



# L'essentiel du CCUES

Partager ce que nous avons compris

## Expertise des comptes 2014 de l'entreprise

30 juin et 1er juillet 2015

### ■ Expertise des comptes 2014 de l'entreprise présentation du volet économique

Rapport APEX sur l'exercice 2014

#### PRINCIPALES CONCLUSIONS

**1. Entre 2013 et 2014, le chiffre d'affaires passe sous la barre des quarante milliards d'euros.** Un tiers de cette diminution provient de variations de change et de périmètre, et les deux tiers restants sont à base comparable (organiques).

A base comparable, la diminution du chiffre d'affaires ralentit pour la première fois depuis quatre ans. Ce ralentissement se retrouve aussi bien au niveau des effets de la réglementation que de l'activité hors réglementation.

Si les segments France, Espagne, Entreprise et Pologne sont en baisse, la France concentre la grande majorité de la baisse du chiffre d'affaires. Le Reste du monde est stable. Seul le segment OI & SP affiche une légère croissance.

**2. La baisse du chiffre d'affaires de la France** provient principalement de la diminution des prix dans les services mobiles et, dans une moindre mesure, de la téléphonie fixe historique grand public.

**L'Espagne** est particulièrement affectée au niveau des services mobiles. Le rapprochement en l'état de Jazztel et d'Orange conforterait la place de numéro deux d'Orange dans l'Internet haut débit, derrière Telefonica.

**En Pologne**, les services fixes et mobiles sont touchés.

La zone Reste du monde demeure globalement stable, avec une sensible décroissance de la Belgique, compensée par l'Afrique et le Moyen-Orient.

**Le segment Entreprise** est toujours en recul, avec des relais de croissances qui ne compensent pas la baisse du chiffre d'affaires des activités matures.

**Le chiffre d'affaires externe du segment OI & SP** est en progression, notamment grâce à la progression de Dailymotion.

**3. L'EBITDA se contracte sensiblement**, mais moins que le chiffre d'affaires. D'autres facteurs contribuent à la baisse de l'EBITDA : l'indemnité transactionnelle mettant fin à plusieurs litiges avec Bouygues Telecom et l'augmentation des coûts de restructuration du parc immobilier.

Cependant, d'autres éléments ont partiellement compensé l'érosion de l'EBITDA. Il s'agit principalement d'économies relatives aux achats et aux versements aux opérateurs, de charges de publicité et de promotion et de la progression du résultat de cession, essentiellement grâce à Orange Dominicana.

OI&SP enregistre la plus forte baisse d'EBITDA parmi les segments opérationnels, car le règlement du litige avec Bouygues Telecom et les charges de restructuration du patrimoine immobilier sont affectés à ce segment. Les segments France, Entreprises et Espagne voient également leur EBITDA reculer. Le Reste du monde est relativement stable et la Pologne présente une progression.

**4. La baisse des effectifs en équivalents temps pleins se poursuit en 2014**, la France étant le secteur le plus affecté par cette diminution. La diminution des salaires et traitements traduit ce recul. Toutefois, dans l'ensemble, les charges de personnel restent stables sur l'année.

**5. Les CAPEX restent globalement stables en 2014.** L'achèvement du programme de renouvellement RAN et, dans une moindre mesure, celui d'un programme d'investissement en Pologne, ont rendu possibles des efforts accrus dans le haut-débit : principalement en Europe et notamment en France, et dans les réseaux mobiles d'Afrique et du Moyen-Orient.

**6. Orange a réalisé une importante émission de dette hybride** en 2014. Le nominal a été comptabilisé dans les capitaux propres, et le service de la dette sera déduit des capitaux propres. Ce statut hybride permet aussi de ne pas prendre en compte cette dette dans le calcul de l'endettement net. En 2014, le ratio endettement net/EBITDA se réduit légèrement sans pour autant atteindre la cible visée par le groupe.

**7. Malgré la contraction de l'EBITDA, les flux de trésorerie générés par l'activité ont progressé.** En effet, 2014 ne supporte plus le coût du litige fiscal réglé en 2013.

En outre, les flux de trésorerie d'investissement ont légèrement progressé. La sortie de cash pour placer la moitié du montant de l'offre Jazztel a été partiellement compensée par l'encaissement de produits de cession (essentiellement Orange Dominicana).

L'apparente stabilité du solde des flux de trésorerie de financement recouvre du désendettement, l'émission de dette hybride et les versements de dividendes.

Le nantissement de l'autre moitié de l'offre Jazztel est comptabilisé à part, de sorte que, dans l'ensemble, toutes ces opérations se sont traduites par une augmentation de la trésorerie disponible.

**8. Parmi les opérateurs européens, Vodafone et Deutsche Telekom se détachent du groupe.** Eux seuls affichent en effet une progression de leur chiffre d'affaires et de leur EBITDA en 2014, tendance qui devrait se poursuivre en 2015. De bonnes performances en Afrique et au Moyen-Orient pour Vodafone, et aux Etats-Unis pour Deutsche Telekom, couplées à une politique de croissance externe, leur ont permis de compenser les difficultés rencontrées sur un marché européen morose.

Ces deux acteurs lancent également un défi de taille aux autres opérateurs : leurs CAPEX ont en effet progressé alors que ceux des concurrents sont restés stables ou ont reculé. La cession de Verizon Wireless fin 2013, permet à Vodafone de réaliser des investissements réseaux considérables (projet Spring), en particulier en Europe et dans les marchés émergents. Ceci lui confère un avantage concurrentiel déterminant.

**9. Initiées par la dégradation des marges dans le secteur, les opérations de concentration continuent en Europe.** Elles marquent également la fin de la spécialisation au Royaume-Uni où British Telecom, spécialisé dans le fixe, a acquis EE, tandis que Vodafone poursuit sa stratégie d'acquisitions de câblo-opérateurs, en vue de proposer des services de plus en plus convergents. Un potentiel rapprochement entre Vodafone et Liberty Global (1er câblo-opérateur européen), pourrait renforcer cette convergence et consoliderait la position des deux acteurs au Royaume-Uni, aux Pays-Bas et en Allemagne.

**10. En France, l'équilibre à quatre acteurs demeure instable.** SFR-Numéricable pourrait être à l'origine d'un nouveau mouvement de consolidation, malgré son ratio d'endettement plus élevé que la moyenne. Bénéficiant de la faiblesse des taux d'intérêt, le groupe a financé ses acquisitions successives par endettement. Toutefois, l'avenir de SFR-Numéricable apparaît positif avec des prévisions de croissance de chiffre d'affaires et d'EBITDA pour 2015. Son plan drastique de rationalisation des coûts, destiné à générer des centaines de millions d'euros d'économies en 2015, pourrait lui donner des marges de manœuvre financières pour d'autres rachats. Enfin, l'absence de dividendes devrait l'aider à gérer plus aisément son endettement.

#### FOCUS :

#### **Dettes hybrides : de l'ingénierie financière comme illustration des tensions sur l'endettement**

Début 2014, Standard&Poor's a mis la note de crédit d'Orange sous surveillance négative !

- Le ratio dette / Ebitda est en jeu
  - Les obligations hybrides permettent de baisser le niveau de la dette. Selon les normes IFRS, elles peuvent être traitées comme des fonds propres. Les agences de notation affectent 50% de la dette hybride à l'endettement
  - Orange a ainsi émis 5,7 Md€ d'obligations hybrides en 2014
  - La contrepartie, Orange accepte un renchérissement du coût marginal de l'endettement, au moment où les taux étaient très bas

#### **Orange crée une nouvelle catégorie d'ayants-droit à la rémunération des fonds propres**

- Les coupons versés aux créanciers sur la dette hybride seront directement prélevés sur les fonds propres, sans transiter par le compte de résultat ni qu'il ne soit besoin, comme pour les dividendes, d'une décision souveraine de l'Assemblée générale.
- Ainsi la rémunération sur les fonds propres s'enrichit-elle d'une nouvelle catégorie. On aura désormais trois composantes :
  - Dividendes (1,8 Md€ en 2014)
  - Intérêts minoritaires (294 M€ en 2014)
  - Coupon sur dette hybride (≈ 300 M€ en 2015)

- La direction d'Orange admet qu'il ne s'agit pas d'un bon produit tout le temps. La dette hybride reflète surtout la tension sur le financement préalable à son lancement (baisse de l'Ebitda, décaissement du redressement fiscal de 2,1 Md€, risque sur la notation, interrogations sur une augmentation du capital...)

#### CONCLUSION

#### **Orange : un modèle sous tension, avec des revendications fortes sur la trésorerie du Groupe**

- Avec une dérégulation mal maîtrisée qui a détruit de la valeur dans le secteur et des milliers d'emplois dans la filière, Orange doit faire face à des revendications de plus en plus fortes sur son cash
  - Les choix d'externalisation conduisent à une augmentation progressive des consommations intermédiaires, alors que la part des frais de personnel ne cesse de se réduire
  - Les dividendes des trois dernières années sont supérieurs au résultat et absorbent la quasi-totalité du cash opérationnel après investissements
  - La dette hybride va créer en 2015 une troisième tranche de rémunération les fonds propres
- Le redémarrage timide des investissements est un bon signe. Il convient de l'amplifier, quitte à exiger le respect de la règle du jeu préalablement définie entre Orange et SFR quant au plan de déploiement du très haut débit
- Les deux autres opérateurs (Altice et Iliad) présentent un contraste saisissant avec Orange :

**Voilà un secteur dans lequel la régulation permet de créer en quelques années deux des plus grosses fortunes privées françaises, sans que leurs groupes ne soient soumis, comme Orange, à la contrainte de verser des dividendes**

#### Nos commentaires :

Pour la CFE-CGC, on ne peut qu'être inquiet d'une politique financière qui continue d'épuiser les ressources de notre entreprise, au détriment de ses capacités à faire face aux nombreux défis qu'elle doit affronter.

L'avenir immédiat par rapport à un ou des prédateurs en passe de vouloir dévorer le secteur ne peut passer que par une limitation du dividende ou de son versement en cash, de façon à ce que l'entreprise puisse retrouver une agilité financière qu'elle ne cesse par ailleurs d'ériger en valeur absolue. Il appartient à nos dirigeants d'œuvrer en ce sens auprès de notre actionnaire principal, l'Etat, pour que ce dernier comprenne enfin qu'à se préoccuper uniquement du court terme et d'engranger année après année peu ou prou son petit Md€ de dividendes, il risque tout bonnement, et ça peut aller assez vite, de tuer cette vache à lait qui s'appelle Orange.

#### Vos correspondants CFE-CGC

**Georges Beauvais** (SCE),  
**Maxence d'Epemessnil** (IMTW),  
**Noël Fayeaux** (DO Centre Est),  
**Frédérique Limido-Milesi** (Fonctions Support Finances),  
**Franca Lostys** (Orange France Siège),  
**Eric Picot** (DO Normandie Centre),  
**Elisabeth Rivier** (DO Ile de France),  
**Christian Simon** (DTSI),  
**Philippe Vidal** (Représentant Syndical)