

Louvain School of Management

Analyse fondamentale des actions

Cas pratique : Orange Belgium

Auteur : Nathan Ripet
Promoteur : Isabelle Platten
Année académique 2022-2023
Master en sciences de gestion à finalité spécialisée

REMERCIEMENTS	3
1. INTRODUCTION	4
2. LA VALORISATION D'UNE ENTREPRISE	6
A. LE MÉTIER D'ANALYSTE FINANCIER	7
3. ANALYSE GLOBALE D'ORANGE BELGIUM	8
A. PROFIL DE L'ENTREPRISE	8
B. GOUVERNANCE	8
C. ORANGE BELGIUM SUR EURONEXT	9
D. COURS DE BOURSE	9
E. ACTIVITÉS DE L'ENTREPRISE	10
3.1. ANALYSE DU MARCHÉ	11
A. ÉVOLUTION DU MARCHÉ BELGE	11
I. MARCHÉ DE DÉTAIL	12
II. MARCHÉ DE GROS	12
III. SEGMENT DE MARCHÉ RÉSIDENTIEL	12
IV. SEGMENT DE MARCHÉ NON RÉSIDENTIEL	12
V. SEGMENT MOBILE	13
VI. SEGMENT FIXE	13
B. LES ACTEURS	13
C. ENVIRONNEMENT	14
D. RÉGULATIONS	14
E. CONCURRENCE	15
I. L'IMPACT SUR LES PRIX	15
3.2. STRATÉGIE GLOBALE	16
A. ORANGE BELGIUM	16
B. ORANGE S.A.	18
3.3. ANALYSE INTERNE ET EXTERNE	19
A. FORCES D'ORANGE BELGIUM	19
B. FAIBLESSES D'ORANGE BELGIUM	19
C. OPPORTUNITÉS D'ORANGE BELGIUM	20
D. MENACES D'ORANGE BELGIUM	21
4. VOO S.A.	22
5. ANALYSE FINANCIERE	24

A.	ÉVOLUTION DES REVENUS	24
B.	ÉVOLUTION DES DÉPENSES	25
C.	ÉVOLUTION DE LA MARGE BRUTE	25
D.	ÉVOLUTION DE L'EBITDA – EBIT	26
6.	PROJECTIONS	27
A.	ÉVOLUTION FUTURE DES REVENUS	27
II.	HYPOTHÈSE 1 : CROISSANCE HISTORIQUE D'ORANGE BELGIUM	27
III.	HYPOTHÈSE 2 : TAUX DE CROISSANCE ANNUEL COMPOSÉ	27
IV.	HYPOTHÈSE 3 : L'IMPACT DE LA 5G	28
V.	HYPOTHÈSE 4 : L'IMPACT D'UN 4ÈME OPÉRATEUR	28
VI.	PONDÉRATION DES HYPOTHÈSES LIÉES AUX REVENUS	28
B.	ÉVOLUTION FUTURE DES COÛTS	29
C.	DÉPENSES EN CAPITAL – CAPEX	29
D.	NET WORKING CAPITAL	30
7.	VALORISATION D'ORANGE BELGIUM	31
A.	CHOIX DES SOCIÉTÉS COMPARABLES	31
B.	WACC	32
A.	VALORISATION PAR LES FLUX DE TRESORERIE ACTUALISES	34
B.	VALORISATION PAR LES SOCIETES COMPARABLES	37
8.	ANALYSE DU PRIX ET RECOMMANDATION	39
8.1.	ANALYSE DE SENSIBILITÉ	39
8.2.	ANALYSE DES SCÉNARIOS	40
8.3.	ESG	41
9.	LIMITES	43
10.	CONCLUSION	44
11.	ANNEXES	46
12.	BIBLIOGRAPHIE	49

Remerciements

Je tiens à remercier en premier lieu Madame Isabelle PLATTEN, pour avoir accepté de prendre en charge la supervision de ce mémoire tout au long de l'année académique. Son aide et ses nombreux conseils m'ont permis d'avancer et de réorienter mes recherches de nombreuses fois afin de mener à bien la rédaction de ce mémoire.

Ensuite, je souhaite également exprimer ma gratitude envers Monsieur Philippe GRÉGOIRE pour son aide et ses critiques constructives lors des premières réunions de groupe réalisées dans le cadre de ce mémoire.

Je tiens à exprimer ma sincère reconnaissance envers Monsieur François COLLIE, Partner chez Mazars Belgique et analyste financier. Je le remercie pour sa disponibilité et ses éclaircissements dans les réponses apportées à mes nombreuses questions, notamment sur le cas de l'intégration de VOO.

Je ne peux que remercier Monsieur Dorian VAN BRUSSELEN, analyste financier et consultant chez Altesia pour l'aide précieuse qu'il m'a accordée.

Mes vifs remerciements à Messieurs Xavier SUIN et Mikael PETITJEAN pour leur enseignement lors du cours d'*Equity Valuation*, ce qui m'a permis de développer mes connaissances sur la valorisation d'entreprise.

Enfin, je tiens à remercier mes proches pour leur soutien et encouragement tout au long de la rédaction de ce mémoire.

1. Introduction

Déterminer la valeur d'une entreprise est un exercice qui peut s'avérer intéressant pour de nombreuses parties prenantes telles que les dirigeants d'entreprise, les analystes financiers, les investisseurs mais également dans une situation où une entreprise souhaiterait fusionner ou en acquérir une autre. Dès lors, la valorisation des entreprises est l'outil utilisé par ces derniers afin de déterminer le plus précisément possible la valeur d'une entreprise.

En considérant différentes questions telles que la situation de l'entreprise, son environnement ou encore ses perspectives d'avenir, ce présent mémoire a pour intention de nous éclairer sur la valeur de l'entreprise Orange Belgium et l'intérêt éventuel de détenir des actions de cette dernière.

Dans un premier temps, ce mémoire se penchera sur la description de la valorisation d'entreprises en se basant notamment sur les travaux de Pinto et al. (2015) ainsi que sur le métier d'analyste financier par le biais d'une brève revue littéraire.

Deuxièmement, toute valorisation débutant toujours par avoir une bonne compréhension de l'activité de l'entreprise, nous analyserons dans un premier temps l'environnement dans lequel évolue Orange Belgium, avec notamment une analyse du marché belge des télécommunications et son évolution au cours des dernières années.

Sachant que l'entreprise fait partie du groupe français Orange, qui détient près de 77% de ses actions, nous évoquerons également la volonté du groupe d'intégrer totalement sa filiale belge, Orange Belgique, et l'impact que cela aurait en cas de *Squeeze Out*.

Nous poursuivrons ensuite notre attention sur Orange Belgium, en analysant notamment sa stratégie, ses forces et faiblesses ou encore sa position concurrentielle afin de permettre la réalisation des opportunités de croissance. Cette dernière étape de l'analyse d'Orange et du marché comportera également une réflexion basée notamment sur l'opinion d'un réviseur d'entreprise et d'un analyste financier en ce qui concerne le rachat de l'entreprise VOO par Orange Belgium.

Nous serons ensuite amené à réaliser une synthèse financière basée sur les 5 dernières années. Cette analyse permettra de définir les performances d'Orange Belgium ainsi que les tendances qui en découlent. Cette étape servira de base aux projections. En effet, via cette synthèse, nous pourrons réaliser les hypothèses nécessaires afin de déterminer les projections futures en combinant l'analyse financière aux analyses concurrentielle, sectorielle et stratégique précédemment faites.

En nous basant sur la méthode des flux futurs actualisés ou *Discounted Cash-flows* et la méthode des multiples issus des comparables, nous serons à même de définir d'une part la valeur d'entreprise et d'autre part la valeur unitaire d'une action d'Orange, permettant finalement de réaliser une recommandation quant au titre Orange Belgium.

Finalement, afin d'intégrer une vision plus large quant à la définition du prix cible d'Orange Belgium, une analyse des scénarios et une analyse de sensibilité seront également réalisés.

2. La valorisation d'une entreprise

L'évaluation d'une entreprise est un exercice complexe, généralement réalisé par des banquiers d'affaires, des analystes financiers, des fonds d'investissement ou encore des dirigeants d'entreprises dans le but d'estimer la valeur intrinsèque de l'entreprise. (Cherif, 2021)

Celle-ci se base sur l'ensemble des informations présentes dans les documents financiers qu'une entreprise se doit de publier tels que le bilan, le compte de résultats ou les flux de trésorerie et repose généralement sur la combinaison de différentes approches telles que la méthode des flux futurs actualisés ou *Discounted Cash-flows*, la méthode des multiples issus des comparables ou encore la méthode de l'actif net réévalué.

En considérant différents éléments tels que le secteur d'activité dans lequel l'entreprise évolue, le cycle de vie de l'entreprise ou encore de l'état de l'économie au sens macroéconomique, les analystes sont désireux de connaître la valeur intrinsèque des entreprises. En effet, en raison d'une différence potentiellement observable entre la valeur de marché la valeur intrinsèque, l'analyste compte souvent sur le fait que les prix finissent par converger vers la valeur intrinsèque. Pour ce faire, l'analyste doit combiner un modèle d'évaluation approprié à des prévisions précises sous forme d'hypothèses. (Pinto et al., 2015)

Généralement, le processus d'évaluation se déroule en cinq étapes. Dans un premier temps, il est primordial de comprendre l'entreprise, son secteur d'activité ainsi que son milieu concurrentiel. Ensuite, il est important de proposer des prévisions concernant l'évolution des revenus, des bénéfices ou des dividendes qui soient en ligne avec l'environnement dans lequel l'entreprise évolue. La troisième étape consiste en la sélection d'un modèle d'évaluation approprié. En effet, selon le type d'entreprise que l'on souhaite analyser, certains modèles tendront à être plus adaptés que d'autres. (Pinto et al., 2015)

Parmi ces modèles, deux classes se distinguent. Les modèles d'évaluation absolue permettent de définir la valeur intrinsèque en effectuant des prévisions sur les cash-flows futurs en les actualisant. L'approche des DCF ou *Discounted Cash-flows* permet ainsi de définir la valeur actualisée d'une action.

Les modèles d'évaluation relative se basent sur le marché en utilisant les données provenant d'entreprises comparables tout en les appliquant aux données financières de l'entreprise en cours d'évaluation. Cette seconde méthode d'évaluation permet de définir si une entreprise est sous-évaluée ou surévaluée via le principe de comparaison. (Cherif, 2021)

Il est ensuite nécessaire de convertir les prévisions précédemment faites en évaluation. Cette quatrième étape fait rentrer en compte une certaine part de jugement certes, mais nécessaire dans l'évaluation. Une analyse de sensibilité peut également être nécessaire afin d'observer les variations des prévisions et l'impact que ces dernières ont sur l'évaluation finale.

Enfin, l'analyste se doit d'appliquer les conclusions de son analyse en donnant son opinion sur la valeur, voire d'en formuler une recommandation d'achat. (Pinto et al., 2015)

a. Le métier d'analyste financier

Le métier d'analyste financier est très important pour les marchés financiers contemporains. En effet, le rôle de ce dernier est de permettre le bon fonctionnement des marchés en constatant notamment les écarts entre la valeur de marché et la valeur intrinsèque. Il contribue dès lors à faire converger les cours de bourse vers leur valeur d'équilibre ce qui mène à une meilleure efficacité des marchés. De plus, il permettent aux investisseurs de mieux comprendre les risques que ces derniers prennent lors de l'acquisition d'un titre. (Bayle & Schwartz, 2005)

L'analyste financier se charge principalement de 3 tâches. La première est de recueillir les informations économiques et financières nécessaires. La seconde est d'analyser ces données et de créer des modèles prévisionnels afin d'élaborer un prix cible, avant de finalement proposer des recommandations en troisième tâche.

Pour terminer, il est intéressant de noter que les analystes tendent à être optimistes. En effet, le nombre de valeurs recommandées à la vente est généralement faible. Cet optimisme peut être considéré comme un moyen de garder une entente cordiale avec les émetteurs. De ce fait, une recommandation neutre devra être considérée comme un signal négatif sur le titre. (Bayle & Schwartz, 2005)

3. Analyse globale d'Orange Belgium

a. Profil de l'entreprise

Orange Belgium, anciennement Mobistar, est l'un des principaux acteurs du marché des télécommunications en Belgique. L'entreprise, filiale du groupe Orange S.A., est également présente sur le marché luxembourgeois depuis 2007 via l'acquisition de VOXMobile devenu Orange Communications Luxembourg.

Créée en 1995, l'entreprise propose des services mobiles prépayés, des abonnements, ainsi que des services TV et internet via un réseau câblé. De plus, pour les professionnels, Orange Belgium fournit des services de téléphonie et d'internet à haut débit, mais également des services articulés autour du Big data.

Avec plus de 3 millions de clients en Belgique et au Luxembourg, Orange Belgium emploie environ 1400 personnes et se positionne en deuxième place en termes de parts de marché concernant la communication mobile belge avec plus de 25% des parts. (Rapport annuel, 2022)

b. Gouvernance

Xavier Pichon occupe le poste de CEO d'Orange Belgium depuis 2020. Le directeur financier de l'entreprise est Antoine Chouc. Le secrétaire général et le directeur des ressources humaines est Paul-Marie Dessart. Quant au directeur de la technologie, il s'agit de Stefan Slavnicu. (Euronext, 2022)

Le Conseil d'administration est quant à lui composé de 10 membres et présidé par Johan Deschuyffeleer, membre du conseil depuis 2017. 9 des 10 membres du Conseil d'administration sont des administrateurs non exécutifs dont 3 sont des administrateurs indépendants. Enfin, concernant la parité homme-femme, 3 membres du Conseil sont des femmes. (Rapport annuel, 2022)

c. Orange Belgium sur Euronext

Avec une capitalisation boursière de 845 millions d'euros pour un total de 59 944 757 d'actions, le cours d'Orange Belgium (OBEL) s'élève à 14,10€ à la date du 26 juillet 2023.

L'actionnariat d'Orange Belgium se partage comme suit. Orange S.A., la société mère d'Orange Belgium détient 46.121.407 actions, soit 76,94% de l'entreprise, via sa filiale Atlas Services Belgium (ASB). (Euronext, s.d)

12,6% des actions sont de type flottant. Enfin, 5,36% des actions sont détenues par Polygon Global Partners LLP et 5,1% par UBS AG. (Rapport annuel, 2022)

d. Cours de bourse



Source : (TradingView, s.d.)

Figure 1 – Cours de bourse

En avril 2021, Orange S.A., entreprenait une offre publique d'achat (OPA) d'Orange Belgium, via sa filiale ASB. En proposant 22€ par action, le groupe voulait obtenir 95% des actions de sa filiale dans le but de réaliser un *Squeeze Out*¹. Cependant, certains actionnaires minoritaires ont refusés de vendre leurs positions, faisant échouer la sortie d'Orange Belgium de la cotation à la bourse de Bruxelles.

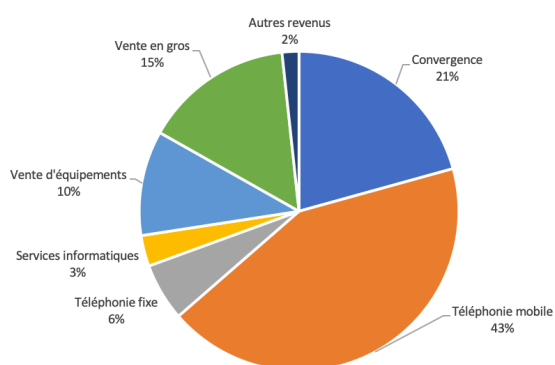
Nous pouvons observer sur le graphique ci-dessus l'évolution du prix de l'action OBEL, avec une forte hausse en décembre 2020, date à laquelle Orange S.A. a annoncé son intention de rachat d'actions. Depuis lors, le cours de bourse est en constante diminution, ayant perdu près de la moitié de sa valeur. (Orange : annonce des résultats définitifs de l'offre publique d'acquisition sur Orange Belgium, s.d.)

¹ *Squeeze Out* ou retrait obligatoire oblige les actionnaires minoritaires à céder leurs titres aux actionnaires majoritaires détenant minimum 95% des droits de vote. (Capital Com SV Investments Limited, 2018)

e. Activités de l'entreprise

Orange Belgium est une société belge du secteur de la télécommunication. Ses activités sont dès lors basées sur la fourniture de services avec notamment la téléphonie mobile, la téléphonie fixe, internet, ainsi que d'offres concernant la télévision. De plus, une partie des revenus de l'entreprise provient de la vente de téléphones portables. Orange Belgium est présent sur le marché résidentiel pour lequel elle dispose de 23% des parts du marché belge mais également sur le marché professionnel où elle détient 13% des parts du marché. (Orange business, 2022)

Figure 2 – Répartition des revenus d'Orange en 2022



Source : Rapport annuel 2022

En termes de revenus, les activités du groupe sont réparties comme suit.

La téléphonie mobile représente 43% des revenus de l'entreprise pour l'année 2022. Celle-ci comprend la fourniture d'abonnements et de forfaits dédiés aux smartphones. L'entreprise dispose de 2,8 millions de clients mobiles.

La seconde activité la plus importante d'Orange Belgium est celle des services convergents. Ce type de service se définit comme la combinaison d'une offre comportant au moins un accès haut débit avec un contrat de téléphonie mobile. L'entreprise tend à développer ce type de service en enrichissant son offre avec notamment le lancement d'Orange TV Lite, un service de diffusion de chaînes de télévision, directement accessible sur le smartphone.

La vente en gros ou « wholesale », traite de « l'achat en gros de la terminaison de services téléphoniques entre opérateurs. » (Comunica, s.d.) Pour être plus précis, il s'agit d'échanges de gros volumes de minutes de trafic téléphonique qui se fait entre opérateurs. Cette activité représente 15% des revenus de l'entreprise.

Les revenus issus de la vente d'équipements, autant d'un point de vue mobile que fixe représentent 10% du revenu d'Orange Belgium.

La téléphonie fixe représente quant à elle 6%. Orange Belgium a par ailleurs investi en 2020 dans la mise à niveau de leur technologie fixe afin de proposer à ses clients B2B une connectivité fixe par câble. Cet investissement a en partie permis une augmentation de 36% des revenus entre 2020 et 2022.

Enfin, les services informatiques (3%) et les autres revenus (4%) viennent clôturer la répartition du revenu par activités d'Orange Belgium.

3.1. Analyse du marché

Le marché de la télécommunication en Belgique est en léger recul depuis quelques années, en partie à cause de la concurrence croissante et la nécessité d'investissements importants. Pour l'année 2021, le marché belge totalisait un chiffre d'affaires de 8,353 milliards d'euros. Il comprend plusieurs fournisseurs de services de télécommunication dont les principaux sont Proximus, Orange, Telenet et VOO. Ces entreprises offrent des services de téléphonie mobile, d'Internet haut débit et de télévision par câble à des millions de clients en Belgique.

Le taux de croissance annuel composé (TCAC) du marché des télécommunications belge devrait à nouveau croître dans les prochaines années, avec une TCAC d'environ 2,88% entre 2023 et 2028. (Statista, s.d.) En effet, l'épidémie de Covid-19 a accru la demande de services internet et le télétravail, entraînant une augmentation du trafic réseau, et l'impact de la technologie 5G sur la bande passante devrait rendre plus performante et plus fiable la connectivité à haut débit. (Hattingh, 2022)

a. Évolution du marché belge

Cependant, le marché belge de la télécommunication est en léger recul pour la deuxième année consécutive. En effet, le marché a baissé d'environ 5 millions d'euros par rapport à 2021, ce qui représente une baisse de 0,1%, alors qu'entre 2019 et 2020, le marché avait subi une baisse de près de 2% du chiffre d'affaires. (Situation du marché des communications électroniques et de la télévision, s.d.)

i. Marché de détail

Le marché de détail belge de la télécommunication représente 7,44 milliards d'euros en 2021, soit presque 90% du chiffre d'affaire total. Nous constatons une légère augmentation depuis l'année précédente, principalement due à une augmentation marquée du marché mobile de détail. Le segment fixe tend quant à lui à stagner, contrairement au segment de la télévision qui se voit diminuer d'environ 2,9 millions d'euros. (Situation du marché des communications électroniques et de la télévision, s.d.)

ii. Marché de gros

Le chiffre d'affaires sur le marché de gros a baissé de plus de 5,8 % en 2021. Cette baisse résulte de pertes sur les marchés mobiles et de télévision de gros qui ont généré respectivement 10,6% et 18,2% de revenus en moins. Entre 2019 et 2021, le marché mobile est celui qui affiche les pertes les plus importantes avec une diminution de 26,6 % de son chiffre d'affaires de gros, ce qui représente 221,4 millions d'euros. (Situation du marché des communications électroniques et de la télévision, s.d.)

iii. Segment de marché résidentiel

Le marché de détail belge est un marché dépendant principalement des consommateurs. Il représente 4,96 milliards d'euros, soit 67% du chiffre d'affaires de détail total. Sa croissance est d'environ 1% pour l'année 2021. Proximus domine ce marché, tout en confortant son avance avec l'intégration de Mobile Vikings. Orange Belgium poursuit une croissance constante avec une hausse de 0,6% contrairement à VOO et Telenet, qui voient leurs parts de marché reculer.

iv. Segment de marché non résidentiel

Enfin, le marché non résidentiel totalise 2,44 milliards de revenus. En légère baisse avec -0,2% sur l'année 2021, Orange perd en parts de marché contrairement à Telenet qui gagne 0,5% et Proximus 0,1%. (Situation du marché des communications électroniques et de la télévision, s.d.)

v. Segment mobile

La diminution du chiffre d'affaires sur le marché mobile se poursuit avec -0,5%. Bien qu'elle soit moins importante que l'année précédente (-6,6%), cette baisse est principalement due à la perte de 10,6% du marché de gros de la téléphonie mobile.

Le chiffre d'affaires en ce qui concerne les services « Postpaid » croît de 0,8% et représente 93,6% du chiffre d'affaires du marché mobile de détail. Les services « Prepaid » quant à eux continuent de baisser pour ne finalement représenter que 150 millions d'euros.

Le nombre de cartes SIM actives s'élevait fin 2021 à 12,25 millions, ce qui représente 2,1 % de plus qu'en 2020. Les services de voix mobile diminuent de 89 millions de minutes pour totaliser 21,64 milliards, tandis que les SMS reculent de 2,49 milliards pour un total de 12,03 milliards, témoignant d'un recul généralisé. (Situation du marché des communications électroniques et de la télévision, s.d.)

vi. Segment fixe

Situation quasi inchangée par rapport à 2020, le marché fixe enregistre une augmentation de 0,6% de chiffre d'affaires supplémentaire, dont 81% provient de la vente de services de détail facturés aux clients. Orange clôture l'année avec une augmentation de 0,9% sur ce marché contrairement à Proximus qui se voit reculer de 1,4%. (Situation du marché des communications électroniques et de la télévision, s.d.)

b. Les acteurs

Le marché de la télécommunication belge est constitué d'une part des Mobile Network Operators (MNO) tels que Proximus, VOO ou encore Telenet, et d'autre part des Mobile Virtual Network Operators (MVNO) tels que Scarlet, Lycamobile ou Mobile Vikings.

Les MVNO ne disposent pas de leur propre réseau mobile et louent donc leur accès aux infrastructures des MNO.

D'un point de vue réseau fixe, Proximus offre une couverture nationale, contrairement à Telenet qui se concentre sur la Flandre tandis que VOO se concentre sur la Wallonie. Orange ne disposant pas de réseau fixe, loue depuis 2016 les infrastructures de VOO. (Situation du marché des communications électroniques et de la télévision, s.d.)

Enfin, d'un point de vue réseau mobile, Proximus, Telenet et Orange disposant de leurs propres infrastructures, c'est l'opérateur VOO, via VOOMobile qui agit en tant que MVNO et loue les infrastructures de Telenet.

Actuellement, Proximus, Telenet, Orange et VOO représentent à eux seuls 98% du chiffre d'affaires national. Le leader du marché est Proximus, suivi de Telenet, Orange et enfin VOO.

Les parts de marché ont augmenté par rapport à 2020 pour les quatre principaux opérateurs, avec une augmentation plus marquée pour le leader Proximus, bien qu'Orange (+0,3%), VOO (+0,2%) et Telenet (+0,1%) augmentent également. (Situation du marché des communications électroniques et de la télévision, s.d.)

c. Environnement

Une récente étude de l'IBPT a démontré qu'entre 2018 et 2021, la consommation énergétique des acteurs de la télécommunication belge a diminué de 11%. Leurs émissions de CO2 ont également diminué de 38%. Le marché est actuellement neutre en carbone via l'achat de droits d'émission, mais une diminution des émissions de CO2 permettrait non seulement un avenir plus vert, mais également des économies d'énergies. La consommation d'eau a par exemple diminué de 47% et la quantité de déchets a diminué de 40%. (*La durabilité du marché belge des télécoms sous la loupe*, 2022)

d. Régulations

Le marché de la télécommunication belge est régulé par l'IBPT. L'institut belge des services postaux et des télécommunications est le régulateur fédéral compétent pour tout ce qui concerne « les communications électroniques, le marché postal, le spectre électromagnétique des radiofréquences ainsi que les services de médias audiovisuels et les services de plateformes de partage de vidéos ». (Missions | IBPT, s.d.)

L'article 6 de la loi du 13 juin 2005 indique que le régulateur « promeut la concurrence dans la fourniture des réseaux de télécommunications ». (art 6, loi du 13 juin 2005)

En plus de promouvoir la concurrence, le régulateur se doit de « contribuer au développement d'un marché interne de réseaux efficaces et de services performants », tout en veillant aux intérêts des utilisateurs, notamment en ce qui concerne la transparence et la protection des données. (Missions | IBPT, s.d.)

e. Concurrence

Historiquement, le marché des télécommunications a été ouvert à la concurrence en 1998 en Belgique. Depuis lors, n'importe qui peut se voir accorder l'autorisation d'exploiter un réseau de télécommunications ou encore de fournir un service concernant des télécommunications. Cependant, le coût de création ou de rachat d'un réseau étant très élevé, nous observons un nombre important de nouveaux entrants qui se classent dans la catégorie MVNO et ne disposent donc pas de leur propre réseau mobile.

De ce fait, force est de constater que seuls 4 acteurs se partagent le marché belge des télécommunications, rendant le marché peu concurrentiel. Reprenant les caractéristiques d'un oligopole à la Cournot, le marché belge des télécommunications serait donc basé sur un marché en concurrence sur les quantités. En effet, les firmes présentes sur le marché sont peu nombreuses et produisent un bien similaire, tout en connaissant la demande et la capacité de production de ses concurrents. (P. Belleflamme, 2021)

Ainsi, les 4 entreprises qui se partagent les parts de marché du réseau belge peuvent donc se permettre de pratiquer des prix au-dessus de la moyenne, bien que la concurrence se soit légèrement accrue ces dernières années avec Orange Belgium, qui tend à proposer des offres plus substantielles aux consommateurs.

i. L'impact sur les prix

La Belgique affiche les tarifs postaux et de télécommunications les plus élevés de l'Union européenne. En moyenne, le consommateur belge paye 76% de plus que dans les autres pays européens. En comparaison, le Luxembourg paye 49% de plus que la moyenne européenne, les Allemands 20% tandis que les Français payent 6,5% de moins que la moyenne européenne. (Eurostat, 2020)

Cependant, la hausse de la concurrence sur le marché de la télécommunication belge, notamment introduite suite au type de *pricing* pratiqué par Orange Belgium, a permis une diversification des offres ainsi qu'une baisse des tarifs ces dernières années.

De plus, l'indice des prix de télécommunication augmente moins rapidement que l'indice général des prix à la consommation harmonisé, à savoir de 0,2% contre 3,2%.

Le régulateur ajoute également qu'un pack familial coûtait entre 70 et 120€ en 2018, contre 70 à 90€ en 2020, témoignant d'une baisse des télécoms, bien que ceux-ci restent supérieurs au prix moyen des packs européens. (L'IBPT publie son étude comparative des prix à l'échelle nationale pour 2021 | IBPT, s.d.)

Enfin, en comparaison avec la moyenne de l'UE27, la variation annuelle moyenne des prix des offres groupées serait plus faible en Belgique. En effet, la variation moyenne UE27 serait de +1,1% contre +0,4% pour les offres groupées belges. Pour l'internet, la variation européenne serait de +0,9% contre +0,1%. Ce n'est que pour la téléphonie fixe que la variation belge est plus importante, avec +5,6% contre +0,8% au niveau européen. (L'IBPT publie son étude comparative des prix à l'échelle nationale pour 2021 | IBPT, 2021)

3.2. Stratégie globale

a. Orange Belgium

La stratégie globale d'Orange Belgium est d'offrir des services de télécommunications et de médias de qualité supérieure à un prix abordable. (Rapport annuel, 2022)

En ce qui concerne le segment mobile, l'étude réalisée par l'IBPT (2022) constate que Orange propose via *Hey! IGB*, un abonnement au coût mensuel moyen de 7€. Cette offre est 6,8% moins chère que l'offre de Proximus, qui propose le second abonnement le moins cher du marché. De plus, les différents abonnements mobiles sont généralement plus attractifs avec Orange. En effet, Orange tend à pratiquer dans un premier temps une concurrence par les prix, mais également dans un second temps, une concurrence par les quantités. Bien que cet écart de prix tende à diminuer à mesure que nous augmentons de gamme, nous constatons que le contenu de l'offre mobile augmente chez Orange. À titre d'exemple, bien que les prix soient égaux dans le cadre d'un abonnement *intense*², nous constatons que Proximus proposera 20GB de données mobiles contre 40GB chez Orange, pour un même coût moyen mensuel de 25€. (Comparaison des tarifs des services de télécom en Belgique | IBPT, 2022)

² L'IBPT considère comme abonnement mobile intense un abonnement où les SMS et appels sont illimités et où le consommateur dispose d'un minimum de 20GB de données mobiles.

Néanmoins, Orange est moins attractif que ses concurrents dans les segments fixes et convergents. Proximus est l'opérateur le moins coûteux en ce qui concerne cette segmentation, excepté pour la fourniture de packs familiaux³, dominée par VOO.

Ce retard observé par Orange dans le segment fixe, pourrait cependant être rattrapé via l'acquisition de VOO. En effet, cette acquisition stratégique permettra à Orange de devenir un acteur national, en entrant dans un quasi-duopole avec Proximus pour le segment fixe en Wallonie et en louant les infrastructures de Telenet pour la Flandre. En échange de cette location, Telenet aura accès aux nouvelles infrastructures d'Orange en Wallonie pour une période de 15 ans. (Newsroom Orange Groupe, 2023)

De plus, Selon le rapport d'Accenture (2021), l'impact de la 5G sur le marché de la téléphonie mobile en Belgique, serait de + 2,5 milliards d'euros d'ici 2025, soit une augmentation de 8% par an. (The Impact of 5G on the European Economy, 2021)

L'opérateur historique Proximus a acquis pour 491 millions d'euros des nouvelles bandes, mises aux enchères par l'IBPT soit 41,2%. Orange a obtenu 27%, Telenet 22,2% et enfin Citymesh, filiale de Digi, 9,6%⁴. Parmi ces bandes, les bandes 700 MHz et 3600 MHz sont celles qui sont considérées par l'Europe comme étant optimales pour développer un réseau 5G. En observant uniquement ces 2 bandes, nous constatons que Proximus et Orange Belgium ont obtenus respectivement 36,99% et 36,69%. (5G | IBPT, s.d.)

Dès lors, en achetant pratiquement les mêmes quantités de bandes 5G que le leader du marché d'une part et en rachetant son concurrent VOO permettant ainsi de développer son réseau fixe et donc la fourniture de services convergents d'autre part, Orange Belgium tend à mettre en place une stratégie agressive afin de potentiellement rendre l'entrée d'un nouvel opérateur sur le marché belge plus délicate.

³ L'IBPT considère que les packs familiaux comprennent la fourniture d'un abonnement Tv, internet, mobile et fixe.

⁴ Annexe 2 – Parts de bandes 5G par opérateur.

En effet, Citymesh, a acquis 10,39% des bandes mises aux enchères, dédiées à la 5G. En observant l'entrée d'un 4^{ème} opérateur dans les pays européens au cours des 15 dernières années, l'étude d'Axon (2021) estime que l'impact sur les revenus des opérateurs en place était de -10,4% pour la France avec l'arrivée de Free en 2012 et de -8,8% aux Pays-Bas avec l'arrivée de Tele2 en 2012. (Study on the financial and environmental impact of 5G and a fourth mobile network operator in Belgium, 2021)

b. Orange S.A.

De manière plus globale, Orange S.A. pourrait à nouveau tenter une Offre Publique d'Achat envers sa filiale belge. Début 2023, de nouvelles rumeurs concernant un nouveau rachat de la part de la maison mère, faisaient s'envoler le cours de l'action. (Orange : nouvelles spéculations autour d'Orange Belgium, s.d.) De plus, Liberty Global, actionnaire majoritaire de Telenet, concurrent direct d'Orange Belgium, a également engagé une OPA envers sa filiale qui a débuté le 8 juin 2023. La maison mère propose un prix unitaire de 22€, soit une augmentation de près de 60% par rapport au cours de bourse lors de l'annonce de l'OPA en mars 2023. (« Offre publique d'acquisition volontaire et conditionnelle de Liberty Global Belgium Holding B.V. sur Telenet Group Holding SA », 2023)

En décidant d'intégrer à 100% sa filiale belge, Orange S.A. aurait un contrôle total sur les décisions stratégiques et opérationnelles de l'entreprise. Cela lui permettrait de mettre en œuvre sa vision et sa stratégie sans avoir à tenir compte des intérêts ou des opinions des actionnaires minoritaires. De plus, sortir l'action OBEL de la bourse de Bruxelles pourrait permettre différents avantages, comme par exemple augmenter sa confidentialité ou sa flexibilité stratégique sans se soucier des attentes du marché ou des pressions des investisseurs. (Boursorama, 2016)

3.3. Analyse interne et externe

a. Forces d'Orange Belgium

- Forte reconnaissance de la marque : Orange Belgium fait partie du groupe Orange S.A qui a une importante reconnaissance au niveau international et donc également sur le marché belge. De plus, la filiale belge peut se permettre d'aides au développement provenant de sa société mère et donc de proposer des produits et services plus facilement et rapidement que ses concurrents. À titre d'exemple, nous pourrions citer le fait qu'Orange Belgium soit le deuxième pays européen à lancer Orange Money, une application qui facilite les transferts d'argent nationaux et internationaux. (Rapport annuel, 2021)
- Services innovants : Orange a développé un certain nombre de services innovants, tels que le service Orange TV et Orange TV Lite, sa version allégée avec 20 chaînes de télévision au maximum. Avec ce type d'innovation, l'entreprise peut se différencier des autres fournisseurs de télécommunications et donc gagner en parts de marché. (Rapport annuel, 2021)

b. Faiblesses d'Orange Belgium

- Couverture réseau limitée : La couverture du réseau d'Orange Belgium est limitée par rapport aux autres fournisseurs de télécommunications sur le marché, ce qui tend à limiter leur capacité à atteindre des clients potentiels. En effet, selon une étude récente de l'IBPT, Proximus serait l'opérateur disposant de la meilleure couverture du réseau de téléphonie belge. Via l'élaboration de 12 classements tels que la puissance du signal à l'intérieur, l'extérieur, en 3G ou en 4G, Proximus occuperait la première place huit fois sur douze, tandis qu'Orange ne l'occuperait qu'une seule fois, à savoir à l'extérieur en 4G. (IBPT | *Carte de couverture du signal mobile fournie par les opérateurs*, s.d.)
- Service client médiocre : Orange Belgium est critiqué pour son mauvais service client, ce qui a conduit à l'insatisfaction des clients et une diminution de leur fidélité. Selon le site de comparaison d'opérateur Selectra, Orange Belgium serait jugé comme « mauvais » avec notamment des erreurs de facturation fréquentes et un service clientèle peu efficace. (Orange avis: ce que pensent les clients de l'opérateur, 2022)

c. Opportunités d'Orange Belgium

- Augmentation de l'utilisation de l'internet mobile : La demande croissante de services d'Internet mobile représente une opportunité pour Orange Belgium d'augmenter sa part de marché dans ce secteur. Avec Go Extreme qui propose 60GB de données mobiles, Orange Belgium s'est positionné plus rapidement que ses concurrents qui ne proposent actuellement toujours pas de formules similaires en data. (Rapport annuel, 2022)
- Augmentation du nombre de propriétaires de téléphones mobiles : L'augmentation du nombre de propriétaires de téléphones portables, ainsi que du nombre d'utilisateurs sur les réseaux sociaux en Belgique présente une opportunité pour Orange Belgium d'augmenter sa part de marché. (Karott, 2019) De plus, la Belgique comptait en 2021 11,74 millions de téléphones portables soit environ un par personne. La moyenne européenne étant de 1,1, le marché belge des télécoms pourrait donc non seulement voir son nombre de téléphones mobiles croître linéairement dû au nombre d'utilisateurs supplémentaires, mais également rattraper ce retard par rapport à l'Union Européenne. (Télécommunications en Belgique, s.d.)
- Acquisition de VOO : Avec l'acquisition de 75% moins une action, Orange Belgium pourrait dans un premier temps observer un impact positif sur ses revenus, mais également augmenter sa part de marché globale dans le secteur des télécommunications belge. De plus, cette intégration lui permettrait également de devenir totalement indépendant et de diminuer ses coûts, suite à l'abandon de la location des infrastructures câblées louées par VOO actuellement.
- Déploiement de la 5G : L'opérateur a acquis les droits d'utilisation du spectre de la 5G pour un montant de 322 millions d'euros pour une période de 20 ans. Orange Belgium a acquis près de 37% des bandes émettant des ondes 5G et souhaite désormais couvrir 40% de la population belge en 5G d'ici fin 2023 et 90% d'ici 2025. (Orange Belgium a obtenu la quantité maximale de spectre 5G disponible, 2022)

d. Menaces d'Orange Belgium

- **Nouvel opérateur en Belgique :** L'arrivée de DIGI, en tant que 4^{ème} opérateur sur le marché des télécommunications mobiles belge constitue une « disruption du marché ». (Xavier Pichon, CEO d'Orange Belgium, 2022) Afin de prévenir tout type de risque que ce nouvel entrant apporterait, Orange Belgium a notamment développé son réseau fixe avec le rachat de VOO et de ses infrastructures, ou encore proposé des offres digitales abordables pour le consommateur. (Bourguignon, 2022)
- **Contraintes réglementaires :** Orange Belgium est soumis à un certain nombre de contraintes réglementaires, qui peuvent limiter sa capacité à opérer sur certains marchés, notamment avec la présence de l'Institut belge des services postaux et des télécommunications qui régule le marché belge et sa concurrence, ou encore la commission européenne qui peut imposer des contraintes dans le cadre de l'acquisition de VOO.
- **Changements dans les préférences des consommateurs :** Les changements dans les préférences des consommateurs peuvent conduire à une diminution de la demande pour les services d'Orange Belgium. C'est par exemple le cas avec le nombre de sms en forte baisse ou encore le nombre de minutes d'appels en baisse également. (Situation du marché des communications électroniques et de la télévision (2021) | IBPT, s.d.)

4. VOO S.A.

Le rachat de VOO S.A. par Orange Belgique a été finalisé ce 02 juin 2023, par l'autorisation de la commission européenne. Ce dernier porte sur l'acquisition de 4 entités à savoir VOO S.A., détenue à 100% par Nethys, Applications Cable Multimedia (ACM) détenue à 87,61% par VOO S.A., Be TV détenue à 49,9% par VOO et 50,1% par ACM et enfin Wallonie Bruxelles Contact Center (WBCC) détenue à 100% par VOO S.A. (BNB VOO S.A., 2021)

Dans le bilan de VOO (2021), nous observons que l'entreprise détient des participations dans les 3 entreprises précédemment citées pour un montant de 22,2 millions d'euros à la clôture de l'exercice 2021. Sur base du rapport d'audit réalisé par RSM fournissant une opinion sans réserve, nous pouvons donc supposer que la valeur de ces 3 entreprises n'excède pas leur valeur réelle.

En ce qui concerne la valeur de VOO S.A., la somme déboursée par Orange Belgium est d'1,35 milliard d'euros pour 75% moins une action. De ce fait, nous supposons que la valeur totale de VOO est d'environ 1,8 milliard d'euros. En divisant cette valeur par l'EBITDA de l'entreprise, nous obtenons un multiple d'EBITDA de 12. Afin de déterminer si l'entreprise a été sur- ou sous-évaluée, nous avons comparé ce multiple avec le multiple d'autres opérateurs du marché. La moyenne géométrique belge se situe aux alentours de 5,8 contre 4,5 pour la France. De ce fait, le multiple de VOO est 2 fois plus important que la moyenne belge.

Cette différence importante peut être expliquée par différents facteurs. Premièrement, VOO affiche une marge brute plus élevée qu'Orange Belgique et dispose de productions immobilisées très importantes. En effet, plus de 21% des revenus générés par VOO sont des productions immobilisées. Deuxièmement, l'offre de rachat proposée par Orange a pu être émise plus facilement, appuyée par sa maison mère, afin de gagner les enchères contre son concurrent Telenet, qui était également intéressé par l'acquisition. En effet, Providence, un fonds d'investissement américain avait initialement tenté l'acquisition de VOO en 2019 pour un montant d'1,2 milliard d'euros avant que cette transaction ne soit finalement annulée. Néanmoins, 2 ans plus tard, Orange annonçait le rachat de VOO pour un montant supérieur de près de 50% par rapport au rachat précédent. (Tendances, 2022) Troisièmement, Orange louait depuis 2016 les infrastructures de VOO.

Ce rachat permettra donc à Orange de réaliser des synergies importantes dans un premier temps, mais également de disposer d'infrastructures et de technologies dont il ne disposait pas précédemment.

En ce qui concerne l'intégration de VOO S.A. dans les comptes d'Orange Belgium au sein de ce mémoire, différents facteurs viennent influencer son bon déroulement.

VOO S.A. agit d'une part en tant qu'holding, via la détention de Be TV, ACM et WBCC, nécessitant une valorisation de l'actif net corrigé afin de déterminer s'il y a effectivement une plus-value latente ou non. D'autre part, l'entreprise agit en tant qu'acteur opérationnel sur le marché belge des télécommunications, et plus précisément en Wallonie et à Bruxelles. De ce fait, la valorisation de VOO nécessiterait également une valorisation via la méthode des multiples ou des Discounted Cash Flows (DCF).

De plus, VOO étant détenue par Nethys, elle-même détenue par Enodia, l'entreprise ne consolide donc pas et publie ses comptes en BEGAAP contrairement à Orange Belgium qui les publie en IAS/IFRS, créant ainsi des écarts de valorisation impossibles à déterminer en tant qu'externe de l'entreprise.

En outre, les transactions actuelles de client/fournisseur entre VOO et Orange, mais également les arrangements futurs conclus entre Orange et Telenet en ce qui concerne les locations des infrastructures pour les quinze prochaines années, il est impossible d'estimer les synergies qui pourraient découler de cette acquisition en raison de l'indisponibilité des informations chiffrées de ces accords.

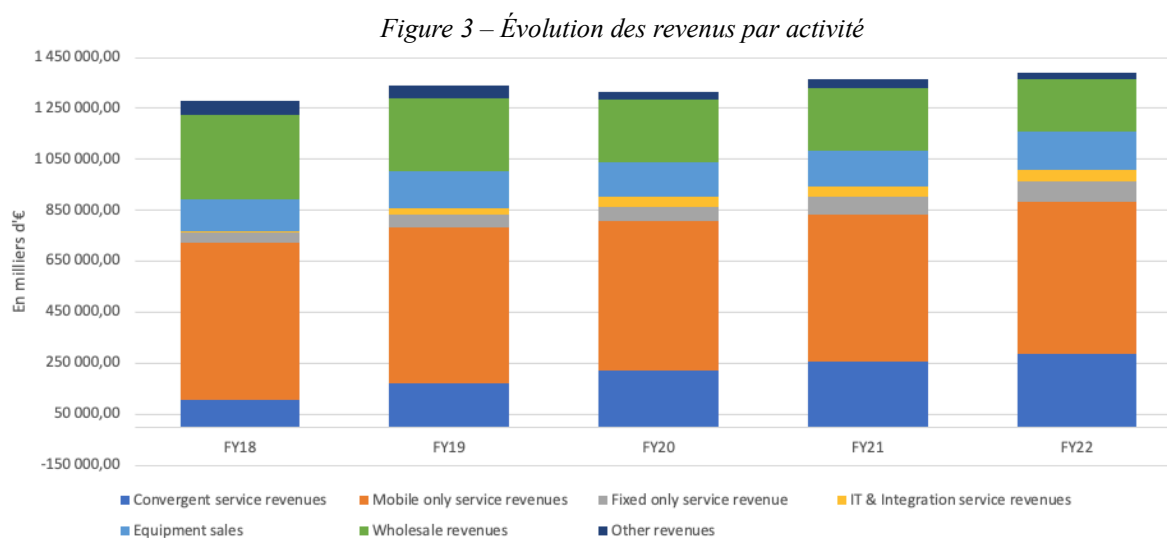
Enfin, si Orange Belgium a effectivement payé le juste prix ce 02 juin 2023, il nous est impossible de déterminer si de la valeur a été créée via cet engagement, car les cash flows futurs ont probablement déjà été intégrés dans le prix payé par Orange.

De ce fait, la suite de ce mémoire ne prendra pas en compte l'intégration de VOO S.A. au sein de la valorisation d'Orange Belgium de quelque manière que ce soit, tant la disponibilité des informations nécessaires pour réaliser une intégration correcte est limitée.

5. Analyse financière

L'analyse financière⁵ sera basée sur les différents comptes et états financiers fournis par Orange Belgium. Celle-ci sera effectuée sur une période de 5 ans (2018-2022) et servira de point de départ pour la réalisation des projections, qui iront quant à elles jusqu'en 2030. Ces données historiques seront également complétées et ajustées par différentes hypothèses et différents scénarios, afin de réaliser des projections plus complexes.

a. Évolution des revenus



Source : Rapport annuel 2022

Les revenus d'Orange sont composés de la téléphonie mobile, de la téléphonie fixe, des services convergents, de la vente d'équipements de la vente de gros et de l'informatique. Parmi les sources de revenus, les services informatiques enregistrent le taux de croissance le plus élevé au cours des 5 dernières années.

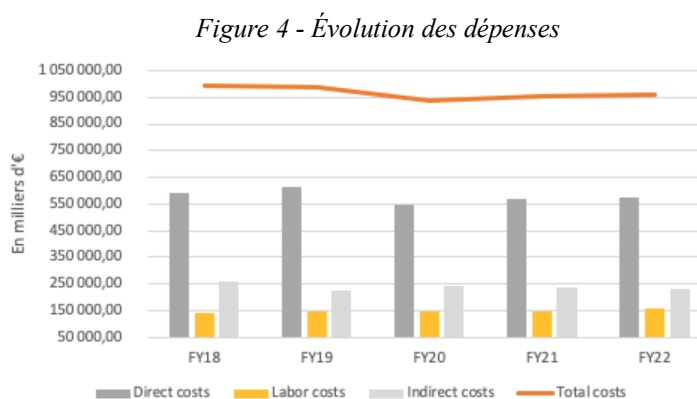
Entre 2018 et 2022, les revenus issus des services informatiques ont augmentés de 965%. Cependant, ceux-ci ne représentaient que 3% des revenus d'Orange pour l'année 2022.

La téléphonie mobile est la source de revenu la plus importante avec 43% des revenus pour l'année 2022. Néanmoins, ceux-ci ont diminués d'environ 3% au cours des 5 dernières années. Enfin, les revenus issus des services convergents ont augmentés de 270% depuis 2018. Ils représentaient 8% des revenus d'Orange en 2018 contre 21% en 2022, devenant désormais la seconde source de revenu la plus importante de l'entreprise.

⁵À partir de ce stade du mémoire, tous les calculs détaillés sont disponibles sur le lien Excel suivant : <https://1drv.ms/x/s!Anc1EEbN4reziEEgrfWBLSrj2O7?e=a6ZDQP>

b. Évolution des dépenses

En ce qui concerne les dépenses liées au coût des marchandises vendues, Orange a dépensé 574 millions d'euros en 2022. En prenant également en compte les coûts du travail et les coûts indirects, l'entreprise dépensait en moyenne 1,008 milliard d'euros par an au cours des 5 dernières années.



Source : Rapport annuel 2022

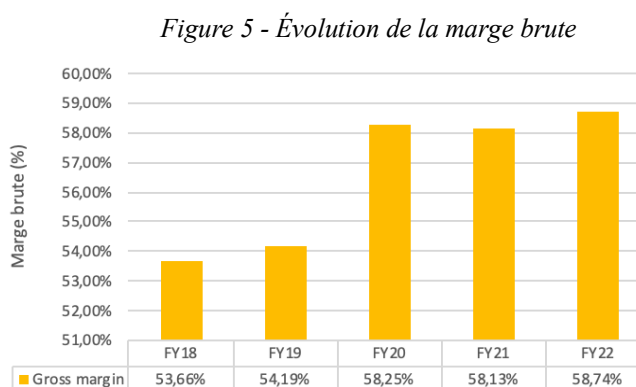
L'année 2020 a été marquée par une baisse des dépenses en achat de matériel de près de 11%, ce qui a eu un impact conséquent sur la marge brute.

En ce qui concerne le coût du travail, ce dernier a augmenté d'environ 10% depuis 2018.

Enfin, les coûts indirects varient peu au cours du temps. Cependant, il est intéressant de constater qu'au sein de ceux-ci, les dépenses commerciales ont diminué de près de 40% sur 5 ans et que les frais de propriété ont diminué de 80%. Les autres coûts indirects représentent le poste qui aura augmenté le plus avec 265% d'augmentation, tandis que les dépenses en réseau, le poste le plus conséquent des coûts indirects, auront augmenté de 14,45% pour totaliser 103,87 millions d'€ en 2022. Au sein des coûts indirects, l'entreprise comptabilisait l'amortissement du droit d'utilisation des actifs loués depuis 2019, faisant augmenter la valeur des coûts indirects. Après correction, le total des coûts de vente d'Orange Belgium en 2022 s'élève donc à 961 millions d'euros.

c. Évolution de la marge brute

La marge brute a augmenté de près de 5% entre 2018 et 2022. Cette augmentation est principalement liée à une baisse des coûts directs, notamment en achat de matériel.

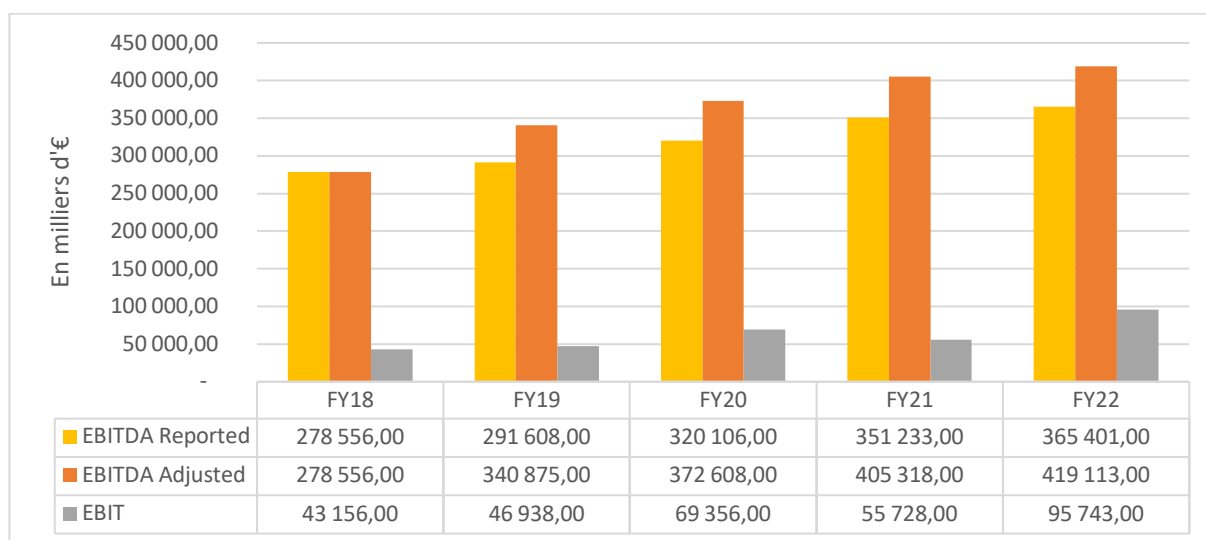


Source : Rapport annuel 2022

En comparaison, le concurrent direct sur le marché belge d'Orange, Telenet, affiche une marge brute de 49,36% en 2022 soit près de 10% de moins, tandis que Proximus, leader du marché affiche une marge brute de 62,62%.

d. Évolution de l'EBITDA – EBIT

Figure 6 - Évolution de l'EBITDA - EBIT



Source : Rapport annuel 2022

L'EBITDA⁶ est en croissance constante sur la période étudiée. L'EBIT⁷ l'est tout autant, excepté pour l'année 2021. Ce léger recul est lié à l'enregistrement de la dépréciation d'un Goodwill pour une entreprise achetée par Orange Belgium en 2019 qui lors de sa réévaluation a perdu 14 millions d'€ de sa valeur. (Rapport annuel, 2021)

Le COVID-19 n'aura ainsi que très peu impacté Orange Belgium pour la valeur de son EBIT et de son EBITDA. Cependant, comme mentionné dans le point 6.b, l'amortissement du droit d'utilisation des actifs loués ayant été comptabilisé dans les coûts indirects au sein des comptes annuels d'Orange pour un montant oscillant entre 49,27 millions et 54,09 millions d'euros depuis 2019, l'EBITDA a dû être ajusté afin de comptabiliser cet amortissement en coût non décaissable et donc dans le calcul de l'EBIT. Ce reclassement est confirmé par Bloomberg qui enregistre une valeur d'amortissement de 300 millions d'euros pour 2022 contrairement à Orange Belgium qui la valorisait à 246,5 millions d'euros.⁸

⁶ Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization

⁷ Earnings Before Interest and Tax

⁸ Annexe 1 – Ajustement de l'EBITDA

De ce fait, l'EBIT reste inchangé mais l'EBITDA augmente de 53,71 millions en 2022, valant désormais 419,11 millions d'euros.

Enfin, le bénéfice avant impôt atteignait 38,3 millions d'euros en 2018 contre 81,6 millions en 2022 soit une augmentation de 113% en 5 ans. Le résultat net quant à lui est en croissance constante depuis 2018 et aura augmenté de près de 79%.

6. Projections

a. Évolution future des revenus

Suite aux différents faits énoncés dans l'analyse concurrentielle et stratégique, différentes hypothèses feront partie intégrante de notre modèle. Parmi ces dernières, la prise en compte du taux de croissance annuel composé, le taux de croissance historique d'Orange Belgium, le retour sur investissement de la 5G ainsi que l'entrée d'un 4^{ème} opérateur sur le marché des télécommunications belge.

ii. Hypothèse 1 : croissance historique d'Orange Belgium

La première hypothèse consiste à prendre la croissance annuelle des revenus d'Orange entre 2018 et 2022. La moyenne de ces dernières nous donne un taux de 2,14%. Ce taux est appliqué sur les revenus à partir de 2023 jusque 2030. Avec cette hypothèse, les revenus d'Orange atteignent 1,421 milliard d'€ en 2023.

iii. Hypothèse 2 : taux de croissance annuel composé

Selon Statista (s.d.), les revenus issus du marché des télécommunications en Belgique devraient afficher un taux de croissance annuel de 2,88 % entre 2023 et 2028. Via cette hypothèse, les revenus d'Orange Belgium seraient de 1,431 milliard d'euros en 2023 contre 1,391 milliard d'euros en 2022. Sur ces 1,431 milliard, 1,353 seraient issus de la Belgique et 78 millions du Luxembourg.

iv. Hypothèse 3 : L'impact de la 5G

L'impact de la 5G sur les revenus d'Orange a été déterminé par le croisement des conclusions de rapports réalisés par *Accenture*, *Etno* et *Capgemini*.

Leurs conclusions portent sur l'ensemble des opérateurs du marché belge des télécommunications. De ce fait, en tenant compte de la proportion des bandes de 5G acquises par Orange Belgium, nous obtenons une croissance des revenus de 2,77% annuelle dès 2023.

v. Hypothèse 4 : L'impact d'un 4ème opérateur

Le rapport d'Axon (2021) estime que l'arrivée d'un nouvel opérateur impacterait le marché belge avec une diminution des revenus du secteur de 5% à long terme. Son arrivée sur le marché étant prévue pour 2024, notre modèle incorpore cette diminution de revenus dès cette même année. En considérant qu'Orange détient 26% des parts du marché belge des télécommunications, ces taux impliquent une baisse des revenus d'Orange de 1,30% par an.

vi. Pondération des hypothèses liées aux revenus

Afin d'estimer les revenus futurs d'Orange Belgium, l'année 2023 reprend les trois premières hypothèses à savoir la croissance historique d'Orange, le taux de croissance annuel composé ainsi que l'impact de la 5G. Un poids de 33% a été appliqué à chacune des hypothèses.

À partir de 2024, l'impact sur les revenus du nouvel opérateur rentrera dans notre modèle. De ce fait, un poids de 75% sera appliqué aux 3 premières hypothèses tandis que le taux d'1,30% par an lié à Citymesh impactera négativement les revenus.

Dès lors, l'année 2023 réaliserait une croissance des revenus de 2,6%, tandis que les années suivantes obtiendraient une croissance de 1,6%. En 2030, les revenus totaux d'Orange seraient selon nos estimations, de 1,607 milliard d'euros, soit une augmentation de 15,51% par rapport à 2022.

b. Évolution future des coûts

Les coûts totaux d'Orange Belgique représentent en moyenne 70% des revenus et tendent à stagner au cours du temps. Malgré de légères baisses sporadiques des coûts d'année en année, ce mémoire ne posera pas d'hypothèse sur l'évolution future des coûts. En effet, les informations concernant les coûts d'Orange étant limitées, l'évolution de ces derniers sera basée sur le taux de 69% par rapport aux revenus que l'année 2022 avait réalisé. Dès lors, l'évolution des coûts dépendra uniquement de l'évolution des revenus étant donné qu'Orange est une entreprise mature et donc capable de maintenir ses coûts à un niveau raisonnable comme elle tend à le faire au cours des années précédentes.

c. Dépenses en capital – Capex

Pour l'année 2022, le montant total des dépenses en capital d'Orange était de 777 millions d'euros. 161,8 millions provenaient des actifs immobilisés contre 615 millions d'euros des actifs intangibles. Ce montant est exceptionnel pour Orange. En effet, en 2021, leurs dépenses en capital étaient de 225 millions contre 177 millions d'euros en 2020.

Cette augmentation importante est liée à l'achat des bandes 5G en 2022. De ce fait, les dépenses en capital d'Orange sur les revenus entre 2020 et 2021 étaient de 15% en moyenne, contre 55,8% en 2022. Cependant, en observant le taux des Capex sur les revenus d'Orange en France et en Espagne, nous constatons que ce taux était d'environ 30% lorsqu'un nouvel opérateur avait été annoncé. (Study on the financial and environmental impact of 5G and a fourth mobile network operator in Belgium, 2021)

De ce fait, l'estimation des Capex futurs d'Orange tiendra compte de ce taux de 30% dans les premières années, avant de diminuer progressivement à partir de 2025, date à laquelle le nouvel opérateur aura débuté ses activités. Nous obtenons ainsi un montant de 428 millions € de dépenses en capital pour 2023 et de 396 millions d'euros en 2030.

d. Net Working Capital

Le *Net Working Capital* ou le fonds de roulement net (FRN) est la différence entre l'actif et le passif à court terme d'une entreprise. Son calcul permet de mesurer la liquidité d'une entreprise et sa capacité à faire face aux obligations à court terme. Nous avons donc sélectionné tous les postes du bilan d'Orange considérés comme courants, c'est-à-dire ceux qui génèrent ou consomment du cash de manière journalière, afin de déterminer leur évolution.

Parmi ces postes court terme, nous retrouvons notamment l'inventaire, les créances commerciales ou les dettes fournisseur. Ces trois postes seront déterminés par l'emploi de ratios, à savoir *Days Inventory Held* (DIH) pour l'inventaire, *Days Sales Outstanding* (DSO) pour les créances commerciales et enfin *Days Payable Outstanding* (DPO) pour les dettes fournisseur. (Petitjean, 2023)

Le DIH permet de mesurer le nombre de jours nécessaires à une entreprise pour écouler ses stocks. » Dès lors, l'évolution de l'inventaire d'Orange s'obtient en divisant l'inventaire par les Cost of Good Sold et en multipliant le tout par 365. Orange obtient ainsi un DIH de 16 pour 2022 signifiant qu'il lui faut 16 jours pour écouler ses stocks. Ce ratio évoluant peu au cours des 3 dernières années, le DIH projeté sera réalisé à partir d'une moyenne géométrique et vaudra donc 16.

Le DPO mesure le nombre de jours qu'il faut à une entreprise pour rembourser ses fournisseurs. Plus ce dernier est élevé, plus l'entreprise prend de temps avant de rembourser ses factures. Orange obtient un DPO de 142 en 2022. Les projections seront également basées sur une moyenne géométrique des 3 dernières années.

Enfin, le DSO mesure le nombre de jours qu'il faut à une entreprise pour se faire rembourser ses ventes ou ses services. La différence avec les deux ratios précédents est que ce dernier s'obtient en divisant les créances commerciales par les revenus et non par les coûts des ventes.

Les autres postes bilantaires courants seront tous basés sur leur importance par rapport aux revenus en pourcentage des années 2020 à 2022. La moyenne géométrique des pourcentages de ces trois dernières années permettra ainsi de projeter leur évolution en fonction des revenus.

7. Valorisation d'Orange Belgium

a. Choix des sociétés comparables

Dans le cadre de l'estimation du WACC et du modèle de valorisation par les sociétés comparables, il fut nécessaire de déterminer des sociétés disposant de caractéristiques comparables à celles d'Orange Belgium. Via Bloomberg et la fonction *Equity Screening Screen (EQS)*, différents filtres ont donc été réalisés.

Le premier filtre concernait la zone géographique. Il aurait été optimal de réaliser une valorisation par les sociétés comparables en filtrant sur des entreprises présentes dans des pays européens de taille similaire à la Belgique en termes de nombre d'habitants et dont les parts de marché sont proches de celle d'Orange. Cependant, le résultat de cette recherche sur Bloomberg ne donnera qu'un nombre de sociétés cotées insuffisant.

Ensuite, Bloomberg classe Orange comme faisant partie du secteur des « Wireless Telecom services ». Cependant, lors de l'ajout de filtres financiers, cette catégorie de service n'offre que trop peu de sociétés, me forçant à me focaliser sur le secteur des télécommunications et non sur celui des services de télécommunications sans fil.

En ce qui concerne les filtres financiers, afin d'obtenir des sociétés comparables disposant d'une structure en capital similaire à Orange, j'ai filtré les entreprises disposant d'une dette sur les capitaux propres comprise entre 70 et 72% pour le WACC et entre 66 et 76% pour le modèle des comparables. De plus, afin d'écartier les entreprises de petite taille, j'ai sélectionné les entreprises disposant d'une capitalisation boursière de 800 millions d'euros minimum dans les deux cas.

La combinaison de ces critères encodés dans « EQS » a permis la fourniture de 5 entreprises pour le WACC et 5 entreprises pour la valorisation par les paires. La différence entre les deux listes réside dans la délimitation géographique et le taux de la dette sur les capitaux propres.

Il était préférable d'obtenir une structure en capital plus proche de celle d'Orange pour le WACC tandis que pour le modèle des sociétés comparables, obtenir des entreprises provenant de pays aux caractéristiques proches de la Belgique était plus intéressant.

Le nombre de sociétés disponibles étant fortement limité, j'ai donc pris la décision de distinguer les entreprises sélectionnées pour le WACC et pour la valorisation par les sociétés comparables.

b. WACC

Dans l'exercice de valorisation par les flux de trésorerie actualisés, il est nécessaire d'estimer le coût moyen pondéré du capital ou *Weighted Average Cost of Capital* (WACC). Le WACC sélectionné est de 7,02%.

Afin de le calculer, il est nécessaire de définir dans un premier temps la structure du capital d'Orange Belgium. En trouvant cette dernière sur Bloomberg, nous pouvons définir que la dette dans la structure du capital d'Orange est de 32,10% tandis que ses fonds propres représentent 67,90%.

Le coût des capitaux propres ou *Cost of Equity* est de 8,90%. Ce dernier est calculé sur base du *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) en additionnant le taux sans risque au Beta qui est multiplié par l'*Equity Risk premium* ou prime de risque des actions.

Le taux sans risque appliqué vaut 2,947% à la date du 24 juillet 2023 (Bloomberg, 2023) tandis que l'*Equity Risk Premium* qui vaut 7,27%. Cette dernière a été calculée en soustrayant le taux sans risque au rendement attendu du marché selon les informations enregistrées sur Bloomberg en juillet 2023.

Enfin, le Beta sélectionné vaut quant à lui 0,82. Ce dernier a été calculé de la manière suivante :

$$\text{Levered Beta} = \text{Unlevered Beta} \times [1 + (1 - \text{Tax rate}) \times D/E]$$

L'Unlevered Beta sélectionné est calculé sur base des sociétés comparables. À chacune des entreprises sélectionnées, nous avons pris le *Raw Beta* le plus récent, disponible sur Bloomberg.

Comparables	Raw Beta	Market Cap	Debt	Equity	Debt/Equity	Effective Tax Rate	Unlevered Beta	EV	EBITDA
MOBILE TELECOMMUNICATION (ZAINKSA AB)	1,168	2 246,10	1 739,70	2 434,60	71,46%	4,24%	0,693	3 892,50	799,30
TELEKOM AUSTRIA AG (TKA AV)	0,480	3 838,40	2 549,60	3 592,60	70,97%	22,23%	0,309	6 170,80	1 876,90
ORANGE BELGIUM									
GLOBALSTAR INC (GSAT US)	1,919	2 248,80	207,60	293,90	70,64%	0,00%	1,125	2 426,50	121,00
TIM SA (TIMS3 BZ)	0,892	5 300,80	3 143,60	4 484,90	70,09%	2,91%	0,531	7 605,10	1 855,40
MEDIANE	1,030				0,708	0,036	0,612		

De ce fait, en appliquant la formule :

$$\text{Unlevered Beta} = \text{Raw Beta} \div [1 + (1 - \text{Tax rate}) \times (D/E)]$$

Nous avons obtenu les Unlevered Beta des firmes comparables. La médiane de ces derniers était de 0,612.

Enfin, le *Tax rate* d'Orange Belgium affiché dans le rapport annuel de 2022 donne une valeur de 28,74%. De ce fait, le calcul réalisé afin de définir le *cost of equity* est le suivant :

$$2,947\% + (0,82 \times 7,27) = 8,90\%$$

L'*After Tax Cost of debt* a une valeur de 3,06% et a été calculé comme suit :

$$(\text{Risk free rate} + \text{Credit spread}) \times (1 - \text{Tax rate})$$

Le *risk free rate* sélectionné est celui de la France en raison de l'endettement d'Orange Belgium. En effet, OBEL se finance via sa maison mère Orange S.A. qui se finance par le biais d'obligations. De ce fait, en considérant la dernière obligation d'Orange S.A. dont le code ISIN est FR0010039008, nous constatons sur Bloomberg que l'obligation sur 10 ans a un *credit spread* de 134,6 bps. (Bloomberg, 2023)

Enfin, le WACC est calculé comme suit :

$$(\text{Cost of equity} \times E) + (\text{After Tax Cost of Debt} \times D)$$

De ce fait, nous obtenons un WACC de 7,02%.

La qualité du WACC généré par ces calculs peut être altérée par la sélection des entreprises comparables. En effet, la liste obtenue via Bloomberg et la fonction « EQS » contient des entreprises étrangères et dont les positions concurrentielles et stratégiques peuvent varier fortement d'Orange Belgique. Cependant, des recherches supplémentaires concernant l'estimation du WACC par d'autres sociétés laisse penser que ce WACC reste plausible.

En effet, JP Morgan estime le WACC d'Orange Belgium à 7,30% (J.P. Morgan, 2023) tandis que le rapport annuel 2022 d'Orange Belgium annonce un WACC de 6,25%, (Rapport annuel, 2022) situant ainsi le WACC de 7,02% entre ces deux estimations.

a. Valorisation par les flux de trésorerie actualisés

La méthode de valorisation par les flux de trésorerie actualisés s'effectue en projetant les différents flux de trésorerie en fonction des informations observables et disponibles que ce soit sur le marché des télécommunications belge, de l'environnement économique de l'entreprise ou sur la concurrence qui s'y déroule. Cette valorisation étant basée sur l'EBITDA d'Orange, j'ai dans un premier temps réalisé un P&L projeté.

Figure 7 – Projection du P&L

€ in thousands	FY20	FY21	FY22	FC23	FC24	FC25	FC26	FC27	FC28	FC29	FC30
Total Revenue	1 314 868,00	1 363 472,00	1 391 214,00	1 427 359,71	1 450 545,52	1 474 526,23	1 499 320,70	1 524 948,36	1 551 429,18	1 578 783,71	1 607 033,09
Cost of sales	- 936 616,00	- 954 119,00	- 961 069,00	- 986 038,94	- 1 002 056,00	- 1 018 622,19	- 1 035 750,54	- 1 053 454,46	- 1 071 747,76	- 1 090 644,63	- 1 110 159,68
Other restructuring costs	- 5 644,00	- 4 035,00	- 11 032,00	- 6 903,67	- 6 903,67	- 6 903,67	- 6 903,67	- 6 903,67	- 6 903,67	- 6 903,67	- 6 903,67
(EBITDA)	372 608,00	405 318,00	419 113,00	434 417,11	441 585,86	449 000,37	456 666,50	464 590,23	472 777,75	481 235,41	489 969,75
<i>margin as % of revenue</i>	<i>28,3%</i>	<i>29,7%</i>	<i>30,1%</i>	<i>30,4%</i>	<i>30,4%</i>	<i>30,5%</i>	<i>30,5%</i>	<i>30,5%</i>	<i>30,5%</i>	<i>30,5%</i>	<i>30,5%</i>
D&A	- 302 742,00	- 333 291,00	- 300 261,00	- 418 385,16	- 422 706,24	- 427 429,72	- 432 609,47	- 433 275,84	- 430 902,48	- 426 451,72	- 420 547,97
<i>as a % of revenue</i>	<i>23,0%</i>	<i>24,4%</i>	<i>21,6%</i>	<i>29,3%</i>	<i>29,1%</i>	<i>29,0%</i>	<i>28,9%</i>	<i>28,4%</i>	<i>27,8%</i>	<i>27,0%</i>	<i>26,2%</i>
Impairment of Goodwill	-	- 14 937,00	- 22 433,00	-	-	-	-	-	-	-	-
Impairment of fixed assets	- 689,00	- 1 638,00	- 1 066,00	-	-	-	-	-	-	-	-
Share of profit of associates	179,00	276,00	390,00	333,00	333,00	333,00	333,00	333,00	333,00	333,00	333,00
Operating Profit (EBIT)	69 356,00	55 728,00	95 743,00	16 364,95	19 212,61	21 903,65	24 390,03	31 647,39	42 208,27	55 116,69	69 754,77
<i>margin as % of revenue</i>	<i>5,27%</i>	<i>4,09%</i>	<i>6,88%</i>	<i>1,15%</i>	<i>1,32%</i>	<i>1,49%</i>	<i>1,63%</i>	<i>2,08%</i>	<i>2,72%</i>	<i>3,49%</i>	<i>4,34%</i>
Financial Income	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Financial Expense	- 5 287,00	- 3 232,00	- 14 132,00	-	-	-	-	-	-	-	-
Profit/loss before tax	64 069,00	52 496,00	81 611,00	16 364,95	19 212,61	21 903,65	24 390,03	31 647,39	42 208,27	55 116,69	69 754,77
Tax	- 10 089,00	- 12 774,00	- 23 454,00	- 4 090,70	- 4 802,52	- 5 475,20	- 6 096,71	- 7 910,81	- 10 550,68	- 13 777,37	- 17 436,41
Profit/loss for the period	53 980,00	39 722,00	58 157,00	12 274,25	14 410,09	16 428,46	18 293,32	23 736,58	31 657,59	41 339,32	52 318,37

L'EBITDA a été calculé en soustrayant les coûts de ventes aux revenus. Ces derniers ont été estimés en fonction de l'évolution des revenus. Le coût des marchandises vendues représentent 41,3% des revenus, 11,3% pour le coût du travail et enfin 21,3% pour les dépenses d'exploitation. Ces pourcentages seront fixes au courant du temps. En appliquant ces taux sur les revenus projetés, nous obtenons un coût de vente total en 2030 de 1,11 milliard d'euros. Le contenu des autres coûts de restructuration étant inconnu, une moyenne a été appliquée pour les années prévisionnelles.

L'EBITDA de 2030 atteindrait ainsi 489,97 millions d'euros soit une augmentation de 16,9%. L'EBIT est en diminution en 2023 par rapport à 2022 en raison des amortissements plus importants. Le taux d'amortissement appliqué est basé sur une moyenne géométrique des années 2019 à 2022. En raison de l'augmentation de la valeur des actifs liée à l'acquisition des bandes 5G, l'année 2023 déprécie 118 millions de plus que 2022 faisant baisser l'EBIT d'Orange.

Dans le but de d'obtenir le *free cash-flow*, il nous faut calculer les flux de trésorerie année par année sur la période étudiée. De ce fait, il est d'abord nécessaire d'obtenir Le *cash-flow from operation* qui indique le montant qu'Orange Belgique tire de ses activités commerciales courantes.

Ainsi, en débutant de l'EBITDA, j'y ai additionné tous les postes du bilan courants de l'actif et soustrait tous les postes du bilan courants du passif. Leurs valeurs futures ont été déterminées comme expliqué au point 6.d. Leur différence m'a donné la valeur du *Net Working Capital*. Enfin, la différence entre l'année N et N-1 me donna ensuite le *change in NWC*.

Le *cash-flow from operation* s'obtient en soustrayant le NWC et les Taxes à l'EBITDA.

Figure 8 - Projection des Cash flows

€ in thousands	FY22	FC23	FC24	FC25	FC26	FC27	FC28	FC29	FC30
EBITDA	419 113,00	434 417,11	441 585,86	449 000,37	456 666,50	464 590,23	472 777,75	481 235,41	489 969,75
Current Assets	272 639,00	300 562,75	305 445,04	310 494,72	315 715,75	321 112,24	326 688,37	332 448,48	338 397,03
Current Liabilities	215 059,00	139 841,62	142 113,19	144 462,63	146 891,80	149 402,60	151 996,99	154 676,97	157 444,63
Net working capital	57 580,00	160 721,12	163 331,85	166 032,09	168 823,95	171 709,63	174 691,38	177 771,51	180 952,40
Change in NWC		103 141,12	2 610,73	2 700,23	2 791,86	2 885,68	2 981,75	3 080,13	3 180,89
Taxes	- 23 454,00	- 1 920,48	- 2 632,31	- 3 304,98	- 3 926,49	- 5 740,59	- 8 380,47	- 11 607,15	- 15 266,19
Cash flows from operation	453 239,00	593 217,75	602 285,40	611 727,48	621 563,96	630 559,27	639 088,67	647 399,77	655 655,95
CapEx	776 917,00	428 207,91	435 163,66	442 357,87	434 803,00	426 985,54	418 885,88	410 483,77	401 758,27
Cash flow from investing	776 917,00	428 207,91	435 163,66	442 357,87	434 803,00	426 985,54	418 885,88	410 483,77	401 758,27
Cash from (Repayment) Debt	-	88 014,40	88 014,40	88 014,40	88 014,40	88 014,40	88 014,40	88 014,40	88 014,40
Cash flow from financing	-	88 014,40	88 014,40	88 014,40	88 014,40	88 014,40	88 014,40	88 014,40	88 014,40
FCF	- 323 678,00	165 009,84	167 121,74	169 369,61	186 760,95	203 573,73	220 202,79	236 916,01	253 897,68

Le *cash-flow from investing* d'Orange représente les dépenses en capital que l'entreprise réalise, soit 428,207 millions pour 2023.

Enfin, le *cash-flow from financing* montre les flux nets de trésorerie utilisés pour financer l'entreprise. Dans le cas d'Orange, aucune information ne permet de faire varier ce dernier. De ce fait, une moyenne géométrique sur les données historiques des années allant de 2018 à 2022 a été appliqué.

Dès lors, en débutant de l'EBITDA projeté, j'ai soustrait la dépréciation afin d'obtenir l'EBIT. J'ai ensuite soustrait les taxes sur l'EBIT au taux de taxation de 25%.

Cette soustraction permet d'obtenir les *cash-flows opérationnels nets*. En retirant les dépenses en capital et en ajoutant l'augmentation du *Working Capital*, nous obtenons le *Free cash-flow*.

Figure 9 – DCF

€ in thousands	FY22	FC23	FC24	FC25	FC26	FC27	FC28	FC29	FC30
Revenue	1 391 214,00	1 427 359,71	1 450 545,52	1 474 526,23	1 499 320,70	1 524 948,36	1 551 429,18	1 578 783,71	1 607 033,09
EBITDA	419 113,00	434 417,11	441 585,86	449 000,37	456 666,50	464 590,23	472 777,75	481 235,41	489 969,75
as % of revenue	30,13%	30,44%	30,44%	30,45%	30,46%	30,47%	30,47%	30,48%	30,49%
EBIT	95 743,00	16 364,95	19 212,61	21 903,65	24 390,03	31 647,39	42 208,27	55 116,69	69 754,77
as % of revenue	6,88%	1,15%	1,32%	1,49%	1,63%	2,08%	2,72%	3,49%	4,34%
Taxes on EBIT	23 454,00	4 090,70	4 802,52	5 475,20	6 096,71	7 910,81	10 550,68	13 777,37	17 436,41
as % of revenue	24,50%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%	25,00%
Net operating cash flow	395 659,00	430 326,41	436 783,33	443 525,18	450 569,79	456 679,42	462 227,07	467 458,05	472 533,34
Capital Expenditures	776 917,00	428 207,91	435 163,66	442 357,87	434 803,00	426 985,54	418 885,88	410 483,77	401 758,27
as % of revenue	56%	30%	30%	30%	29%	28%	27%	26%	25%
Increase in WC		103 141,12	2 610,73	2 700,23	2 791,86	2 885,68	2 981,75	3 080,13	3 180,89
as % of revenue		7,23%	0,18%	0,18%	0,19%	0,19%	0,19%	0,20%	0,20%
Free cash flow		105 259,62	4 230,41	3 867,54	18 558,65	32 579,56	46 322,94	60 054,41	73 955,95
Discount period		1	2	3	4	5	6	7	8
Discount factor		93,44%	87,31%	81,58%	76,23%	71,23%	66,55%	62,19%	58,10%
PV of FCF		98 353,18	3 693,48	3 155,11	14 146,62	23 204,83	30 828,74	37 344,89	42 972,04

La valeur d'une entreprise étant la valeur actualisée des bénéfices futurs attendus de l'entreprise, nous avons appliqué un discount factor sur le *Free cash-flow* dans le but d'obtenir la *Present value des Free cash-flows*. Ce dernier est calculé en divisant le *Free cash-flow* par $(1+WACC)$ exposant la *discount period*. La *discount period* est quant à elle fixée par demi unité étant donné que les informations financières d'Orange sont publiées au 31 décembre mais sont disponibles dans les environs du mois de juin.

Enfin, la valeur d'entreprise est obtenue en additionnant les valeurs actualisées des flux de trésorerie de chaque année entre 2023 et 2030 à la terminal value d'Orange. En ajoutant le cash et cash équivalent de 2022 et en retirant la dette et dette équivalent, à la valeur d'entreprise nous obtenons finalement l'*Equity Value*.

Sum of PV of FCF	262 455,25
Growth Rate	2,88%
WACC	7,02%
Terminal Value	1 836 900,08
PV of Terminal Value	1 104 167,87
Enterprise Value	1 366 623,11
Cash	35 896,00
Debt	- 226 591,00
Equity Value	1 175 928,11
Diluted Shares Outstanding (in thousands)	59 944,75
Implied Share Price in €	19,62

En divisant l'*Equity Value* par les 59 944 757 actions d'OBEL, ce modèle nous donne un prix cible de 19,62€ soit une augmentation de 39,13% par rapport au cours de bourse du 26 juillet 2023.

Figure 10 – Détermination du prix de l'action

b. Valorisation par les sociétés comparables

Afin de compléter la méthode de valorisation par les flux de trésorerie actualisés, j'ai décidé de réaliser une valorisation par les sociétés comparables.

Le ratio le plus pertinent que j'ai décidé d'appliquer au cas d'Orange est celui de l'Enterprise Value/EBITDA. Ce ratio est idéal lorsque l'on souhaite comparer des entreprises qui ont des leviers financiers différents car l'EBITDA donne un bénéfice avant intérêts et ne tient donc pas compte des intérêts payés par les emprunts. De plus, ce ratio permet de comparer des entreprises provenant de pays différents et qui ont potentiellement des taux d'amortissements et de dépréciation différents. (Pinto et al., 2015)

La liste fournie par la fonction « EQS » pour *Equity Screening Screen* de Bloomberg selon les filtres énoncés au point 7.a. est la suivante :

Figure 11 – Peers sélectionnés

EV/EBITDA	Pays	2020	2021	2022
HELLENIC TELECOMMUN ORGANIZ	Grèce	5,68	5,43	4,43
TELEKOM AUSTRIA AG	Autriche	4,58	5,47	3,36
SWISSCOM AG-REG	Suisse	7,56	7,72	7,68
MAGYAR TELEKOM TELECOMMUNICA	Hongrie	3,8	3,84	3,41

Source : « EQS » Bloomberg

- **Hellenic Telecommunications Organization SA** fournit des services de télécommunications. fixe et mobile. La société a été fondée en 1986 et est basée en Grèce.
- **Telekom Austria AG** fournit des services de télécommunications et des services multimédias. Fondée en 1998 en Autriche, la société opère principalement dans l'est de l'Europe comme en Autriche, en Bulgarie, en Croatie ou en Biélorussie.
- **Swisscom AG** fournit des services de télécommunication aux clients résidentiels, aux entreprises, ou fournit encore le commerce de gros et les technologies de l'information. La société a été fondée en 1998 et son siège se situe en Suisse.
- **Magyar Telekom Telecommunications Plc** fournit des services de télécommunications. La société a été fondée en 1991 à Budapest en Hongrie.

Parmi ces 4 entreprises, deux d'entre elles faisaient effectivement partie de la présélection⁹ de pays similaires à la Belgique à savoir Hellenic Telecom et Magyar Telekom.

⁹ La présélection est basée sur les pays européens disposant d'un nombre d'habitants similaires à la Belgique comprenait la Hongrie, le Portugal, la Suède, la Tchéquie et la Grèce.

Ces deux pays présentent effectivement les mêmes caractéristiques que la Belgique en nombre d'habitants, cependant les 4 entreprises comparables sont de taille plus importantes et sont leaders du marché dans leur pays.

En effet, Telekom Austria via sa filiale A1 Austria est leader en Autriche tandis que Magyar est leader en Hongrie ou encore l'entreprise Swisscom qui est leader sur le marché Suisse.

La valorisation par les multiples sera basée sur les données les plus récentes disponibles sur Bloomberg. De ce fait, en observant les multiples des 4 sociétés comparables de 2022, nous constatons que Swisscom dispose du multiple le plus élevé avec 7,68 tandis que Telekom Austria dispose du plus faible. La médiane de ces 4 multiples est de 3,92x et nous permettra de calculer la valeur terminale. En comparaison, Orange Belgium affiche un multiple EV/EBITDA de 3,46x en 2022 sur Bloomberg. La littérature développe qu'un ratio plus faible que ses pairs peut indiquer qu'une entreprise est sous-évaluée.

En multipliant la médiane des pairs à l'EBITDA d'Orange Belgium de 2022, nous obtenons une valeur d'entreprise de 1,643 milliard d'euros. En ajoutant le cash and cash équivalents et en retirant les dettes et dettes équivalentes, nous obtenons finalement la valeur de marché d'Orange Belgique. Avec un nombre d'actions de 59 944 757, cette valeur de marché de 1,452 milliards nous donne un prix cible de 24,23€.

Afin de déterminer le prix cible final issu de la combinaison des deux méthodes de valorisation, j'ai décidé d'attribuer un poids de 20% à la valorisation par les comparables. En effet, il existe un nombre limité d'entreprises comparables à Orange Belgium. Leur taille et leurs parts de marché sont généralement plus importantes. De ce fait, avec un poids de 80% pour la méthode de valorisation par les flux de trésorerie actualisés, nous obtenons un prix final de 20,54€ ce qui représente une augmentation de 45,7% par rapport au cours de bourse du 26 juillet 2023.

8. Analyse du prix et recommandation

En considérant les deux modèles utilisés dans le cadre de la valorisation d'Orange Belgique, une recommandation d'achat me paraît judicieuse. En effet, en considérant les hypothèses appliquées durant cette valorisation dont certaines pourraient être considérées comme assez dures comme par exemple l'impact qu'un nouvel opérateur pourrait avoir sur les revenus d'Orange et sans prendre en considération la potentielle envie d'Orange S.A. d'intenter à nouveau une OPA sur sa filiale belge, le prix de l'action calculé via la méthode de valorisation par les flux de trésorerie actualisés et la méthode des comparables est toujours supérieur au prix de l'action actuel. C'est la raison pour laquelle une recommandation d'achat semble donc d'application.

De plus, dans le cas où une Offre Publique d'Achat venait à se produire à nouveau, le premium que la maison mère proposerait aux détenteurs de l'action serait probablement intéressant et au-dessus du cours de bourse actuel.

8.1. Analyse de sensibilité

En raison de la sensibilité des données entrées dans les modèles précédemment réalisés, il est important de réaliser une analyse de sensibilité de ces derniers. Cette analyse permettra de quantifier l'influence d'une entrée sur les données de l'évaluation finale.

Les deux premiers éléments que j'ai décidé d'observer sont le WACC et le taux de croissance long terme.

Figure 12 – Analyse de sensibilité (1)

Analyse de sensibilité											
		WACC									
		19,62	5,82%	6,12%	6,42%	6,72%	7,02%	7,32%	7,62%	7,92%	8,22%
Taux de croissance à long terme	1,68%	21,21	19,44	17,89	16,53	15,32	14,25	13,28	12,41	11,63	
	1,98%	22,83	20,80	19,06	17,54	16,21	15,02	13,97	13,02	12,17	
	2,28%	24,71	22,39	20,40	18,69	17,20	15,89	14,73	13,70	12,77	
	2,58%	26,94	24,24	21,96	20,01	18,33	16,87	15,58	14,44	13,43	
	2,88%	29,63	26,43	23,78	21,54	19,63	17,98	16,54	15,28	14,16	
	3,18%	32,94	29,07	25,93	23,32	21,13	19,25	17,64	16,23	14,99	
	3,48%	37,08	32,31	28,52	25,44	22,88	20,72	18,89	17,30	15,91	
	3,78%	42,45	36,39	31,70	27,98	24,96	22,44	20,33	18,52	16,97	
	4,08%	49,67	41,66	35,70	31,11	27,46	24,48	22,02	19,94	18,17	

Par variation de 0,3%, ce tableau affiche l'impact sur le prix estimé final de l'action OBEL. Les bornes du WACC seront donc comprises entre 5,82% et 8,22% tandis que celles du taux de croissance long terme seront comprises entre 1,68% et 4,08%.

Nous pouvons constater qu'un WACC plus élevé fait effectivement diminuer le prix de l'action, tandis qu'un taux de croissance long terme le fait augmenter.

La seconde analyse de sensibilité réalisée porte sur le modèle de valorisation par les comparables avec la variation du multiple EV/EBITDA et du WACC.

Figure 13 – Analyse de sensibilité (2)

Analyse de sensibilité										
	24,23	WACC								
		5,82%	6,12%	6,42%	6,72%	7,02%	7,32%	7,62%	7,92%	8,22%
Multiple EBITDA (Comparables)	3,36	20,31	20,31	20,31	20,31	20,31	20,31	20,31	20,31	20,31
	3,50	21,29	21,29	21,29	21,29	21,29	21,29	21,29	21,29	21,29
	3,64	22,27	22,27	22,27	22,27	22,27	22,27	22,27	22,27	22,27
	3,78	23,25	23,25	23,25	23,25	23,25	23,25	23,25	23,25	23,25
	3,92	24,23	24,23	24,23	24,23	24,23	24,23	24,23	24,23	24,23
	4,86	30,80	30,80	30,80	30,80	30,80	30,80	30,80	30,80	30,80
	5,80	37,37	37,37	37,37	37,37	37,37	37,37	37,37	37,37	37,37
	6,74	43,94	43,94	43,94	43,94	43,94	43,94	43,94	43,94	43,94
	7,68	50,51	50,51	50,51	50,51	50,51	50,51	50,51	50,51	50,51

Les bornes de cette seconde analyse de sensibilité seront identiques pour le WACC. Cependant, les bornes du ratio EV/EBITDA ont été définies selon le multiple minimum et maximum observé en 2022 sur les entreprises comparables à Orange. De ce fait, l'EV/EBITDA de Swisscom de 7,68 sera la borne supérieure tandis que celui de Telekom Austria sera notre borne inférieure. En considérant le multiple de Swisscom, nous constatons que le prix cible serait de 50,51€ pour un WACC similaire, soit une augmentation de 208% par rapport au prix déterminé par le modèle des comparables voire une augmentation de 358% en comparaison au cours de bourse du 26 juillet 2023.

Le choix de réaliser cette analyse de sensibilité en considérant le WACC vient du fait que de nombreuses variables pourraient influencer son estimation. En effet, une augmentation d'1% du *risk free rate* ferait passer le WACC de 7,02% à 7,37%. De ce nouveau WACC découlerait un prix de 17,71€. Une variation négative d'1% de l'*Equity risk premium* mènerait quant à elle à un WACC de 6,47% ce qui créerait un prix de 23,40€.

8.2. Analyse des scénarios

Dans le cadre de l'évaluation d'Orange Belgique, différents éléments ont permis la construction d'un scénario central. Ce scénario est basé sur les informations disponibles en ce qui concerne notamment les investissements réalisés par Orange ou encore l'environnement concurrentiel du marché belge des télécommunications. Cependant, ces éléments et les hypothèses qui en découlent peuvent varier au cours du temps.

De ce fait, la prise en compte de revenus supplémentaires liés à l'introduction de la 5G en Belgique pour Orange pourrait être différente de celle considérée dans cette évaluation. D'autre part, l'arrivée du 4^{ème} opérateur pourrait également être retardée voire être annulée.

Le scénario central considère des revenus supplémentaires pour Orange provenant de la 5G valorisés à 494 millions d'€ d'ici 2030. Dans un scénario négatif où ces revenus supplémentaires venaient à ne pas être captés par Orange, le prix final passerait de 19,62€ à 18,73€ soit une diminution de 4,53%.

De plus, l'impact sur les revenus d'Orange Belgique de l'arrivée d'un nouvel opérateur pourrait être plus important que celui considéré dans ce mémoire. Le rapport d'Axon (2021) considère que l'arrivée d'un nouvel opérateur pourrait également avoir un impact sur les coûts des opérateurs déjà sur le marché de 5 à 15%. En considérant une part de marché de 26%, Orange verrait donc ses coûts augmenter de 2,6%.

De ce fait, en considérant comme scénario négatif, une augmentation des coûts d'Orange ainsi qu'un impact accru sur les revenus d'1% de plus, le nouveau prix cible serait de 12,32€ soit une diminution de 12,35% par rapport au cours de bourse du 26 juillet 2023.

Le scénario optimiste pour Orange serait évidemment qu'un nouvel opérateur n'entre pas sur le marché belge. De ce fait, en ne considérant plus de dépenses en capital fixées à 30% dégressives ou de revenus en baisse, le prix de l'action serait de 42,04€. Ce prix est obtenu en définissant la valeur des capex selon la moyenne géométrique et en incluant les revenus supplémentaires de la 5G.

8.3. ESG

L'étude réalisée par Fatemi et al (2015) démontre l'impact positif que l'ESG a sur la valeur d'une entreprise. Prises individuellement, les variables *social* et *governance* ont une relation très significative sur la valeur de l'entreprise, contrairement à la variable *environment* qui n'aurait pas de relation avec la valeur d'entreprise ni avec la profitabilité d'une entreprise. (Fatemi et al, 2015) Cette absence de relation serait liée au temps que mettent les décisions à rentrer en application en ce qui concerne les variables *social* et *governance* considérées plus rapides que celles liées à *l'environnement*.

En observant la situation actuelle d'Orange Belgique ainsi que celle de ses concurrents sur le marché belge, nous constatons que le marché est actuellement neutre en carbone via l'achat de droits d'émission. De plus, l'empreinte carbone d'Orange Belgique est principalement liée à la mobilité et à sa flotte de véhicules. (Rapport annuel, 2022) Dès lors, la seule amélioration de l'entreprise consisterait à renouveler sa flotte en passant par exemple à des véhicules électriques. Enfin, Orange se démarque de ses concurrents en étant le premier opérateur à proposer des cartes sim 100% recyclées.

Toutefois, il ressort des travaux de Dimson et al. (2012) que les entreprises qui ont initié des engagements ESG obtenaient un rendement anormal moyen de 4% si ces derniers s'avéraient efficaces. De plus, l'impact est plus important si l'entreprise est soucieuse de sa réputation. Dans le cas d'Orange Belgique, sa réputation tiendrait principalement de sa maison mère, Orange S.A. De plus, en considérant les résultats de l'étude de A. Fatemi (2015), cela signifierait qu'Orange devrait principalement améliorer sa situation ESG du point de vue de sa gouvernance et du social Or, Orange ne semble pas avoir mauvaise réputation sur ces deux catégories. En effet, l'étude de Edmans (2011) a examiné la relation entre la satisfaction au travail et la valeur de l'entreprise et a constaté que les entreprises où le bien-être au travail est constaté, génèrent des rendements annuels supérieurs à ceux de leurs paires de 2,4 à 3,7%. En ce sens, Orange a reçu le prix de « Top employer » en Belgique et au Luxembourg pour la 6^{ème} année consécutive. (Rapport annuel, 2022)

Finalement, en considérant que la filiale belge ne réalise aucune dépense en recherche et développement directement qui permettraient de potentiellement améliorer sa situation ESG, mais également que l'entreprise est dirigée par sa maison mère, nous supposons que les décisions en matière d'ESG reviennent probablement au niveau d'Orange S.A. De ce fait, la seule raison pour laquelle Orange Belgique viendrait à voir sa notation ESG diminuer proviendrait de décisions originaires de sa maison mère ou d'erreurs de gestion au niveau de la Belgique. Dans ce cas-là, l'étude de Berg et al. (2022) démontre qu'un changement dans la notation ESG d'une action impacte les rendements sur une période pouvant aller jusqu'à 2 ans et peuvent impliquer un rendement anormal annualisé de -2,37%.

9. Limites

Ce mémoire comporte certaines limites non négligeables qu'il convient d'énumérer.

Premièrement, les revenus projetés d'Orange prennent en compte l'investissement massif réalisé par l'entreprise en ce qui concerne l'acquisition de bandes 5G. Cependant, les littératures récentes qui tentent de déterminer l'impact de la 5G obtiennent des conclusions différentes. Dès lors, ce mémoire considère un taux annuel de revenus supplémentaires basé sur une moyenne géométrique des conclusions de trois rapports. Ces revenus supplémentaires peuvent donc différer de l'estimation faite et ne sont pas fixes au cours du temps.

Deuxièmement, l'impact de l'arrivée du nouvel opérateur Digi-Citymesh a été estimé sur base d'un rapport réalisé par Axon (2021) qui observe les conséquences de l'arrivée d'un 4^{ème} opérateur sur les territoires français et hollandais en 2012. L'impact global dépendant de plusieurs facteurs, ce mémoire ne prend en compte que l'impact sur les revenus.

Troisièmement, ce mémoire ne tient pas compte de l'intégration de VOO et considère l'arrivée d'un 4^{ème} opérateur. Cependant, vu la division du marché belge des télécommunications en régions, l'acquisition de VOO transformerait la position d'Orange en un duopole avec Proximus sur le marché wallon. En conséquent, il serait intéressant de poursuivre cet exercice dans les prochaines années en considérant des données qui tiennent compte des comptes consolidés d'Orange Belgique avec ceux de VOO.

Enfin, il convient de rappeler que le titre OBEL est détenu principalement par sa maison mère. De ce fait, le cours de l'action dépend principalement des décisions d'Orange S.A. De plus, des fonds d'investissement détiennent également une grande partie d'Orange Belgique de manière permanente, ce qui fait d'Orange Belgique un titre sur lequel peu de volume s'échange.

10. Conclusion

La réalisation de ce mémoire a permis d'obtenir une recommandation d'achat sur le titre OBEL, action d'Orange Belgique cotée à l'Euronext. Afin de réaliser cette recommandation, la littérature recense 5 étapes majeures à appliquer dans le but de réaliser une valorisation.

Dans un premier temps, la description de l'entreprise a permis d'observer le positionnement d'Orange en Belgique, la stratégie que l'entreprise applique, la provenance de ses revenus, son histoire avec notamment le rachat de Mobistar ou encore l'Offre Publique d'Achat de sa maison mère, Orange S.A.

De plus, le marché belge des télécommunications se distingue des pays limitrophes, en comptant un nombre limité d'opérateurs et donc en proposant des prix supérieurs comparés à ceux proposés au sein de l'Europe. Enfin, l'analyse stratégique d'Orange Belgique, mais également d'Orange S.A. a permis de mettre en évidence les principaux risques auxquels l'entreprise peut faire face aujourd'hui et demain, notamment au sujet des enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance.

Ensuite, via l'analyse financière, nous avons pu observer les tendances de l'entreprise et réaliser par la suite des projections en considérant d'une part l'analyse financière et d'autre part l'analyse stratégique et concurrentielle. En prenant en compte l'impact négatif sur les revenus qu'apporte un nouvel opérateur ou l'impact positif des investissements massifs qu'Orange a réalisés en ce qui concerne la 5G, ce mémoire est basé sur de nombreuses hypothèses qui ont tenté de refléter le plus possible la réalité actuelle et les tendances futures. De plus, en se basant notamment sur les données disponibles sur Bloomberg, nous avons eu l'occasion de définir des paires afin d'estimer à la fois le coût moyen pondéré du capital (WACC) d'Orange Belgium mais également des sociétés comparables, dans le cadre du modèle de valorisation par les comparables boursiers.

Ces projections ont mené à la valorisation d'Orange Belgique en utilisant deux méthodes de valorisation. La première est la méthode de valorisation par les flux de trésorerie actualisés. Celle-ci est basée sur un taux de croissance long terme de 2,88% et sur un WACC de 7,02%. Ce modèle estime un prix final de 19,62€.

La seconde méthode basée sur les comparables nous donne un prix cible de 24,23€. En considérant que le nombre de sociétés retenues dans le cadre de cette seconde méthode est limité et que leur taille et parts de marché sont plus importantes, un poids plus conséquent a été donné au modèle de valorisation par les flux de trésorerie actualisés.

Dès lors, la combinaison de ces deux méthodes a permis de définir un prix cible de 20,54€ par action, soit une augmentation de 45,7% en comparaison au cours de clôture du 26 juillet 2023.

Cependant, il est important de garder à l'esprit que ce prix repose sur une série d'hypothèses qui peuvent varier au cours du temps et que l'analyse financière n'est pas une science exacte.

De ce fait, une analyse de scénarios a été réalisée. Celle-ci permet de faire varier les hypothèses du scénario central en réalisant un scénario pessimiste et un scénario optimiste. Dès lors, en considérant qu'un nouvel opérateur n'intègre pas le marché belge des télécommunications, le prix de l'action pourrait être réévalué à 42,04€ contre 20,54€ pour le scénario central. Cependant, dans le cas où l'effet de ce nouvel opérateur venait à être plus important, le prix de l'action passerait désormais sous le cours de bourse de ce 26 juillet 2023 avec un prix de 12,32€.

Finalement, comme abordé précédemment, ce mémoire comporte un certain nombre de limites qu'il est important de garder à l'esprit. De ce fait, toute information qui n'aurait pas été prise en compte dans cet exercice de valorisation aura probablement un certain impact sur le prix cible. Enfin, il est primordial de préciser que ce rapport ne tient pas compte de l'intégration de la société VOO S.A. et que son absence joue un rôle déterminant dans l'exactitude de la valeur de l'entreprise Orange Belgique.

11. Annexes

Annexe 1 – Ajustement de l'EBITDA

€ in thousands	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22
Reported revenue	1 279 803,00	1 340 827,00	1 314 868,00	1 363 472,00	1 391 214,00
Reported EBITDA	278 556,00	291 608,00	320 106,00	351 233,00	365 401,00
as % of revenue	21,8%	21,7%	24,3%	25,8%	26,3%
Proposed adjustments					
(1) Depreciation of right to use leased assets	-	- 49 267,00	- 52 502,00	- 54 085,00	- 53 712,00
Adjusted EBITDA	278 556,00	340 875,00	372 608,00	405 318,00	419 113,00
Adjusted EBIT	43 156,00	46 938,00	69 356,00	55 728,00	95 743,00

Explanation (why is it included in the quality of earnings)

La "Depreciation of right to use leased assets" a été enregistrée dans le calcul des coûts indirects et est donc imputée à l'EBITDA. La "Depreciation of right to use leased assets" étant un coût non décaissable, elle doit être retirée dans le calcul de l'EBIT et non de l'EBITDA.

Annexe 2 – Parts de bandes 5G par opérateur

	900 MHz	1800 MHz	2100 MHz	700 MHz	3600 MHz	Total	%
Citymesh Mobile SA	28 005 000,00 €	27 000 000,00 €	9 000 000,00 €	19 335 000,00 €	30 990 000,00 €	114 330 000,00 €	9,6%
Orange Bel	56 720 800,00 €	27 000 000,00 €	60 030 000,00 €	122 860 000,00 €	54 850 000,00 €	321 460 800,00 €	27,0%
Proximus	57 410 800,00 €	109 880 000,00 €	144 590 000,00 €	122 870 000,00 €	56 320 000,00 €	491 070 800,00 €	41,2%
Telenet	57 410 800,00 €	69 390 000,00 €	60 420 000,00 €	21 340 000,00 €	55 800 000,00 €	264 360 800,00 €	22,2%
Total	199 547 400,00 €	233 270 000,00 €	274 040 000,00 €	286 405 000,00 €	197 960 000,00 €	1 191 222 400,00 €	100%

	700 MHz	3600 MHz	Total	%
Citymesh Mobile SA	19 335 000,00 €	30 990 000,00 €	50 325 000,00 €	10,39%
Orange Bel	122 860 000,00 €	54 850 000,00 €	177 710 000,00 €	36,69%
Proximus	122 870 000,00 €	56 320 000,00 €	179 190 000,00 €	36,99%
Telenet	21 340 000,00 €	55 800 000,00 €	77 140 000,00 €	15,93%
Total	286 405 000,00 €	197 960 000,00 €	484 365 000,00 €	100,00%

Bandes dédiées à la 5G

Annexe 3 – Détermination de l'impact de la 5G

Accenture	€ thousands	2 500 000
	%	8,00%
Etno	€ thousands	7 000 000
	%	15,00%
Cappgemini	€ thousands	1 000 000
	%	3,60%
Moyenne	€ thousands	2 596 247
	%	7,56%
Proportion des bandes 5G acquises par OBEL	%	36,69%
Part des revenus supplémentaires captés par OBEL	%	2,77%

Annexe 4 – Détermination du WACC d'Orange Belgique

WACC Calculation		
Capital Structure		
	Debt to Total Capitalization	32,10%
	Equity to Total Capitalization	67,90%
	Debt/Equity	47,28%
Cost of Equity		
	Risk Free Rate	2,95%
	Equity Risk Premium	7,27%
	Levered Beta	0,82
	Cost of Equity	8,90%
Cost of Debt		
	Credit spread	1,346%
	Tax Rate	28,74%
	After Tax Cost of Debt	3,06%
WACC		7,02%

Weighted Average Cost of Capital PWC	7,70%
Weighted Average Cost of Capital Orange Belgium	6,25%
Weighted Average Cost of Capital Orange JP Morgan	7,30%

Annexe 5 – Évolution des cash-flows d'Orange Belgique

€ In thousands	FY22	FC23	FC24	FC25	FC26	FC27	FC28	FC29	FC30
EBITDA	419 113,00	434 417,11	441 585,86	449 000,37	456 666,50	464 590,23	472 777,75	481 235,41	489 969,75
Inventory	25 493,00	26 475,28	26 905,34	27 350,15	27 810,05	28 285,40	28 776,58	29 283,96	29 807,94
Trade Receivables	166 445,00	196 393,66	199 583,85	202 883,41	206 294,93	209 821,10	213 464,66	217 228,43	221 115,33
Other assets related to customers	71 514,00	68 740,10	69 856,70	71 011,58	72 205,66	73 439,86	74 715,15	76 032,51	77 392,97
Current financial assets	1,00	55,99	56,90	57,84	58,81	59,82	60,86	61,93	63,04
Current derivatives assets	463,00	340,52	346,05	351,77	357,69	363,80	370,12	376,65	383,39
Other current assets	8 446,00	8 246,91	8 380,88	8 519,43	8 662,69	8 810,76	8 963,76	9 121,80	9 285,02
Current tax assets	277,00	310,28	315,32	320,54	325,93	331,50	337,26	343,20	349,34
Current Assets	272 639,00	300 562,75	305 445,04	310 494,72	315 715,75	321 112,24	326 688,37	332 448,48	338 397,03
Trade Payables	223 860,00	268 289,53	272 647,58	277 155,04	281 815,46	286 632,49	291 609,88	296 751,50	302 061,31
Current financial liabilities	105 797,00	33 150,14	33 688,62	34 245,57	34 821,42	35 416,61	36 031,62	36 666,93	37 323,01
Current lease liabilities	44 553,00	46 889,53	47 651,20	48 438,98	49 253,49	50 095,37	50 965,28	51 863,89	52 791,90
Current derivatives liabilities	463,00	397,29	403,74	410,42	417,32	424,45	431,82	439,43	447,30
Current employee benefits	37 041,00	36 752,10	37 349,10	37 966,56	38 604,98	39 264,84	39 946,68	40 651,01	41 378,39
Current provisions	6 787,00	7 333,91	7 453,04	7 576,26	7 703,66	7 835,33	7 971,39	8 111,94	8 257,09
Other current liabilities	7 096,00	6 064,18	6 162,69	6 264,57	6 369,91	6 478,79	6 591,29	6 707,51	6 827,53
Current tax payables	13 322,00	9 254,47	9 404,80	9 560,28	9 721,04	9 887,20	10 058,89	10 236,25	10 419,41
Current Liabilities	215 059,00	139 841,62	142 113,19	144 462,63	146 891,80	149 402,60	151 996,99	154 676,97	157 444,63
Net working capital	57 580,00	160 721,12	163 331,85	166 032,09	168 823,95	171 709,63	174 691,38	177 771,51	180 952,40
Change in NWC		103 141,12	2 610,73	2 700,23	2 791,86	2 885,68	2 981,75	3 080,13	3 180,89
Taxes	- 23 454,00	- 4 090,70	- 4 802,52	- 5 475,20	- 6 096,71	- 7 910,81	- 10 550,68	- 13 777,37	- 17 436,41
Cash flows from operation	453 239,00	591 047,53	600 115,19	609 557,27	619 393,74	628 389,06	636 918,45	645 229,56	653 485,74
CapEx	776 917,00	428 207,91	435 163,66	442 357,87	434 803,00	426 985,54	418 885,88	410 483,77	401 758,27
Cash flow from investing	776 917,00	428 207,91	435 163,66	442 357,87	434 803,00	426 985,54	418 885,88	410 483,77	401 758,27
Debt repayment	-	- 88 014,40	- 88 014,40	- 88 014,40	- 88 014,40	- 88 014,40	- 88 014,40	- 88 014,40	- 88 014,40
Cash flow from financing	-	- 88 014,40	- 88 014,40	- 88 014,40	- 88 014,40	- 88 014,40	- 88 014,40	- 88 014,40	- 88 014,40

Annexe 6 – Valorisation d'Orange Belgique par les comparables

EV/EBITDA	Pays	2020	2021	2022
HELLENIC TELECOMMUN ORGANIZ	Grèce	5,68	5,43	4,43
TELEKOM AUSTRIA AG	Autriche	4,58	5,47	3,36
SWISSCOM AG-REG	Suisse	7,56	7,72	7,68
MAGYAR TELEKOM TELECOMMUNICA	Hongrie	3,8	3,84	3,41

Min	3,80	3,84	3,36
25th percentile	4,39	5,03	3,40
Moyenne	5,41	5,62	4,72
Médiane	5,13	5,45	3,92
75th percentile	6,15	6,03	5,24
Max	7,56	7,72	7,68

ORANGE BELGIUM	Belgique	4,72	4,02	3,46
-----------------------	----------	------	------	------

Valeur d'entreprise	1 642 922,96
Cash	35 896,00
Debt	226 591,00
Valeur de marché	1 452 227,96
Diluted Shares Outstanding (in thousands)	59 944,75
Implied Share Price in €	24,23

Implied Share Price in € (DCF)	19,62
Final price	20,54

Share price 26/07/2023 :	14,10
--------------------------	-------

12. Bibliographie

Accenture. (2021). *The Impact of 5G on the European Economy*.

https://www.accenture.com/_acnmedia/PDF-144/Accenture-5G-WP-EU-Feb26.pdf, consulté le 27/05/2023.

Articles 5 à 8 de la loi du 13 juin 2005. En ligne

<http://www.ejustice.just.fgov.be/eli/loi/2005/06/13/2005011238/justel>, consulté le 11/12/2022.

Bayle, E., & Schwartz, M. S. (2005b). *A quoi servent les analystes financiers ?* Revue d'économie financière, 81(4), 211-235. <https://doi.org/10.3406/ecofi.2005.4020>

Bourguignon, G. (2022). *L'arrivée d'un 4ème opérateur 4G/5G et la fin de la 2G/3G en Belgique*. Astel. https://www.astel.be/info/l-arrivee-d-un-4eme-operateur-4g-5g-et-la-fin-de-la-2g-3g-en-belgique_4884, consulté le 29/05/2023.

Belleflamme P. (2021). *Industrial Organization*. UCLouvain. Louvain-la-Neuve.

Berg, F., Heeb, F., & Kölbel, J. F. (2022b). *The economic impact of ESG ratings*. Social Science Research Network. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4088545>

Boursorama. (2016). *Quels sont les avantages et les inconvénients d'une introduction en Bourse ?* Boursorama. <https://www.boursorama.com/bourse/actualites/quels-sont-les-avantages-et-les-inconvenients-d-une-introduction-en-bourse-9590fc7d33e7d575d143f3b996f1135b>

Capital Com SV Investments Limited. (2018). *Squeeze-out*. Capital Com SV Investments Limited. <https://capital.com/squeeze-out-definition>

Cherif, M. (2021). *Fiches de valorisation des entreprises : Rappels de cours et exercices corrigés*.

Comunica. (s.d.). *Wholesale*. En ligne <https://www.comunica-sa.ch/fr/vente-en-gros.php>, consulté le 11/12/2022.

Comprendre le marché des télécoms en Belgique. (2022). CallMePower. <https://callmepower.be/fr/telecom/guides/comprendre>, consulté le 12/12/2022.

Dimson, E., Karakas, O., Li, X. (2012). *Activism in corporate social responsibility*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2024189>

DPG Media Privacy Gate. (s.d.). <https://www.hln.be/geld/orange-belgium-vangt-vertrek-van-mobile-vikings-op~a0861847/?referrer=https%3A%2F%2Fwww.google.com%2F>, consulté le 11/03/2023.

Edmans, A. (2011). *Does the stock market fully value intangibles? Employee satisfaction and equity prices*. *Journal of Financial Economics*, 101(3), 621-640. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.03.021>

Eurostat. (2020). *How communication prices vary across the EU*. En ligne <https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-eurostat-news/-/ddn-20201221-1>, consulté le 12/12/2022.

Fatemi, A. M., Glaum, M., & Kaiser, S. (2018). *ESG Performance and Firm Value : The Moderating role of Disclosure*. *Global Finance Journal*, 38, 45-64. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2017.03.001>

Hattingh, D. (2022). *L'avenir de l'industrie des télécommunications : l'agilité est essentielle*. Adapt IT Telecoms. <https://telecoms.adaptit.tech/fr/blog/the-future-of-the-telecommunication-industry/>, consulté le 12/03/2023.

IBPT. (2022). *Carte de couverture du signal mobile fournies par les opérateurs*. En ligne <https://www.bipt-data.be/fr/projects/atlas/mobile>, consulté le 12/12/2022.

IBPT. (2022). *Comparaison des tarifs des services de télécommunication en Belgique*.
https://www.ibpt.be/file/cc73d96153bbd5448a56f19d925d05b1379c7f21/027e88f9ced630da5ee2f9c4bef39f71fcc66ed9/communication_resultats_comparaison_tarifs_services_telecommunication_belgique_q3_2022.pdf, consulté le 03/06/2023.

IBPT publie son étude comparative des prix à l'échelle nationale pour 2021 | IBPT. (2021).
https://www.ibpt.be/file/cc73d96153bbd5448a56f19d925d05b1379c7f21/c9f89d043c87a58848990be6f9f66c4c146a4038/cp_enquete_nationale_sur_les-prix_2022-02-15.pdf, consulté le 11/12/2022.

Indice des prix à la consommation | Statbel. (s.d.). <https://statbel.fgov.be/fr/themes/prix-la-consommation/indice-des-prix-la-consommation>, consulté le 13/03/2023.

Inflation et indexation des salaires : quel impact sur votre budget ? (s.d.).
<https://www.ucm.be/actualites/inflation-et-indexation-des-salaires-quel-impact-sur-votre-budget>, consulté le 13/03/2023.

J.P. Morgan (2023). *Orange's CMD lends credibility to our "peak" industry capex thesis*.
Extract from Bloomberg 09/04/2023.

Karott. (2019). *Les belges et le digital : Tous les chiffres à savoir*.
<https://www.karott.be/belges-digital-chiffres-a-savoir/>, consulté le 13/12/2022.

La durabilité du marché belge des télécoms sous la loupe. (2022).
Agoria. <https://www.agoria.be/fr/societe/sustainability/la-durabilite-du-marche-belge-des-telecoms-sous-la-loupe>, consulté le 12/03/2023.

Luminus (2023). *Pourquoi les prix de l'énergie sont-ils aussi volatils ? - Lumiworld*.
Lumiworld. <https://lumiworld.luminus.be/fr/up-to-date-fr/pourquoi-les-prix-de-lenergie-augmentent-ils-encore/>, consulté le 14/03/2023.

Marsac, A. (2023). *Face à l'inflation et l'index des salaires, Orange prévoit une année difficile mais se montre confiant*. La Libre.be. <https://www.lalibre.be/economie/entreprises-startup/2023/02/10/xavier-pichon-orange-notre-partenariat-avec-telenet-est-un-embryon-de->

[lambition-que-nous-avons-LCPHEEGRQBGEELLYF6XTVBW2PN4/](https://www.orange.be/fr/actualites/news/lambition-que-nous-avons-LCPHEEGRQBGEELLYF6XTVBW2PN4/), consulté le 14/03/2023.

Missions | IBPT. (s.d.). <https://www.ibpt.be/consommateurs/missions>, consulté le 12/12/2022

Newsroom Orange Groupe. (2023). *Orange Belgium et Telenet signent deux accords commerciaux de vente en gros donnant accès à leurs réseaux respectifs hybride fibre-coaxial et fibre optique jusqu'au domicile*. <https://newsroom.orange.com/orange-belgium-et-telenet-signent-deux-accords-commerciaux-de-vente-en-gros-donnant-acces-a-leurs-reseaux-respectifs-hybride-fibre-coaxial-et-fibre-optique-jusquau-domicile/>, consulté le 16/06/2023.

Offre publique d'acquisition volontaire et conditionnelle de Liberty Global Belgium Holding B.V. sur Telenet Group Holding SA. (2023). FSMA. <https://www.fsma.be/fr/news/offre-publique-dacquisition-volontaire-et-conditionnelle-de-liberty-global-belgium-holding-bv>, consulté le 12/06/2023.

Orange : annonce des résultats définitifs de l'offre publique d'acquisition sur Orange Belgium. (s.d.). <https://www.boursier.com/actions/actualites/news/orange-annonce-des-resultats-definitifs-de-l-offre-publique-d-acquisition-sur-orange-belgium-849134.html>, consulté le 06/06/2023.

ORANGE BELGIUM € 14,08 | Euronext Live cours de bourse. (s.d.). <https://live.euronext.com/en/product/equities/BE0003735496-XBRU>, consulté le 26/07/2023.

Orange Belgium a obtenu la quantité maximale de spectre 5G disponible. (2022). Orange Belgium. <https://corporate.orange.be/fr/news-medias/orange-belgium-obtenu-la-quantit%C3%A9-maximale-de-spectre-5g-disponible-lors-de-la-vente-aux>, consulté le 12/03/2023.

Orange avis : ce que pensent les clients de l'opérateur. (2022). Callmepower.be. <https://callmepower.be/fr/telecom/fournisseurs/orange/avis>, consulté le 12/12/2022.

Orange business. (2022). *Orange, une valeur sûre sur le marché B2B*. En ligne <https://business.orange.be/fr/decouvrir/nouvelles/orange-une-valeur-sûre-sur-le-marché-b2b>, consulté le 10/12/2022.

Orange : nouvelles spéculations autour d'Orange Belgium. (s.d.). Boursier.com.

<https://www.boursier.com/actions/actualites/rumeurs/orange-nouvelles-speculations-autour-d-orange-belgium-898591.html#:~:text=Orange%20avait%20d%C3%A9j%C3%A0%20tent%C3%A9%20de,donec%20%C3%Aatre%20consid%C3%A9%C3%A9es%20avec%20pr%C3%A9caution>, consulté le 10/06/2023.

Petitjean M. (2023). *Firm Valuation*. UCLouvain - FUCaM. Mons, Belgique.

Pinto, J. E., Henry, E., Robinson, T. R., Stowe, J. D., & Wilcox, S. E. (2015). *Equity Asset Valuation*. Wiley.

Qui sommes-nous ? (2021). Orange Belgium. <https://corporate.orange.be/fr/propos-dorange/qui-sommes-nous>, consulté le 11/12/2022.

Rachat de VOO par Orange : réponses officielles aux questions. (s.d.). VOO.be. <https://www.voo.be/fr/news/rachat-voo-orange-questions-reponses>, consulté le 12/12/2022.

Rapport annuel. (2022). Orange Belgium. <https://corporate.orange.be/fr/informations-financi%C3%A8res/rapport-annuel>, consulté le 11/12/2022.

Rapport annuel. (2021). VOO S.A. https://www.csa.be/wp-content/uploads/financial_files/62fb8e05e29f9-Bilan-annuel-Voo-2021-BNB.pdf, consulté le 02/06/2022.

Situation du marché des communications électroniques et de la télévision (2021) | IBPT (s.d.). <https://www.ibpt.be/consommateurs/publication/situation-du-marche-des-communications-electroniques-et-de-la-television-2021>, consulté le 11/12/2022.

Statista. (s.d.). *Communication Services - Belgium | Statista Market Forecast.* <https://www.statista.com/outlook/tmo/communication-services/belgium>, consulté le 21/05/2023.

Study on the financial and environmental impact of 5G and a fourth mobile network operator in Belgium. (2021).

https://www.ibpt.be/file/cc73d96153bbd5448a56f19d925d05b1379c7f21/900b79eb0bc7e325f082551c6bf73371c9d5bf3b/axon_final_report_on_5g_and_4_mno_impacts_2021-04-30.pdf,

consulté le 24/05/2023.

Télécommunications en Belgique. (s.d.). DonnéesMondiales.com.

<https://www.donneesmondiales.com/europe/belgique/telecommunication.php>, consulté le 12/03/2023.

Tendances, T. (2022). Qui est Providence, le fonds américain qui veut racheter VOO ? *Trends-Tendances.* <https://trends.levif.be/a-la-une/qui-est-providence-le-fonds-americain-qui-veut-racheter-vo0-2/> , consulté le 22/06/2023.

The complete toolbox for investors | Finbox.com. (s. d.).

https://finbox.com/ENXTBR:OBEL/explorer/ev_to_ebitda_ltm/, consulté le 05/07/2023.

TradingView. (s.d.). OBEL stock price and Chart — EURONEXT : OBEL — TradingView.

<https://www.tradingview.com/symbols/EURONEXT-OBEL/>

TradingView. (s.d.). OTE stock Price and Chart — FWB : OTE — TradingView.

<https://www.tradingview.com/symbols/FWB-OTE/>

TradingView. (s.d.). 0NUG stock price and Chart — LSE : 0NUG — TradingView.

<https://www.tradingview.com/symbols/LSE-0NUG/>

TradingView. (s.d.). SWJ Stock Price and Chart — BER : SWJ — TradingView.

<https://www.tradingview.com/symbols/BER-SWJ/>

TradingView. (s.d.). 0NKL stock price and Chart — LSIN : 0NKL — TradingView.

<https://www.tradingview.com/symbols/LSIN-0NKL/>

Zone bourse. (2022). *Orange Belgium S.A. (OBEL) : Actionnaires Dirigeants et profil société*.
En ligne <https://www.zonebourse.com/cours/action/ORANGE-BELGIUM-S-A-5954/societe/>,
consulté le 10/12/2022.

5G | IBPT. (s.d.). <https://www.ibpt.be/consommateurs/5g>, consulté le 27/05/2023.