

Ville de parution : Londres

12 avril 2021

Contact : ir@polygoninv.com

Source : Polygon Global Partners LLP

Réponse de Polygon au rapport de l'expert financier d'Orange Belgium

La société Polygon Global Partners LLP assure la gestion du fonds Polygon European Equity Opportunity Master Fund et de certains comptes de clients détenant collectivement 5,29 % de l'ensemble du capital social d'Orange Belgium (symbole boursier : OBEL).

Comme indiqué dans sa lettre ouverte au conseil d'administration d'Orange Belgium du 7 décembre 2020 et dans son communiqué public du 1^{er} février 2021, Polygon estime que l'offre de prix de 22 € par action formulée par Orange SA revient à sous-évaluer substantiellement la société Orange Belgium sur une base stand-alone.

Degroof Petercam (DP) a récemment établi un rapport d'expertise financière indépendant à la demande des administrateurs indépendants d'Orange Belgium qui conclut au contraire que l'offre de 22 € par action ne méconnaît pas les intérêts des actionnaires minoritaires. Polygon a étudié ce rapport et estime que l'analyse de DP n'explique et ne justifie pas suffisamment certaines hypothèses de travail et parvient à des conclusions qui, de l'avis de Polygon, ne résultent pas logiquement d'une analyse raisonnable. Plus important encore, comme cela est exposé en détail ci-après, DP n'attribue absolument aucune valeur au portefeuille de tours de télécommunication d'Orange Belgium, qui est pourtant substantiel, et donc, de l'avis de Polygon, ne tient pas compte de la réalité de la situation économique.

Le rapport minimise la croissance attendue d'Orange Belgium

Il est important de souligner que le rapport de DP a pour la première fois rendu public le business plan d'Orange Belgium, qui de l'avis de Polygon est nettement plus optimiste que les chiffres consensuels publiés par les analystes, et qui s'étend jusqu'à l'exercice 2024. Dans une note de recherche envoyée aux investisseurs, ING Bank a récemment commenté le business plan d'Orange Belgium pour la période 2021-2024 en ces termes : « *[Ce business plan] est très optimiste du point de vue du chiffre d'affaires, des niveaux de l'EBITDA et des e-capex. Même si l'on considère la perte de Mobile Vikings, ces estimations sont nettement supérieures à celles qui font consensus et à nos propres estimations. L'EBITDA prévisionnel établi par la direction pour 2024 se situe à 391 M€, soit à un niveau supérieur de 6,7 % à notre estimation, qui est de 366 M€. L'e-capex prévisionnel indiqué par la direction pour 2024 est de 188 M€, chiffre proche de notre estimation à 186 M€. Autrement dit, le flux de trésorerie disponible provenant des activités d'exploitation qu'avance la direction est de 202 M€, chiffre supérieur de plus de 12 % à notre estimation, qui est de 181 M€ (!)... ».*

Malgré l'évaluation optimiste de l'activité donnée par la direction, DP s'appuie sur ce que Polygon considère comme des hypothèses de travail exagérément agressives, concernant les capex, pour les activités post-2024 (prétendument pour tenir compte du besoin d'investir dans la FTTH (la fibre optique jusqu'au domicile)). En outre, DP indique sans donner



d'explications que ces investissements auront un taux de rendement nul - aucune augmentation du chiffre d'affaires, ni aucune amélioration de la marge EBITDA. Post-2024, le modèle de DP indique que l'augmentation des ventes ne sera que de 0,25 % à perpétuité, niveau nettement inférieur au taux de l'inflation à long terme de la Belgique, qui est de 1,25 %. Autrement dit, DP présume qu'après 2024 les investissements massifs de la direction dans la FTTH ne produiront aucun changement – aucun gain de part de marché, aucune augmentation du revenu moyen par abonné (ARPU), aucun gain de convergence, aucune amélioration de la marge par suite de l'orientation des clients vers la propre infrastructure d'Orange Belgium, ni aucune recette sur les tarifs de gros de la FTTH.

L'hypothèse suivie par DP selon laquelle Orange Belgium ne gagnera aucune part de marché offre un contraste saisissant avec les déclarations de Xavier Pichon – le nouveau CEO de la société – qui dans des entretiens accordés à la presse belge à la fin de 2020 indiquait qu'il visait 25 % de part de marché sur le haut débit sur les prochaines années (contre 7,2 % en 2020). Les analystes estiment dans l'ensemble qu'Orange Belgium va augmenter sa part de marché à moyen terme. ING, par exemple, s'attend à ce que Orange Belgium atteigne 11 % de parts de marché d'ici 2025. Dès lors, pourquoi DP ne semble tenir compte aucun compte d'une croissance supplémentaire au-delà de 2024 ?

Le rapport surestime les coûts attendus d'Orange Belgium

DP a aussi pris pour hypothèse de travail des futurs coûts d'acquisition du spectre 5G que Polygon considère comme exagérément élevés. DP présume par exemple que le coût des enchères pour l'attribution des fréquences du spectre 5G s'élèvera pour Orange Belgium à 280 M€. Cette hypothèse contraste avec le coût moyen par opérateur qui est ressorti des enchères de 2001 pour la 3G, à 150 M€, et avec le coût moyen par opérateur qui est ressorti des enchères de 2013 pour la 4G, à 120 M€. DP part aussi du principe que ces 280 M€ seront à payer en une seule fois (alors que le gouvernement belge autorise généralement des paiements échelonnés sur toute la durée de vie du spectre). DP présume en outre que ce coût réapparaîtra tous les huit ans – autrement dit, qu'Orange Belgium dépensera 36 M€ par an pour le spectre vraisemblablement à perpétuité. DP présume enfin que ces dépenses annuelles commenceraient en 2027, à peine cinq ans après la toute première vente aux enchères.

Polygon trouve surprenant que DP ne voie ressortir de ce nouveau spectre aucun bénéfice en termes d'augmentation du chiffre d'affaires ou d'augmentation de la marge. Nous considérons que cette vision du paysage européen des télécommunications est à la fois irréaliste et exagérément pessimiste et qu'elle n'est pas confirmée par les avis que les analystes ont publiés dans leurs travaux de recherche sur les sociétés de télécommunication européennes. Nous pensons en effet que DP a traité ces paiements de spectre comme une « taxe » annuelle sur l'activité.

Le portefeuille de tours d'Orange Belgium — Le « Picasso perdu » ?

Il est important de souligner que l'analyse de DP n'attribue absolument aucune valeur au portefeuille de tours de télécommunications d'Orange Belgium, actifs qui représentent pourtant des infrastructures monétisables clés dans le bilan de la société. DP justifie son approche en avançant une théorie (du moins semble-t-il) selon laquelle, les tours n'étant actuellement pas à vendre, Orange Belgium ne les apporterait pas à une entité spéciale (le « tower vehicle ») dénommée TOTEM et dont la création a été annoncée par Orange SA en février de cette année. DP poursuit en ajoutant que, même si les tours étaient apportées à



TOTEM, cela ne générerait pas une valeur qui devrait être payée aux actionnaires minoritaires.

L'argument selon lequel un actif n'a pas de valeur simplement parce que son propriétaire potentiel n'a pas l'intention de le vendre stupéfie Polygon. Nous assimilons pour notre part le portefeuille de tours à un Picasso des plus précieux. Si un voisin proposait d'acheter votre maison et son contenu – y compris votre Picasso – accepteriez-vous de réduire la valeur du Picasso à zéro simplement parce que votre voisin prétendrait ne pas prévoir de le vendre ? Cette notion semble absurde. Mais si Orange SA réussit son offre publique d'achat au prix actuel de l'offre, les actionnaires d'Orange Belgium qui accepteront l'offre d'Orange SA perdront la valeur du Picasso que détient la société.

Et il s'agit d'un Picasso dont Polygon pense qu'il est particulièrement convoité par Orange SA. Orange SA a expliqué spécifiquement par une logique de création de valeur le fait de mettre l'ensemble de ses tours françaises et espagnoles dans TOTEM. Les « tower companies » se négocient actuellement à des niveaux équivalents à 15 à 20 fois l'EV/EBITDA, et DP n'évalue Orange Belgium qu'à cinq fois l'EV/EBITDA (ce que Polygon considère comme constituant déjà une décote substantielle par rapport aux pairs européens d'Orange Belgium, même en ne tenant compte d'aucune prime de contrôle qui serait payée pour sortir Orange Belgium de la cote).

Polygon estime que la valeur du « Picasso », si l'on peut dire, pourrait dépasser 8 € par action.

La banque d'investissement Ondra soutient l'analyse de Polygon

Comme indiqué dans son communiqué public du 17 février 2021, Polygon s'est assuré les services de la banque d'investissement Ondra comme conseiller financier, suite à l'annonce par Orange SA de son intention de lancer une offre publique d'achat, et Ondra a établi pour Polygon un rapport d'évaluation qui estime la valeur des actions d'Orange Belgium, sur une base stand-alone, à un niveau situé entre 32 € et 36 € par action, voire jusqu'à 45 € par action dans le cas d'une monétisation partielle ou totale de ses tours de télécommunication. Ondra a depuis rédigé un addendum pour expliquer la méthodologie de valorisation utilisée pour ce qui concerne la licence 5G, et a tout récemment produit une analyse du rapport de DP, analyse qui tient compte du business plan d'Orange Belgium pour la période 2021-2024. Tous ces documents sont consultables à l'adresse suivante :

<https://www.polygoninv.com/eventdrivenpressreleases/>. Des copies de ces documents ont également été envoyées au conseil d'administration d'Orange Belgium.

Même si l'analyse de Polygon a maintenant été réactualisée pour tenir compte du business plan d'Orange Belgium jusqu'en 2024, Polygon continue de penser que la société vaut plus de 40 € par action et que l'offre de 22 € par action d'Orange SA est dérisoire.

Considérant ce qui précède, Polygon n'a actuellement pas l'intention d'accepter l'offre et pense que les autres actionnaires n'apporteront pas davantage leurs actions à l'offre, à moins et jusqu'à ce qu'une offre juste soit faite.

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

A propos de Polygon :

Polygon est une société d'investissement internationale privée fondée en 2002 et qui gère des actifs et des activités de différentes natures représentant un total d'environ 1,6 Md€. Ses compétences en matière d'investissement s'appuient sur une solide infrastructure opérationnelle et de gestion des risques. Polygon fait partie de la plateforme de gestion d'actifs TFG Asset Management de Tetragon Financial Group Limited.

Le présent communiqué de presse a été diffusé pour information uniquement et ne constitue aucunement un conseil en matière d'investissement. Pour tout ce qui concerne l'offre d'achat d'Orange SA, les actionnaires d'Orange Belgium sont invités à consulter leurs propres conseillers. Les informations contenues dans ce communiqué de presse ne doivent pas être interprétées comme impliquant que les clients de Polygon qui détiennent actuellement des positions dans Orange Belgium augmenteront ou conserveront ces positions pendant une période donnée. Polygon se réserve le droit de réduire ou d'augmenter les positions de ses clients dans Orange Belgium à tout moment.

Pour obtenir davantage d'informations, veuillez contacter :

Polygon :

Relations avec les investisseurs
ir@polygoninv.com

Presse :

Prosek Partners
Pro-tetragon@prosek.com

les États-Unis d'Amérique
Andy Merrill et Ryan FitzGibbon
+1 212 279 3115 postes 216 et 234

Royaume-Uni
Harriet Sloane
+44 (0) 7771 810 803