



Dateline City: Londen

12 april 2021

Contact: ir@polygoninv.com

Bron: Polygon Global Partners LLP

Reactie van Polygon op het verslag van de financieel expert inzake Orange Belgium

Polygon Global Partners LLP is de vermogensbeheerder van het Polygon European Equity Opportunity Master Fund en bepaalde klantenrekeningen die gezamenlijk 5,29% van het totale aandelenkapitaal van Orange Belgium (Ticker: OBEL) houden.

Zoals aangegeven in de Open Brief van 7 december 2020 aan de Raad van Bestuur van Orange Belgium en het persbericht van 1 februari 2021, gelooft Polygon dat het bod van Orange SA van €22 per aandeel een aanzienlijke onderwaardering is van Orange Belgium op een standalone basis.

Degroof Petercam (DP) heeft onlangs als onafhankelijk financieel expert in opdracht van de onafhankelijke bestuurders van Orange Belgium een verslag opgesteld, waarin, in tegenstelling, wordt geconcludeerd dat het bod van €22 per aandeel de belangen van de minderheidsaandeelhouders niet miskent. Polygon heeft dit verslag geëvalueerd en is van mening dat in de analyse van DP bepaalde aannames onvoldoende worden verklaard of gerechtvaardigd en conclusies worden getrokken die volgens Polygon niet logischerwijs volgen uit een redelijke analyse. Het belangrijkste punt is dat, zoals hieronder nader wordt besproken, DP geen enkele waarde toekent aan het aanzienlijke zendmastenportfolio van Orange Belgium, wat volgens Polygon geen correcte weergave is van de economische realiteit.

Het verslag lijkt de verwachte groei van Orange Belgium te bagatelliseren

Het was opmerkelijk dat in het DP verslag het bedrijfsplan van Orange Belgium voor het eerst openbaar werd gemaakt. Dit plan, dat loopt tot en met het boekjaar 2024, is volgens Polygon aanzienlijk optimistischer dan de gepubliceerde analistenconsensus. In een onderzoeksnota voor beleggers heeft ING Bank recent het bedrijfsplan van Orange Belgium voor 2021-2024 becommentarieerd: *“Het is sterk ondersteunend op het niveau van omzet, EBITDA en economische investeringsuitgaven (e-capex). Deze schattingen zijn, ondanks het verlies van Mobile Vikings, ruim boven de consensuscijfers en onze schattingen. De EBITDA van het management voor het boekjaar 2024 bedraagt €391 miljoen, 6,7% boven onze schatting van €366 miljoen. De e-capex van het management voor boekjaar 2024 is €188 miljoen, dicht bij onze €186 miljoen. Dit betekent dat het management uitkomt op een operationele vrije cashflow van €202 miljoen voor boekjaar 2024, +12% hoger dan onze schatting van €181 miljoen (!)...”*.

Ondanks de positieve beoordeling van het management van de bedrijfsactiviteiten, gebruikt DP volgens Polygon te agressieve capex assumpties voor de activiteiten na 2024 (naar verluidt omwille van de noodzakelijke investeringen in "Fiber to the Home" (FTTH, glasvezelverbindingen tot aan de woning)). Bovendien geeft DP zonder verdere verklaring



aan dat deze investeringen geen enkel rendement zullen opleveren - noch omzetgroei noch EBITDA-margeverbetering. Na 2024 geeft het model van DP aan dat de groei van de verkoopcijfers naar 0,25% per jaar daalt in perpetuum, significant lager dan de Belgische langetermijninflatie van 1,25%. Anders gezegd, lijkt DP aan te nemen dat na 2024 de aanzienlijke investeringen van het management in FTTH eenvoudigweg zullen resulteren in stilstand: geen groter marktaandeel, geen groei van de gemiddelde opbrengst per gebruiker (ARPU), geen convergentiewinst, geen margeverbetering door het verhuizen van klanten naar de eigen infrastructuur en geen groothandelsinkomsten uit FTTH.

De aanname van DP dat het marktaandeel van Orange Belgium niet zal stijgen, lijkt in duidelijke tegenspraak met de verklaringen van Xavier Pichon, de nieuwe CEO van het bedrijf, die eind 2020 in de Belgische pers aangaf dat hij zich voor de komende jaren richt op een marktaandeel van 25% voor breedband (tegenover 7,2% in 2020). Analisten verwachten over het algemeen ook dat Orange Belgium op middellange termijn zijn marktaandeel zal vergroten. De verwachting van ING is bijvoorbeeld dat Orange Belgium in 2025 een marktaandeel van 11% zal bereiken. Waarom zou DP dan ogenschijnlijk geen rekening houden met verdere groei na 2024?

Het rapport lijkt de verwachte kosten van Orange Belgium te overschatten

DP gaat naar Polygon's mening ook uit van onrealistisch hoge toekomstige kosten voor spectrumaankopen. DP gaat er bijvoorbeeld van uit dat de kosten voor Orange Belgium voor de 5G-spectrumveiling €280 miljoen zullen bedragen. Deze aanname staat in tegenstelling tot de gemiddelde kosten per operator van €150 miljoen bij de 3G-veiling in 2001 en de gemiddelde kosten per operator van €120 miljoen bij de 4G-veiling van 2013. DP gaat er ook van uit dat dit bedrag van €280 miljoen in een keer zal moeten betaald worden (ondanks het feit dat de Belgische overheid doorgaans toestaat de spectrumbetalingen over de looptijd van het spectrum te spreiden). Daarnaast gaat DP er ook van uit dat deze kosten elke acht jaar terugkeren – dat wil zeggen dat Orange Belgium €36 miljoen per jaar uitgeeft aan spectrum, vermoedelijk in perpetuum. Ten slotte, gaat DP ervan uit dat deze jaarlijkse uitgaven in 2027 beginnen, amper vijf jaar na de eerste veiling.

Polygon vindt het verrassend dat DP blijkbaar niet verwacht dat dit nieuwe spectrum omzetgroei of margeverbetering oplevert. We geloven dat dit een onrealistische en te pessimistische visie op het Europese telecomlandschap is, die volgens ons niet gedeeld wordt door analisten in hun gepubliceerde research over Europese telecombedrijven. DP heeft volgens ons deze spectrumbetalingen in feite behandeld als een jaarlijkse "belasting" op de bedrijfsactiviteiten.

Het zendmastenportfolio van Orange Belgium — de verloren Picasso?

Het is bijzonder opvallend dat DP in zijn analyse geen enkele waarde toekent aan het zendmastenportfolio van Orange Belgium, essentiële infrastructuuractiva op de balans die kunnen worden verkocht. DP baseert deze theorie (of zo lijkt het toch) dat de zendmasten op dit moment niet te koop zijn en dat Orange Belgium deze daarom niet zal inbrengen in het zendmastenvehikel (TOTEM) dat in februari van dit jaar door Orange SA werd aangekondigd. DP stelt verder dat zelfs als de zendmasten worden ingebracht in TOTEM, dit geen waarde zou creëren die dient te worden uitgekeerd aan de minderheidsaandeelhouders.



Polygon is verbijsterd over het argument dat een asset geen waarde heeft omdat de mogelijke eigenaar niet van plan is om het te verkopen. Wij vergelijken het zendmastenportfolio met een waardevolle Picasso. Als een buurman aanbiedt je huis met inboedel te kopen, inclusief de Picasso, zou je dan akkoord gaan om de waarde van de Picasso buiten beschouwing laten, alleen omdat de koper zegt geen plannen te hebben om het kunstwerk te verkopen? Dat zou absurd zijn. Maar als het overnamebod van Orange SA succesvol zou zijn aan de huidige prijs, dan zouden de aandeelhouders van Orange Belgium die op het bod ingaan, de waarde van de 'Picasso' van het bedrijf verliezen.

En het is een Picasso die Orange SA volgens Polygon in het bijzonder begeert. Orange SA heeft specifiek het argument van waardecreatie gebruikt voor het onderbrengen van al haar Franse en Spaanse zendmasten in TOTEM. Zendmastbedrijven worden momenteel verhandeld tegen een koers van 15 tot 20 keer EV/EBITDA. DP waardeert Orange Belgium daarentegen slechts op 5 keer EV/EBITDA (wat volgens Polygon al een aanzienlijke korting is in vergelijking met soortgelijke Europese bedrijven, zelfs wanneer geen rekening wordt gehouden met een overnamepremie die betaald wordt om het bedrijf van de beurs te halen).

Polygon schat dat de waarde van de 'Picasso' meer dan €8 per aandeel zou kunnen zijn.

Investeringsbank Ondra bevestigt de analyse van Polygon

Zoals aangegeven in haar persbericht van 17 februari 2021 heeft Polygon investeringsbank Ondra aangesteld als financieel adviseur in verband met het overnamebod van Orange SA, en heeft Ondra een waarderingsverslag opgesteld voor Polygon dat de aandelen van Orange Belgium op standalone basis waardeert tussen €32 en €36 per aandeel. Deze waarde zou zelfs kunnen oplopen tot €45 per aandeel als het zendmastenportfolio geheel of gedeeltelijk te gelde wordt gemaakt. Ondra heeft sindsdien een aanvulling opgesteld om de gebruikte methodologie voor het waarderen van de 5G-licentie te verklaren. Ook heeft Ondra onlangs een analyse van het DP-verslag gemaakt, waarin rekening wordt gehouden met het bedrijfsplan van Orange Belgium voor 2021-2024. Deze documenten zijn beschikbaar op <https://www.polygoninv.com/eventdrivenpressreleases/>. Kopieën van deze documenten werden ook naar de Raad van Bestuur van Orange Belgium verzonden.

Hoewel de analyse van Polygon nu is aangepast om rekening te houden met het bedrijfsplan van Orange Belgium tot en met 2024, blijft Polygon van mening dat Orange Belgium meer dan €40 per aandeel waard is en dat het bod van Orange SA van €22 per aandeel bespottelijk is.

Gelet op het bovenstaande is Polygon op dit moment niet van plan om op het bod in te gaan en gelooft Polygon dat andere aandeelhouders op dezelfde wijze de verkoop van hun aandelen zullen afwijzen, tenzij en totdat een eerlijk bod wordt gedaan.

Polygon Global Partners LLP
4 Sloane Terrace
London SW1X 9DQ
United Kingdom

T +44 20 7901 8300
F +44 20 7901 8301

www.polygoninv.com



POLYGON

Over Polygon:

Polygon is een mondiale private investeringsmaatschappij die in 2002 is opgericht en ongeveer \$1,6 miljard beheert in verschillende activacategorieën en bedrijven. Zijn beleggingscapaciteit wordt ondersteund door een robuuste operationele en risico-infrastructuur. Polygon is een onderdeel van het platform voor alternatief vermogensbeheer, TFG Asset Management, van Tetragon Financial Group Limited.

Dit persbericht is uitsluitend uitgegeven ter informatie en vormt geen beleggingsadvies. Aandeelhouders van Orange Belgium dienen zelf advies in te winnen met betrekking tot het overnamebod van Orange SA. De informatie in dit persbericht dient niet te worden gezien als een aanwijzing dat cliënten van Polygon die momenteel posities aanhouden in Orange Belgium, deze posities gedurende een bepaalde periode zullen uitbreiden of behouden. Polygon behoudt zich te allen tijde het recht voor om de posities van zijn cliënten in Orange Belgium uit te breiden of te reduceren.

Neem voor meer informatie contact op met:

Polygon:

Investor Relations
ir@polygoninv.com

Press Inquiries:

Prosek Partners
Pro-tetragon@prosek.com

de Verenigde Staten van Amerika
Andy Merrill and Ryan FitzGibbon
+1 212 279 3115 toest. 216 en 234

Verenigd Koninkrijk
Harriet Sloane
+44 (0) 7771 810 803