

Commission des participations et des transferts

Avis n° 2014 - A. - 5 du 11 septembre 2014

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

La Commission,

Vu la lettre en date du 10 septembre 2014 par laquelle le Ministre des Finances et des Comptes publics et le Ministre de l'Economie, de l'Industrie et du Numérique, ont 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 et n° 2007-A.-1 du 14 mars 2007 ;

Vu le document de référence 2013 déposé le 29 avril 2014 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 29 juillet 2014 sur les résultats du premier semestre 2014,
- comptes consolidés résumés du 1er semestre 2014,
- document de présentation des résultats du 1^{er} semestre 2014 daté du 29 juillet 2014,

- « detailed preview for 1 H 2014 results » (consensus des analystes au 9 juillet 2014) ;

Vu le rapport d'évaluation établi par Goldman Sachs, banque conseil de Bpifrance Participations, transmis à la Commission le 4 septembre 2014 ;

Vu la note de Bpifrance Participations transmise à la Commission le 4 septembre 2014 ;

Vu la note de présentation remise par Bpifrance Participations à la Commission le 9 septembre 2014

Vu les autres pièces du dossier ;

Après avoir entendu

- le 9 septembre 2014 successivement

- Bpifrance Participations représenté par MM. Arnaud CAUDOUX, directeur exécutif de BPI-Groupe SA, Thierry SOMMELET, Clément COMBAL et Mme Céline ANDRE ;

- Bpifrance Participations représenté comme ci-dessus et assisté par sa banque conseil, Goldman Sachs, représenté par M. Pierre HUDRY, co-directeur banque d'affaires, Mme Giulia LEWANDOWSKI et M. Renaud GUIDEE et par son conseil juridique, le cabinet BDGS représenté par Maîtres Jean-Emmanuel SKOVRON et Lucille GAILLARD, avocats à la Cour ;

- le 11 septembre 2014

- le Ministre chargé de l'économie représenté par M. Antoine SAINTOYANT, directeur de participations à l'Agence des participations de l'Etat, assisté de son conseil, Rise Conseil, représenté par MM. Alain NOEL, associé, Benoît LEBONT et Yann CHERRIERE ;

EMET L'AVIS SUIVANT :

I.- Par lettre du 10 septembre 2014, le Ministre des Finances et des Comptes publics et le Ministre de l'Economie, de l'Industrie et du Numérique ont 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 13,50 %. 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 50 328 822 actions soit 1,90 % 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 réalisées dans le cadre du chapitre 2 du titre III de l'ordonnance du 20 août 2014 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 français, directement ou à travers Bpifrance Participations, détient aujourd'hui 26,95 % du capital d'Orange. Sa participation ne serait pas inférieure à 25,05 % après la réalisation de l'opération. Hors les salariés (5,2 % du capital), aucun autre actionnaire ne détient plus de 5 % du capital d'Orange. 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 d'expansion à l'international de son activité qui le conduit à être particulièrement présent en Espagne, en Pologne et au Royaume-Uni (via Everything Everywhere, co-entreprise avec Deutsche Telekom, qui y détient 33 % du marché du mobile). Le groupe Orange avait 236 millions de clients dans le monde au 31 décembre 2013.

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 56,4 % de l'excédent brut d'exploitation - EBITDA- en 2013) 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 » (9,4 % du chiffre d'affaires et 8,2 % de l'EBITDA) regroupe les mêmes activités en Espagne (où la part de marché de la téléphonie mobile est de 22,8 %) ;
- « Pologne » (7,1 % du chiffre d'affaires et 7,7 % de l'EBITDA) regroupe les mêmes activités en Pologne (où la part de marché de la téléphonie mobile est de 27,3 %) ;

- « Reste du Monde » (18,1 % du chiffre d'affaires et 19,4 % de l'EBITDA) réunit des activités de téléphonie fixe ou mobile dans divers pays, notamment en Europe (Mobistar en Belgique détient 38,4 % du marché du mobile), en Afrique et au Moyen-Orient, ces deux dernières zones étant en fort développement dans la téléphonie mobile en offres prépayées (Mobinil détient notamment 33,3 % du marché du mobile en Egypte) ;
- « Entreprises » (15,1 % du chiffre d'affaires et 8,2 % de l'EBITDA) 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 0,1 % de l'EBITDA) 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.- L'exercice 2013 s'est inscrit dans les tendances des années précédentes marquées par la baisse du chiffre d'affaires et de l'EBITDA dans un environnement concurrentiel et réglementaire contraignant.

Le chiffre d'affaires consolidé s'est élevé à 41 milliards d'euros soit une baisse de 4,5 % par rapport à l'exercice 2012 à base comparable (et une baisse de 5,8 % en données historiques). Une part importante de cette diminution (40 %) est expliquée par la baisse des tarifs réglementés, notamment la forte baisse des tarifs de terminaison d'appel fixe et mobile. L'activité a été particulièrement touchée dans les segments France (- 6,6 %), Pologne (- 8,6 %) et Entreprises (- 5,3 %). En France, outre l'effet des mesures de régulation, le groupe explique la baisse du chiffre d'affaires principalement par la diminution de l'ARPU (revenu moyen généré par utilisateur) dans la téléphonie mobile en lien avec les baisses de prix résultant de la refonte des offres commerciales (l'activité mobile est en baisse de 10,3 %). La téléphonie fixe classique enregistre une baisse de 12,6 %. La progression de la base clients et le développement du haut et très haut débit viennent en atténuation de ces évolutions. En France, Orange perçoit des revenus significatifs du contrat d'itinérance 2G et 3G conclu en 2011 avec Free. L'activité a progressé en Espagne (+ 0,6 %), en Afrique et au Moyen-Orient (+ 4,3 %), grâce aux succès commerciaux du groupe dans ces zones.

Malgré les efforts importants du groupe Orange en vue de la diminution des coûts (929 millions d'euros en 2013), celle-ci n'a compensé qu'à moitié environ la diminution du chiffre d'affaires. L'EBITDA (retraité des éléments exceptionnels) a ainsi poursuivi sa baisse en 2013 (- 7,5 % à base comparable) pour atteindre un montant de 12,6 milliards d'euros. Les segments les plus touchés ont été la France (- 7,9 %), la Pologne (- 15,8 %) et Entreprises (- 12,5 %), tandis que l'Espagne progressait fortement (+ 9 %) grâce tant à la hausse du chiffre d'affaires qu'à la diminution des coûts.

Le ratio EBITDA retraité sur chiffre d'affaires enregistre en conséquence à 30,8 % une baisse de 0,9 % par rapport à 2012.

Le résultat d'exploitation de 5,3 milliards d'euros marque une hausse de 30,1 % par rapport à 2012, cette dernière année avait connu en effet la comptabilisation d'importantes

charges liées aux accords sur l'emploi des seniors dans le groupe et à la dépréciation d'écarts d'acquisition.

Le cash-flow opérationnel (EBITDA moins investissements), d'un montant de 7 milliards d'euros, connaît une baisse de 11,4 % à base comparable du fait de la baisse de l'EBITDA, les investissements se maintenant quasiment au même niveau qu'en 2012 (- 2 %), conformément à la stratégie du groupe.

Le résultat net, part du groupe, pour l'exercice 2013 s'établit à 1,9 milliards d'euros, en hausse de 128 % par rapport à 2012, après trois années de baisse, principalement en raison des moindres corrections de valeur des écarts d'acquisition. Orange a décidé le versement au titre de l'exercice 2013 d'un dividende de 0,8 euro par action contre 0,78 € en 2012 et 1,4 € les années précédentes.

Le bilan consolidé d'Orange au 31 décembre 2013 fait apparaître des fonds propres de 26,3 milliards d'euros, stables par rapport à l'année précédente. Le montant de l'endettement financier net s'est inscrit à 30,7 milliards d'euros, en légère hausse en raison du règlement d'un litige fiscal sur l'exercice 2005 (2,1 milliards). Les écarts d'acquisition nets inscrits à l'actif du bilan demeurent à un niveau toujours très élevé (25 milliards d'euros).

Orange a rendu publics fin juillet 2014 les résultats du premier semestre de l'année en cours. Par rapport à la période comparable de 2013, ils se caractérisent par la poursuite de la baisse du chiffre d'affaires (- 3,6 %) qui touche désormais tous les segments d'activité. La baisse de la téléphonie mobile en France s'est toutefois ralentie (- 8,7 %). La diminution de l'EBITDA (retraité des éléments exceptionnels) a pu être limitée à 3,5 % grâce principalement à la réduction des coûts, ce qui a permis le maintien du ratio EBITDA retraité sur chiffre d'affaires à son niveau du premier semestre 2012. Le résultat d'exploitation est en baisse de 11,8 % et le résultat net part du groupe chute en conséquence de 30,3 %.

Au 30 juin 2014, les fonds propres consolidés du groupe s'élèvent à 28,6 milliards d'euros (en hausse de 8,5 % par rapport au 30 juin 2013). L'endettement financier net, d'un montant de 27,4 milliards, diminue de 10,8 % grâce à l'émission pour 2,7 milliards début 2014 d'obligations hybrides comptabilisées en fonds propres et à des cessions d'actifs (notamment Orange Dominicana). Les écarts d'acquisition demeurent à 24,8 milliards.

V.- Le groupe Orange a lancé en juillet 2010 un plan stratégique intitulé « conquêtes 2015 » qui tient compte du contexte économique, de la réglementation du marché, de l'évolution des technologies et des usages ainsi que de l'intensification de la concurrence. Ce plan s'appuie sur des programmes opérationnels lancés en 2011 visant à refonder le contrat social, à stimuler l'innovation, à maîtriser les coûts et à optimiser la satisfaction des clients.

Pour l'année 2014, Orange s'est fixé comme perspective fondamentale la stabilisation de l'EBITDA. Le groupe se concentre sur quatre priorités :

- la poursuite d'objectifs commerciaux ambitieux,
- la poursuite des efforts d'optimisation de la structure des coûts,
- la poursuite de l'adaptation du modèle économique,
- la poursuite de l'adaptation des modes de fonctionnement et d'organisation d'Orange, dans le respect du contrat social noué avec les salariés.

Pour créer de la valeur en 2014, trois leviers principaux ont été identifiés par Orange :

- l'accélération du développement du très haut débit fixe et mobile,
- le développement des offres de convergence dans toute la zone Europe,
- la poursuite de l'effort d'innovation (cloud, divertissement, santé, utilisation du mobile comme moyen de paiement).

Du point de vue financier, Orange s'est fixé pour objectifs en 2014 :

- un EBITDA retraité situé entre 12 et 12,5 milliards d'euros correspondant à la stabilisation du ratio d'EBITDA retraité par rapport au chiffre d'affaires de 2013,
- un ratio d'endettement financier net rapporté à l'EBITDA plus proche de 2 à fin 2014 et autour de 2 à moyen terme,
- un dividende de 0,60 € par action au titre de l'exercice 2014,
- une politique d'acquisition sélective en se concentrant sur les marchés sur lesquels il est déjà présent.

L'ensemble de ces objectifs ont été confirmés lors de la publication des résultats semestriels fin juillet 2014.

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, sur la base des informations publiques et des consensus de marché, utilise principalement les méthodes suivantes :

- 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 2014 et 2015. Les quatre opérateurs historiques européens ont été retenus comme principaux comparables : Deutsche Telekom, KPN, Telecom Italia et Telefónica ;
- l'actualisation des flux futurs de trésorerie : le plan d'affaires a été établi sur la base d'un consensus de prévisions d'analystes jusqu'en 2018. La valeur terminale, qui représente environ les trois quarts de l'évaluation, a été déterminée par actualisation à l'infini d'un flux normatif avec les hypothèses centrales d'un taux de croissance à l'infini de 1 % et d'un taux d'actualisation (CMPC) de 6,7 %. Ces hypothèses font l'objet d'une analyse de sensibilité de l'évaluation à leur variation ;
- la somme des parties : les six segments d'activité sur lesquels communique le groupe ont été évalués séparément, en général par la méthode des comparables boursiers et, les cas échéants, selon des valeurs de marché ou des consensus d'analystes.

La banque a procédé par ailleurs à l'étude de l'évolution du cours de bourse d'Orange sur différentes périodes de référence depuis janvier 2012 (arrivée sur le marché du quatrième opérateur mobile) 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 retour sur capitaux employés pour les 12 principaux opérateurs historiques européens.

La banque a écarté les autres méthodes d'évaluation, notamment l'actualisation des flux de dividendes ainsi que les multiples de transactions comparables, considérant qu'elles n'étaient pas pertinentes en l'espèce.

La banque conclut que son analyse multicritères dégage une fourchette de valorisation d'Orange qui se situe en ligne avec les niveaux récents de cours de l'action.

VII.- La Commission a examiné l'évolution du cours de bourse d'Orange. Sur longue période, le cours a entamé à partir de début janvier 2008 où il s'établissait au-dessus de 25 € une baisse continue le conduisant en juillet 2013 à un plus bas légèrement au-dessus de 7 €. Depuis lors, le cours d'Orange a connu sur la dernière année une reprise importante en deux étapes : la première de mi-septembre à mi-octobre 2013 a conduit le cours vers 10,4 € puis, après une période de rechute vers 9 €, la deuxième étape de hausse de mars 2014 à juin 2014, notamment à la suite de la publication des résultats 2013, a porté le cours vers 12,5 €. Il connaît depuis juillet une évolution dans la fourchette de 11 à 12 €. Selon les analystes, les perspectives, fluctuantes, de consolidation du secteur jouent un rôle important dans l'évolution du cours et sa volatilité.

L'analyse du cours de bourse d'Orange conduit ainsi à des conclusions contrastées selon l'horizon de temps considéré : sur longue période (de deux à six ans), le cours a évolué défavorablement voire très défavorablement par rapport à ses comparables, notamment Deutsche Telekom, mais il a par contre sur-performé sur les douze derniers mois et retrouvé ainsi des multiples implicites plus en ligne avec le secteur. Les mêmes conclusions résultent d'une comparaison du cours d'Orange et de l'évolution des indices généraux (CAC 40 ou DJ Stoxx) ou sectoriels (DJ Stoxx Telecom).

En moyenne, les analystes financiers émettent pour la plupart des recommandations neutres ou positives et fixent des objectifs de prix un peu supérieurs au cours de bourse actuel.

Afin d'apprécier les perspectives d'avenir d'Orange, la Commission a procédé à une analyse approfondie de ses forces et de ses faiblesses, en s'appuyant notamment sur les éléments qu'elle a recueillis lors des auditions auxquelles elle a procédé.

Les principaux facteurs positifs pour Orange sont l'exécution encourageante du programme de réduction des coûts (qui pourra être facilité par le fait que 30 % des salariés atteignent l'âge de la retraite d'ici 2020), la stabilisation de la position sur le marché des mobiles grâce à une politique commerciale réussie, les investissements dans la fibre optique et la 4G, la qualité des infrastructures de réseaux, le réalisme de la nouvelle politique de

distribution de dividende, la discipline financière et la capacité à générer de la trésorerie permettant des croissances externes raisonnées.

Les risques concernent surtout les contraintes réglementaires en Europe, la pression concurrentielle forte dans les principaux segments d'activité, le recul continu des revenus du mobile et les difficultés sur le fixe en France, l'impact financier d'une cessation anticipée du contrat d'itinérance avec Free.

La Commission observe que le groupe Orange reste confronté à d'importants défis au cours des prochaines années. Les incertitudes demeurent sur l'évolution des prix à l'avenir, tant du fait des mesures réglementaires que de la pression de la concurrence. En réponse, le groupe a défini une stratégie qui vise d'une part à consolider sa position dans ses zones principales d'activité et d'autre part à rechercher des relais de croissance dans des zones géographiques en fort développement. La consolidation des positions est recherchée à travers le dynamisme commercial (innovation, adaptation des offres, satisfaction de la clientèle), la réduction des coûts internes et externes, l'investissement technologique. La capacité à s'imposer en tête des évolutions technologiques tout en menant à bien la réduction des coûts décidera de la rentabilité à venir du groupe. La hausse du cours de bourse sur les douze derniers mois traduit l'appréciation favorable par les investisseurs des orientations définies par Orange et des premiers résultats qu'elles semblent produire ainsi que l'anticipation d'une éventuelle consolidation du secteur en France qui aurait des effets favorables pour le groupe.

La procédure de cession choisie, un placement privé garanti par un syndicat bancaire quant à sa bonne fin et à son prix, 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 ETRE INFERIEURE A 10,5 EUROS PAR ACTION soit environ 27,8 milliards d'euros pour 2 648 885 383 actions composant le capital social.

Adopté dans la séance du 11 septembre 2014 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