tend progressivement à se réduire depuis fin février.

Sur longue période, le cours des derniers jours est proche des niveaux d'il y a quatre ans, après plusieurs années défavorables (avec un plus bas à 7,1 € début juillet 2013).

Les analystes financiers émettent très majoritairement des recommandations positives ou neutres et fixent des objectifs de prix supérieurs d'environ 20 % aux cours de bourse actuels. Ces objectifs tiennent compte souvent d'hypothèses de consolidation du secteur.

Afin d'apprécier les perspectives d'avenir d'Orange, la Commission a procédé à nouveau à une analyse en termes de forces et de faiblesses.

Le lancement par Orange en mars 2015 de son nouveau plan à horizon 2020 donne de la visibilité sur la stratégie de l'entreprise. Elle montre l'engagement du groupe à procéder aux investissements, en particulier dans la fibre, devant lui permettre de conforter sa

position de leader du marché dans le très haut débit (4G) et de consolider ainsi ses revenus. Cette position est un motif souvent souligné par les analystes pour justifier leur opinion positive. Une politique commerciale active et l'accent mis sur la satisfaction des clients devraient aider à atteindre les objectifs poursuivis. La reconduction sur 2015-2020 du plan d'économies de coûts, qui a déjà procuré d'importants résultats sur sa première période 2010-2015, est un autre élément essentiel. La diversification vers des activités connexes (objets connectés et paiements sur mobile) et le développement, notamment par des acquisitions raisonnées, dans des zones à même d'être des relais de croissance significatifs sont d'autres éléments susceptibles de conforter les résultats du groupe dans les années à venir. Les modifications importantes du périmètre d'Orange qui sont en cours, cession d'Everything Everywhere et acquisition de Jazztel, traduisent une rationalisation de l'activité dans un univers caractérisé par la nécessité de procurer des offres globales à la clientèle.

Les risques, les incertitudes et les défis restent cependant majeurs dans un secteur aux évolutions rapides, notamment technologiques. L'accentuation éventuelle de la pression de la concurrence, comme cela a été observé ces dernières années dans plusieurs pays où est présent Orange, peut conduire à des baisses de revenus ou à des pertes de parts de marché. A la concurrence des opérateurs s'ajoute désormais celle des nouveaux acteurs internet qui pourraient capter une part croissante des marges dans la chaîne de création de valeur. Les évolutions réglementaires sont par ailleurs également une source d'incertitude. L'atteinte des objectifs ambitieux de réduction des coûts peut devenir plus difficile et la rentabilité des investissements, notamment de croissance externe, plus faible que prévu.

S'agissant enfin de la technique de cession retenue par Bpifrance, un placement privé garanti par un syndicat bancaire quant à sa bonne fin et à son prix, la Commission observe qu'elle paraît être, dans les conditions actuelles du marché, un moyen approprié d'assurer le succès de l'opération et d'obtenir un prix satisfaisant.

VIII.- Compte tenu de l'ensemble de ces éléments, et au vu des informations qui lui ont été communiquées ainsi que des données les plus récentes du marché, la Commission estime que la valeur d'Orange ne saurait être inférieure à 13 euros par action soit environ 34,4 milliards d'euros pour 2 648 885 383 actions composant le capital social.

Adopté dans la séance du 15 juin 2015 où siégeaient MM. Bertrand SCHNEITER, président, Pierre ACHARD, Daniel DEGUEN, Philippe MARTIN, Mme Inès-Claire MERCEREAU et M. Jean SÉRISÉ, membres de la Commission.

Le président,

Bertrand SCHNEITER