

BMA



Iliad

iliad

Expertise indépendante

Projet d'offre publique de rachat

11 novembre 2019

SOMMAIRE

Table des matières

SOMMAIRE	2
1 CONTEXTE DE L'OPÉRATION	4
2 PRÉSENTATION DE L'EXPERT INDÉPENDANT	7
2.1 Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 36 derniers mois	7
2.2 Déclaration d'indépendance	7
2.3 Rémunération de l'expert	8
2.4 Diligences effectuées par l'expert	8
3 PRÉSENTATION DU GROUPE ILIAD	12
3.1 Historique, activité et positionnement stratégique	12
3.1.1 Présentation générale du Groupe Iliad	12
3.1.2 L'évolution contrastée de l'activité	14
3.2 Analyse historique de comptes publiés	18
3.2.1 Évolution des résultats	18
3.2.2 Évolution des flux de trésorerie	21
3.2.3 Évolution de la situation bilancielle.....	22
3.3 Plan stratégique « Odysée 2024 » et <i>guidances</i> de septembre 2019	24
3.4 Analyse du consensus des prévisions des analystes	24
3.4.1 Méthodologie	25
3.4.2 Échantillon d'analystes financiers retenus dans le consensus	25
3.4.3 Prévisions de chiffre d'affaires	26
3.4.4 EBITDAaL et marge d'EBITDAaL.....	29
3.4.5 Investissements opérationnels (hors fréquences) rapportés au chiffre d'affaires.....	30
3.4.6 Dotation aux amortissements	31
3.4.7 Investissements incorporels liés aux licences d'utilisation des fréquences mobiles	31
3.4.8 Impôt sur les sociétés	33
3.4.9 Autres éléments	34
3.5 Plan d'affaires retenu pour les méthodes d'évaluation	34
3.5.1 Plan d'affaires BM&A reconstitué à partir du consensus : Groupe.....	34
3.5.2 Plan d'affaires BM&A reconstitué à partir du consensus : France seule.....	35
3.5.3 Plan d'affaires BM&A reconstitué à partir du consensus : Italie seule.....	36
4 TRAVAUX D'ÉVALUATION	37
4.1 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation	37
4.1.1 Nombre de titres	37
4.1.2 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres	38
4.2 Méthodes ou références non retenues	40
4.2.1 Actif net comptable	40
4.2.2 Méthodes basées sur le dividende.....	40
4.2.3 Transactions sur le capital de la Société.....	41

4.2.4	Transactions comparables	41
4.3	Méthodes et références retenues	42
4.3.1	Cours de bourse.....	42
4.3.2	Objectifs de cours des analystes	45
4.3.3	Évaluation par la méthode DCF	47
4.3.4	Évaluation par la méthode des comparables boursiers	52
4.3.5	ANR ou somme des parties	54
5 	ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DE L'ÉVALUATEUR.....	64
5.1	Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation	64
5.1.1	Nombre de titres	64
5.1.2	Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres	65
5.2	Comparaison des méthodes d'évaluation retenues.....	66
5.2.1	Cours de bourse.....	66
5.2.2	Actualisation de flux de trésorerie (DCF).....	66
5.3	Comparables boursiers	68
5.3.1	Objectifs de cours des analystes	69
6 	CONCLUSION	70
7 	ANNEXES	72
7.1	Détail par pays du consensus des prévisions des analystes	72
7.1.1	Consensus raisonné du chiffre d'affaires	72
7.1.2	EBITDAaL et Marge d'EBITDAaL.....	73
7.1.3	Investissements opérationnels (hors fréquences) rapportés au chiffre d'affaires.....	74
7.1.1	Dotation aux amortissements	75
7.2	Volatilité et changement de statut boursier	76
7.2.1	Une volatilité élevée chez Iliad	76
7.2.2	Une volatilité en partie spécifique chez Iliad, largement expliquée par ses caractéristiques structurelles.....	77
7.2.3	La corrélation sans doute anormalement faible des rendements de l'action Iliad	79
7.2.4	Conclusion	80
7.3	Méthodologie de détermination du taux d'actualisation	81
7.4	Rationalisation du coût de la dette Iliad à fin octobre 2019 :	84
7.5	CMPC publiés par les analystes financiers.....	84
7.6	Taux de croissance à l'infini publiés par les analystes financiers	85
7.7	Marge d'EBITDAaL anticipée chez les comparables boursiers.....	85
7.8	Ratios investissements sur chiffre d'affaires prévus chez les comparables boursiers	86
7.9	Ajustements liés à la prise en compte de la norme IFRS 16 dans la méthode des comparables.....	86
7.10	Sociétés comparables	89
7.11	Multiples boursiers au 18 octobre 2019.....	93
7.12	Détail de l'estimation des flux d'exploitation utilisés dans la méthode de la somme des parties.....	94
7.12.1	Flux d'exploitation estimés à partir du consensus pour la France :	94
7.12.2	Flux d'exploitation estimés à partir du consensus pour l'Italie :	94

1 | CONTEXTE DE L'OPÉRATION

Iliad (ci-après « **Iliad** », la « **Société** » ou le « **Groupe** ») envisage d'initier une offre publique de rachat (ci-après l'« **Offre** » ou l'« **OPRA** ») sur ses propres actions. L'Offre portera sur un montant maximum de 1,4 Md€ ; sur la base d'un prix d'Offre de 120 € par action Iliad, l'OPRA visera donc un nombre maximum de 11 666 666 actions Iliad.

L'Opération sera intégralement financée par une augmentation de capital avec suppression du droit préférentiel de souscription (ci-après l'« **Augmentation de Capital** », ensemble avec l'Offre, l'« **Opération** ») par voie d'offre au public avec délai de priorité de souscription en faveur des actionnaires. Le montant de l'Augmentation de Capital sera égal au montant finalement décaissé pour l'OPRA et fixé sur la base du même prix que celui de l'Offre soit 120 €¹.

L'Augmentation de Capital sera garantie indirectement² par monsieur Xavier Niel (ou ci-après l'« **Actionnaire Majoritaire** »). Les actionnaires qui le souhaitent pourront participer à l'Augmentation de Capital dans le cadre du délai de priorité de souscription³.

L'Offre et l'Augmentation de Capital seront soumises à l'approbation de l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires d'Iliad devant se tenir le 20 décembre 2019.

L'Opération trouve son origine dans la forte baisse du cours de l'action depuis deux ans conjuguée à la demande de certains investisseurs d'obtenir la liquidité de leur participation dans la Société. Ainsi, la Société a décidé de mettre en œuvre l'Opération aux fins :

- d'offrir à l'ensemble des actionnaires minoritaires qui le souhaitent une liquidité immédiate pour leurs actions, à un prix présentant une prime de 26,5 % par rapport au cours de bourse d'Iliad⁴ ;
- sans dégrader le ratio d'endettement du Groupe, dans la mesure où l'Offre est intégralement financée par l'Augmentation de Capital ;
- sans entraîner de dilution pour les actionnaires n'ayant pas apporté à l'Offre et ayant souscrit à l'Augmentation de Capital ;
- de réaffirmer la confiance de l'Actionnaire Majoritaire dans la stratégie de la Société, dans la mesure où celui-ci ne participe pas à l'Offre et garantit la totalité du montant de l'Augmentation de Capital.

Dans la mesure où le montant de l'Offre est limité à 1,4 Md€, elle vise un maximum de 11,7 millions d'actions Iliad sur la base d'un prix d'Offre de 120 € par action Iliad. Monsieur Xavier Niel s'étant engagé à ne pas apporter à l'Offre les actions qu'il détient directement ou indirectement, il convient de souligner que cette Opération conduira mécaniquement à l'accroissement de sa participation dans Iliad, accroissement dont l'amplitude sera

¹ Sous réserve des dispositions de l'article R. 225-119 du Code de commerce qui imposent un prix au moins égal à la moyenne pondérée des cours des trois dernières séances de bourse précédant le début de l'offre au public, éventuellement diminuée d'une décote maximale de 10%.

² Via une société contrôlée par monsieur Xavier Niel, Holdco II, qui s'est engagée à souscrire à l'intégralité de l'Augmentation de Capital en plaçant un ordre portant sur 100% de son montant dans le cadre de l'offre au public et bénéficiera d'une allocation au moins égale à la quote-part directe et indirecte de monsieur Xavier Niel dans le capital de la Société.

³ Les actionnaires souhaitant souscrire au-delà du nombre d'actions auquel ils peuvent prétendre au titre de l'exercice du délai de priorité devront le faire dans le cadre de l'offre au public. Seuls les actionnaires ayant passé des ordres dans le cadre du délai de priorité et Holdco II pourront souscrire au titre de l'offre au public.

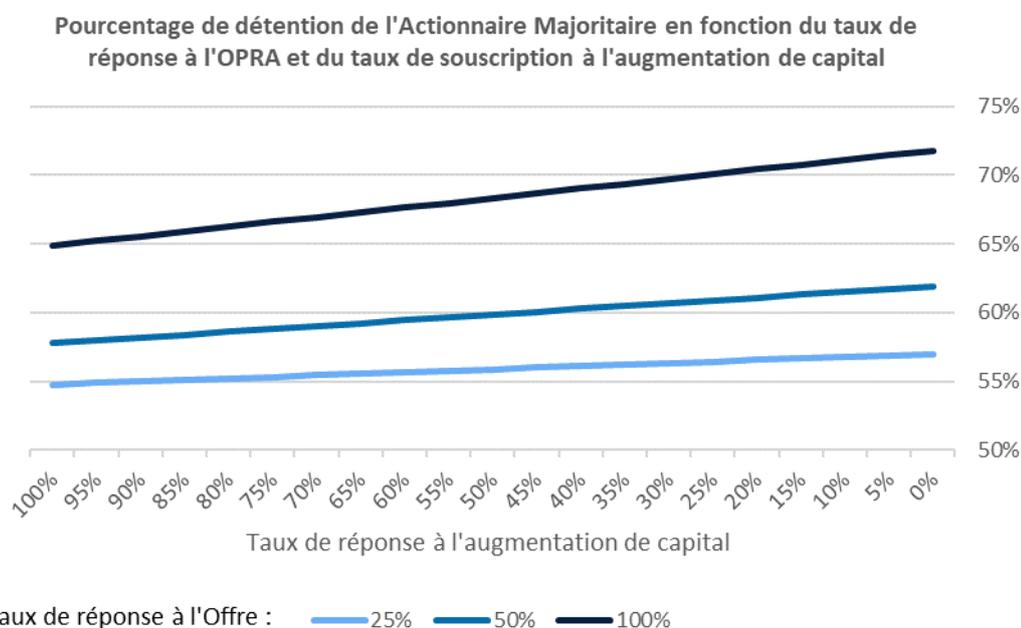
⁴ Relevé le 8 novembre 2019.

proportionnelle au taux de réponse à l'Offre, et inversement proportionnelle au taux de souscription à l'Augmentation de Capital.

Le tableau suivant présente la composition du capital de la Société à l'issue de l'OPRA en fonction du pourcentage de titres visés apportés à l'Offre.

Iliad Actionnariat au 31 oct. 2019	Situation pré OPRA				Situation post OPRA en fonction du % de réussite de l'Offre (en actions)					
	Actions		Droits de vote		25%		50%		100%	
	nombre	%	nombre	%	nombre	%	nombre	%	nombre	%
Xavier Niel	621 954	1,1%	1 243 908	2,0%	621 954	1,1%	621 954	1,2%	621 954	1,3%
Rock Investment	567 854	1,0%	567 854	0,9%	567 854	1,0%	567 854	1,1%	567 854	1,2%
HoldCo	29 605 872	50,1%	29 605 872	47,9%	29 605 872	52,7%	29 605 872	55,5%	29 605 872	62,4%
Total Actionnaire Majoritaire	30 795 680	52,1%	31 417 634	50,8%	30 795 680	54,8%	30 795 680	57,8%	30 795 680	64,9%
Rani Assaf	893 338	1,5%	1 653 338	2,7%	893 338	1,6%	893 338	1,7%	893 338	1,9%
Cyril Poidatz	803 951	1,4%	1 474 565	2,4%	803 951	1,4%	803 951	1,5%	803 951	1,7%
Antoine Levasseur	598 968	1,0%	1 105 626	1,8%	598 968	1,1%	598 968	1,1%	598 968	1,3%
Maxime Lombardini	113 510	0,2%	120 754	0,2%	113 510	0,2%	113 510	0,2%	113 510	0,2%
Thomas Reynaud	108 165	0,2%	115 195	0,2%	108 165	0,2%	108 165	0,2%	108 165	0,2%
Administrateurs	3 037	0,0%	5 374	0,0%	3 037	0,0%	3 037	0,0%	3 037	0,0%
Management	2 520 969	4,3%	4 474 852	7,2%	2 520 969	4,5%	2 520 969	4,7%	2 520 969	5,3%
Titres autodétenus	776 154	1,3%	-	0,0%	776 154	1,4%	776 154	1,5%	776 154	1,6%
Flottant	25 051 866	42,4%	25 949 747	42,0%	22 135 200	39,4%	19 218 533	36,0%	13 385 200	28,2%
Total	59 144 669	100,0%	61 842 233	100,0%	56 228 003	100,0%	53 311 336	100,0%	47 478 003	100,0%

En fonction du taux d'apport des titres à l'Offre, le pourcentage de détention de l'Actionnaire Majoritaire dépendra du taux de souscription à l'Augmentation de Capital des autres actionnaires d'Iliad. Comme présenté dans le graphique suivant, l'Actionnaire Majoritaire détiendra directement et indirectement au maximum 71,79 % du capital de la Société, i.e. si le taux de réponse à l'OPRA est de 100 % et le taux de souscription à l'Augmentation de Capital est de 0 %, effet susceptible d'avoir une conséquence sur la liquidité du titre Iliad.



Dans ce contexte, le cabinet BM&A Advisory & Support a été mandaté le 17 octobre 2019 par le Conseil d'Administration de la Société en qualité d'expert indépendant afin d'apprécier le caractère équitable du prix proposé pour les actions Iliad dans le cadre de la présente Opération.

Notre intervention est requise par les dispositions du règlement général de l'Autorité des Marchés Financiers (ci-après l'« **AMF**») figurant au Titre VI du Livre II, Chapitre 1er, article 261-1, et en particulier le paragraphe I, alinéa 3°, dans la mesure où l'actionnaire qui contrôle la Société au sens de l'article L. 233-3 du code de commerce n'apporte pas ses titres à l'Offre.

Il est expressément stipulé que l'Actionnaire Majoritaire n'a pas l'intention de mettre en œuvre une procédure de retrait obligatoire et que l'Offre n'aura pas pour conséquence un retrait ou une radiation de la cote. Par ailleurs, nous précisons qu'aucune opération connexe susceptible d'avoir un impact significatif sur le prix de l'Offre n'a été portée à notre connaissance.

La présente attestation ne constitue pas une recommandation de participer ou non à l'Offre.

2 | PRÉSENTATION DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Le cabinet BM&A Advisory & Support (ci-après « **BM&A A&S** » ou « **BM&A** »), est une société d'expertise comptable inscrite au tableau de l'Ordre des experts-comptables de Paris Ile-de-France. Issue de la scission en 2015 du cabinet BM&A, BM&A A&S est une filiale à 100 % de BM&A Partners, société faitière du groupe BM&A qui compte environ 150 collaborateurs. L'intégralité du capital de BM&A Partners est détenue directement ou indirectement par ses 22 associés, personnes physiques.

BM&A A&S est constitué sous forme de société par actions simplifiée au capital de 1 287 474 € ; son siège social est situé 11 rue de Laborde à Paris 8^{ème}.

Le groupe BM&A développe plusieurs activités : audit comptable et financier, évaluation financière et expertise indépendante, consolidation et reporting, prévention et restructuration, transaction services et risques, process et systèmes d'information. Chaque activité, animée par un ou plusieurs associés, dispose d'une équipe dédiée, spécialisée dans son domaine.

Le groupe BM&A jouit d'une expérience reconnue dans les opérations requérant une appréciation indépendante de l'équité entre actionnaires et est membre de l'Association Professionnelle des Experts Indépendants (APEI). Le groupe BM&A est doté d'une charte déontologique propre aux missions d'expertise indépendante, téléchargeable sur son site Internet www.bma-paris.com.

2.1 Missions d'expertise indépendante réalisées au cours des 36 derniers mois

Au cours des 36 derniers mois, le cabinet a produit les attestations d'équité et les rapports d'expertise indépendante suivants :

Date	Opération	Cible	Initiateur/Bénéficiaire	Banque présentatrice
oct-16	Offre Publique de Retrait	Ivalis	Hawky	Swiss Life
mai-17	Offre Publique d'Achat Simplifiée	DL Software	DL Invest	Invest Securities
mars-18	Transfert de siège	Akka Technologies	n/a	n/a
mai-18	Augmentation de capital réservée avec supp. du DPS	Vergnet	Arum International	n/a
févr-19	Offre Publique de Retrait suivie d'un Retrait Obligatoire	Guy Degrenne	Diversita & Vorwerk	Kepler Cheuvreux
mars-19	Offre Publique d'Achat Simplifiée	Harvest	Five Arrows Principal Investments	Lazard, Alantra
mai-19	Augmentation de capital réservée et émission ADP	Alès Groupe	n/a	n/a
juil-19	Offre publique d'achat	Coheris	ChapsVision	Invest Securities

2.2 Déclaration d'indépendance

En application de l'article 261-4 du règlement général de l'AMF, nous attestons que notre cabinet, et le signataire du présent rapport, ne se trouvent pas, vis-à-vis de la Société, de leurs conseils et de leurs actionnaires, dans une des situations de conflit d'intérêts décrites dans l'instruction AMF n°2006-08 du 25 juillet 2006. En particulier, nous attestons que le cabinet et ses associés :

- n'entretiennent aucun lien juridique ou en capital avec les sociétés concernées par l'Offre, ou leurs conseils, susceptibles d'affecter leur indépendance ;
- n'ont procédé à aucune évaluation de la société visée par l'Offre ou qui réalise l'Offre au cours des 18 mois précédant la date de désignation ;

- ne détiennent aucun intérêt financier dans la réussite de l’Offre, ni créance ni dette envers l’une des sociétés concernées par l’Offre ou toute personne contrôlée par ces sociétés ;
- n’ont pas conseillé l’une des sociétés concernées par l’Offre ou toute personne que ces sociétés contrôlent au sens de l’article L. 233-3 du Code de commerce au cours des dix-huit derniers mois.

2.3 Rémunération de l’expert

La rémunération perçue par BM&A au titre de la présente opération s’élève à 220 000 €, hors taxes et débours.

2.4 Diligences effectuées par l’expert

La présente mission est réalisée par Pierre Béal, associé, Roland Clère et Stéphane Marande, senior managers spécialisés en évaluation financière des entreprises. Ils ont été assistés par Chaimae Touiri et Jillian Walter, chefs de mission, ainsi que par Barbara Rigaud et Aymeric Royer, collaborateurs junior.

La revue indépendante a été effectuée par Eric Blache, associé du cabinet, qui n’est pas directement intervenu dans les travaux menés par l’équipe susmentionnée.

Nous avons effectué nos diligences conformément aux dispositions des articles 262-1 et suivants du règlement général de l’AMF, de son instruction d’application du 25 juillet 2006 et des recommandations de l’AMF du 28 septembre 2006, modifiées le 27 juillet 2010.

Nous avons été informés de l’Opération envisagée le 17 octobre 2019. Notre intervention s’est effectivement déroulée du 18 octobre au 11 novembre 2019, date à laquelle nous avons remis la version définitive de notre rapport.

Au cours de nos travaux, nous nous sommes principalement entretenus avec les personnes suivantes :

- Iliad :
 - Thomas Reynaud, directeur général ;
 - Nicolas Jaeger, directeur financier ;
 - Shahrzad Sharvan, secrétaire générale adjointe.
- Iliad – Comité ad hoc des administrateurs indépendants :
 - Virginie Calmels ;
 - Marie-Christine Levet ;
 - Orla Noonan ;
 - Pierre Pringuet.
- Bredin-Prat – Conseil d’Iliad :
 - M^e Olivier Assant (Opération) ;
 - M^e Julien Gayral (Fiscalité).

- Crédit Agricole CIB – Banque Présentatrice :
 - Bertrand Peyrelongue, global head of M&A ;
 - François Armand, vice president, M&A.

- Société Générale – Banque Présentatrice :
 - Stéphane Krief, managing director M&A ;
 - Colombar Mathieu de Vienne, director M&A France.

- Accuracy – Expert indépendant (évaluation des actions gratuites Free Mobile) :
 - Henri Philippe.

Nos travaux ont été réalisés sur la base des documents communiqués par la Société et ses conseils et sur les informations communiquées lors d’entretiens portant notamment sur les points suivants :

- i) la présentation de l’opération envisagée et son contexte ;
- ii) la description de l’activité de la Société et de son marché ;
- iii) les éléments d’atterrissage de l’exercice 2019 ;
- iv) les éléments de passage de la valeur d’entreprise à la valeur des capitaux propres ;
- v) le périmètre et l’incidence des opérations de cession en cours ;
- vi) la constitution de l’échantillon d’analystes et ses conséquences sur les flux retenus ;
- vii) l’identification des facteurs susceptibles de remettre en cause les hypothèses structurantes du *business model*.

Nos travaux ont principalement consisté à :

- i) prendre connaissance de l’activité et de l’historique de la Société ;
- ii) étudier le contexte général de l’Offre et analyser les accords conclus dans le cadre de l’Offre ;
- iii) analyser la formation du chiffre d’affaires et des marges historiques de la Société et étudier l’évolution de sa situation financière ;
- iv) analyser les données financières prévisionnelles de la Société sur la base des prévisions des analystes financiers ;
- v) apprécier la rentabilité normative de la Société au-delà de l’horizon des prévisions ;
- vi) mettre en œuvre les méthodes d’évaluation des capitaux propres de la Société, jugées pertinentes au cas d’espèce ;
- vii) prendre connaissance des travaux d’évaluation mis en œuvre par les banques CACIB et Société Générale afin de réaliser un examen critique ;
- viii) prendre connaissance des travaux d’évaluation du cabinet Accuracy concernant l’échange des actions Free Mobile contre des actions Iliad ;
- ix) rédiger notre projet de rapport.

Pour accomplir notre mission, nous avons notamment utilisé les documents et informations qui nous ont été communiqués par la Société et par ses conseils. Il s'agit principalement :

- du projet de note d'information établi par Iliad concernant le projet d'offre publique de rachat de ses propres actions ;
- du rapport d'évaluation des Banques Présentatrices du 10 novembre 2019 (cours arrêtés au 7 novembre 2019) ;
- des documents de référence d'Iliad des exercices 2016 à 2018 ;
- des rapports financiers semestriels au 30 juin 2018 et au 30 juin 2019 ;
- du document de présentation des résultats du 1^{er} semestre 2019 du 3 septembre 2019 ;
- le projet de communiqué de presse du 3^{ème} trimestre 2019 arrêté par le conseil d'administration du 8 novembre 2019, reçu à cette même date ;
- des documents de synthèse internes présentant les opérations de mise en place de *joint-ventures* sur les infrastructures (FTTH et infrastructures passives⁵) devant intervenir d'ici la fin de l'exercice 2019 ;
- du traité d'apport du 30 octobre 2019 relatif aux apports des infrastructures passives de Free Mobile à Iliad 7 (transaction Cellnex) ;
- du Final Borrower Termsheet du 16 mai 2019 relatif à l'emprunt Schuldsein de 500 m€ ;
- du courrier de notification du prix d'acquisition du contrôle de Jaguar Network du 14 janvier 2019 ;
- du rapport d'Accuracy portant sur l'évaluation des actions gratuites Free Mobile, établi le 17 juin 2019 et du courrier de conclusions du 12 juin 2019 d'Accuracy et Ledouble sur la valeur des Actions Gratuites Free Mobile et leur parité d'échange en actions Iliad ;
- de la présentation du budget 2019 et du plan Trajectoire 2019-2023, établis par le management d'Iliad le 10 décembre 2018 (plan non mis à jour de l'évolution récente de la Société, cf. infra) ;
- du rapport du commissaire aux apports sur la valeur de l'apport de titres de la société Iliad détenus par monsieur Xavier Niel à la société Holdco, établi le 4 mai 2018 ;
- enfin, des notes d'analystes ayant servi à établir un plan d'affaires basé sur un consensus, dont la liste est présentée au §3.4.2.

Nous avons principalement utilisé la base de données financières Eikon de Refinitiv (ex Thomson-Reuters) et les outils développés par le cabinet sous la marque Fairness Finance. Afin de compléter nos analyses, nous avons également collecté toute information de source publique dont l'exploitation nous a semblé pertinente, en ce compris les rapports annuels et les comptes consolidés de la Société. Enfin, nous avons examiné les rapports annuels et les notes d'analyse disponibles relatifs aux sociétés que nous avons étudiées dans le cadre de la recherche des échantillons de sociétés comparables.

Nos travaux ne consistaient pas à réaliser un audit ou un examen limité des comptes annuels ou des situations comptables au sens des normes d'exercice professionnel de la CNCC ou des normes internationales de l'IFAC.

Étant actuellement en plein exercice budgétaire, le management de la Société nous a affirmé qu'en raison des importants changements intervenus en 2019 avec les opérations de partenariat relatives aux infrastructures

⁵ « FTTH » pour *Fiber To The Home* (fibre optique à domicile), et « Infrastructures passives » pour les tours supportant les antennes de télécommunication.

télécom, le lancement du plan stratégique « Odysée 2024 », le développement d'une offre B2B, et la prise en compte du lancement des nouvelles box, il ne disposait pas de plan d'affaires à jour intégrant le résultat et les conséquences des opérations de partenariat relatives aux infrastructures télécom, et qu'il n'avait connaissance d'aucun élément susceptible de modifier significativement notre appréciation de la valeur.

Conformément à la pratique en matière d'expertise indépendante, nous n'avons pas cherché à valider les données historiques et prévisionnelles utilisées, dont nous nous sommes limités à vérifier la vraisemblance et la cohérence. Notre opinion est nécessairement fondée sur les conditions de marché, économiques et autres, telles qu'elles existent et telles qu'elles peuvent être actuellement anticipées, ainsi que sur les informations mises à notre disposition.

3 | PRÉSENTATION DU GROUPE ILIAD

3.1 Historique, activité et positionnement stratégique

3.1.1 Présentation générale du Groupe Iliad

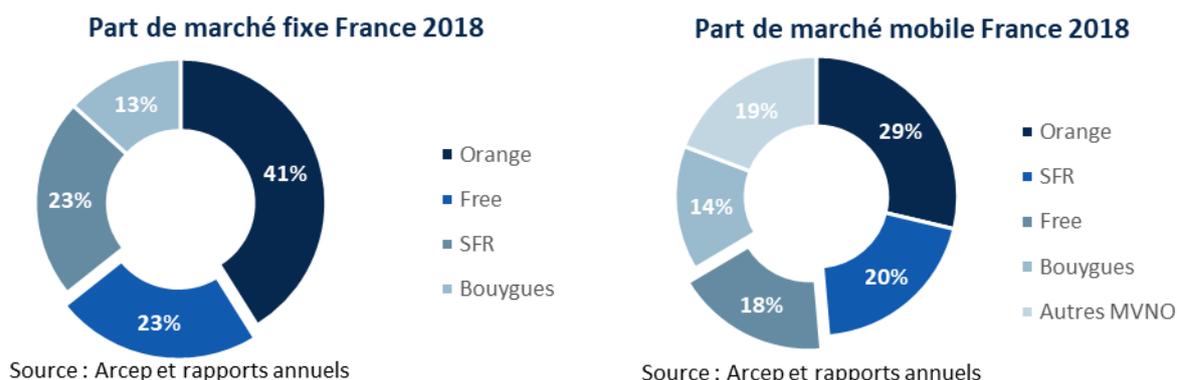
Fondé en 1991 par Xavier Niel, le groupe Iliad est un fournisseur intégré de télécommunications fixe et mobile. Il exerce son activité sous les marques Free et Iliad et commercialise ses offres auprès de près de 20 millions d'abonnés (à fin 2018) en France (dont 6,4 millions pour le fixe et 13,4 millions pour le mobile). Au premier semestre 2019, il compte par ailleurs 3,8 millions d'abonnés en Italie, soit un peu plus d'un an après y avoir lancé en mai 2018 son activité mobile.

En 1999, après avoir obtenu ses premières licences de télécommunication fixe, le Groupe est devenu sous la marque Free un fournisseur d'accès à internet (FAI)⁶. Dix ans plus tard, en janvier 2010, l'ARCEP⁷ lui a accordé la licence 3G qui lui a permis de développer une offre de téléphonie mobile.

En près de 20 ans, le Groupe est passé du statut de fournisseur d'accès Internet fixe bas débit à celui de fournisseur d'accès fixe et mobile en très haut débit (THD). Ce développement a reposé sur des offres se distinguant par leur caractère technique innovant, s'agissant notamment de la Freebox, et par des prix attractifs. Il s'est également accompagné d'opérations de croissance externe, avec les acquisitions d'Altitude Télécom⁸ en 2005 (disposant d'une licence Wimax⁹) et en 2008, de LibertySurf Group¹⁰, FAI sous la marque Alice, qui regroupait 850 000 abonnés actifs.

Le Groupe s'est ainsi imposé comme un des trois premiers opérateurs de télécommunications en France. Comme indiqué ci-après, il se situe à la seconde place sur le fixe, par le nombre d'abonnés, et à la troisième sur le mobile par le nombre de cartes SIM en service avec des parts de marché respectives de 23 % et 18 %.

Parts de marché en volume (nombre d'abonnés et de cartes SIM actives) :



En termes de parts de marché en valeur des quatre opérateurs nationaux, Iliad se place cette fois-ci au 3^e rang sur le fixe et au 4^{ème} sur le mobile, avec respectivement 19,6 % et 15,4 % du chiffre d'affaires total réalisé en 2018.

⁶ Le Groupe avait jusque-là développé des services par Minitel, comme l'annuaire inversé 3617 ANNU.

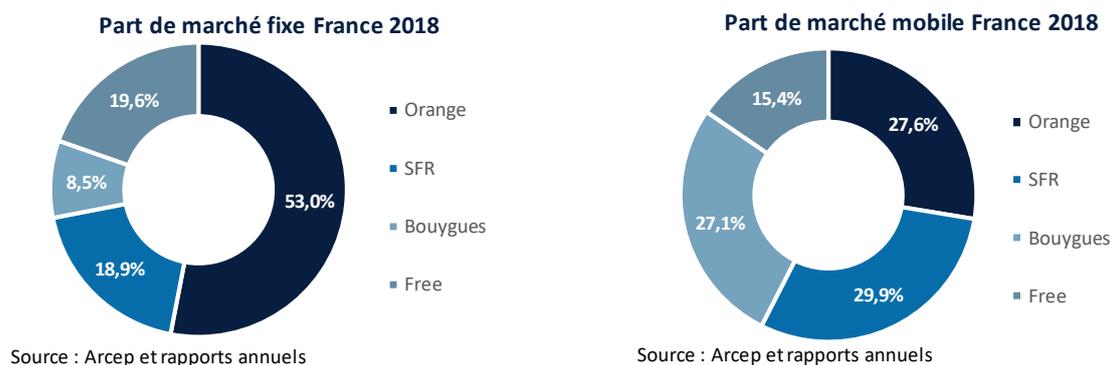
⁷ Autorité de Régulation des Communications Électroniques, des Postes et de la distribution de la presse.

⁸ Contrôlée par son fondateur associé à des fonds.

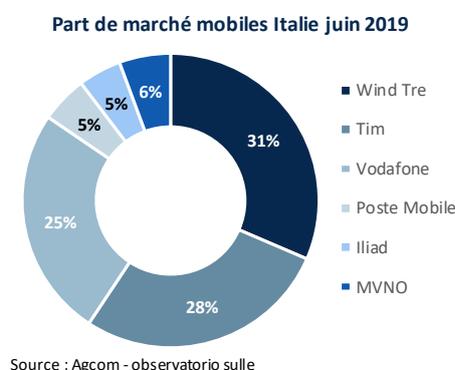
⁹ Fréquence 3,5 Ghz offrant à l'époque une alternative à l'ADSL en zones enclavées.

¹⁰ Contrôlée par Telecom Italia.

Parts de marché en valeur (chiffre d'affaires¹¹) :



En Italie, le Groupe ambitionne également de rejoindre en taille, sur le segment de la téléphonie mobile, les trois premiers opérateurs nationaux que sont Wind Tre, Telecom Italia et Vodafone. Iliad s'est donné, en juillet 2016, la possibilité de se développer sur ce marché, en saisissant l'opportunité d'acquérir pour 450 m€¹², un portefeuille de fréquences 3G et 4G auprès de Wind et de H3G¹³, respectivement troisième et quatrième opérateur mobile de la péninsule. Ces deux groupes étaient alors engagés dans une opération de fusion s'accompagnant d'une obligation de se dessaisir d'une partie de leurs licences. Iliad a par la suite acquis auprès de l'État italien les droits d'utilisation de fréquences destinées principalement à un usage 5G¹⁴, pour un montant de 1 193 m€¹⁵. Lancée en mai 2018, l'offre mobile commercialisée sous la marque Iliad a permis de recruter 2,8 millions d'abonnés en 7 mois, ce chiffre s'étant accru d'un million au premier semestre 2019. En moins d'un an d'activité commerciale, Iliad s'est ainsi hissé au 5^e rang des opérateurs, avec une part de marché (en volume) de près de 5 %.



Après l'Italie, la République d'Irlande a constitué la seconde opportunité de développement du Groupe en dehors de la France. Le Groupe s'y est implanté en décembre 2017, en réalisant l'acquisition d'une participation de 31,6 % dans le capital de l'opérateur historique EIR, aux côtés de la société NJJ, laquelle détient pour sa part 32,9 %¹⁶, cette dernière étant une holding privée détenue par l'Actionnaire Majoritaire. Il convient de préciser qu'Iliad dispose d'une option d'achat de 80 % de NJJ qui, si elle était exercée en 2024, lui conférerait le contrôle de 57,9 % de l'opérateur irlandais.

¹¹ En répartissant le chiffre d'affaires convergent d'Orange aux 2/3 en Fixe et au 1/3 en Mobile.

¹² Dont le paiement a été étalé sur la période de 2017 à 2019.

¹³ Filiales italiennes respectives des groupes VimpelCom et Hutchison.

¹⁴ "Fréquences 700 MHz, ainsi que des fréquences 3 600 MHz-3 800 MHz et 26 GHz-27 GHz, utilisables pour la 5G" (source rapport annuel, p. 177).

¹⁵ Dont 143 millions d'euros réglés en 2018, le paiement du solde devant intervenir d'ici 2022.

¹⁶ Les précédents actionnaires, Anchorage Capital Group L. L.C. et Davidson Kempner Capital Management L.P., restent investis dans EIR au travers d'une participation de 35,5 %.

En janvier 2019, Iliad a étendu son offre au segment professionnel, ou "B2B", en procédant à l'acquisition de 75 % du capital de la société marseillaise Jaguar Network¹⁷, spécialisée dans les services télécoms, d'hébergement et de cloud. Ainsi, le Groupe fait son entrée sur un marché dominé par Orange, SFR et OVH.

Au fil du temps, Iliad s'est surtout développé par croissance endogène, les opérations de croissance externe ayant été d'ampleur limitée. Toutefois, d'autres cibles ont été approchées sans succès en 2014 qui auraient pu changer significativement la taille du Groupe si ces opérations avaient abouti¹⁸.

Si le Groupe reste à l'écoute de toutes les opportunités, il est cependant probable que son effort financier actuel pour développer la 5G en France et en Italie, ainsi que la baisse de son cours depuis 2017, ont réduit ses capacités de croissance externe comparées à celles dont il disposait en 2014.

3.1.2 L'évolution contrastée de l'activité

3.1.2.1 France : repositionnement plus haut de gamme et effort de maillage

Pour la première fois en 2018, Free a enregistré un recul du nombre de ses abonnés en France. Si cette érosion a touché le segment des abonnements à faible tarification, il illustre néanmoins une situation de forte compétition pesant sur les prix et à laquelle le Groupe répond par une politique marketing de différenciation et de montée en gamme. Cette stratégie repose par ailleurs sur un effort de densification du réseau fixe FTTH et du réseau mobile 4G, le Groupe devant adapter son offre dans la fibre et converger avec ses concurrents en termes de couverture mobile.

a) Montée en gamme pour endiguer l'érosion de l'ARPU¹⁹

L'Internet fixe en France est un marché mature qui compte 29,1 millions d'abonnements en 2018, contre 28,4 millions en 2017. En 2018, le nombre d'abonnements en haut débit (HD) est majoritaire, et s'établit à 20,1 millions contre 9 millions en très haut débit (THD). Toutefois, l'expansion de la fibre optique favorise la progression du très haut débit : les abonnements en THD qui représentaient 16 % des abonnements en 2015, atteignent 31 % du total en 2018. Pour sa part, le marché de la téléphonie mobile comprend 73 millions d'utilisateurs disposant d'une carte SIM (hors Machine to Machine - MtoM), dont presque 46 millions sans engagement de durée, 19 millions de forfaits avec engagement de durée et 8 millions en cartes prépayées.

Sur ces deux marchés, Iliad a réalisé un chiffre d'affaires total de 4 767 m€ en 2018, dont 55 % en fixe et 45 % mobile. Rentré plus tardivement sur le marché du mobile, Iliad y enregistre une plus forte croissance que sur le fixe.

En m€	2014	2015	2016	2017	2018
Chiffre d'affaires fixe	2 564	2 597	2 690	2 726	2 638
Chiffre d'affaires mobile	1 614	1 829	2 043	2 143	2 138
<i>dont Facturé aux abonnés</i>	<i>nc</i>	<i>nc</i>	<i>nc</i>	1 441	1 498
<i>dont vente de terminaux</i>	<i>nc</i>	<i>nc</i>	<i>nc</i>	245	202
<i>dont Divers</i>	<i>nc</i>	<i>nc</i>	<i>nc</i>	457	438
Eliminations	(11)	(11)	(11)	(9)	(9)
Chiffre d'affaires contributif consolidé	4 168	4 414	4 722	4 860	4 767
Retraitement IFRS 15	na	na	na	(127)	na
Chiffre d'affaires contributif consolidé	4 168	4 414	4 722	4 733	4 767
<i>Variation</i>		5,9%	7,0%	2,9%	0,7%

¹⁷ Après d'un fonds Naxicap, le solde du capital restant détenu par son fondateur.

¹⁸ En mars 2014, entrée en négociations exclusives avec Bouygues Telecom pour le rachat d'un portefeuille de fréquences et le réseau de téléphonie mobile ; en juillet 2014, offre à Deutsche Telekom pour l'acquisition de T-Mobile US, 4^{ème} opérateur US dont le chiffre d'affaires s'élevait à 22 Mds\$.

¹⁹ Pour *Average Revenue Per User*, revenu moyen par utilisateur.

Au cours des dernières années, sur le segment mobile, la part de marché du Groupe est passée de 14 % en 2014, à 18 % en 2017. Cette croissance s'accompagne d'une montée en puissance de la part des abonnements 4G illimitée aux dépens de celle des abonnements à plus faible tarification. Par solde, l'année 2018 a été marquée pour la première fois par un recul du nombre total d'abonnés portant exclusivement sur le segment d'entrée de gamme. Dans ce contexte de forte concurrence, et en dépit de la montée en puissance des forfaits 4G illimitée, le revenu moyen par abonné est stable, voire en légère érosion, comme l'indiquent les chiffres du tableau ci-dessous.

Abonnés Mobile en millions	2014	2015	2016	2017	2018
Forfaits 4G illimitée	n.c	n.c	n.c	7,1	7,8
Autres (forfaits 2€...)	n.c	n.c	n.c	6,6	5,7
Total	10,1	11,7	12,7	13,7	13,4
Part Iliad sur le marché	14%	16%	17%	18%	18%
ARPU Mobile (€) (hors ventes de terminaux)	nc	nc	nc	12,0	11,9
CA / abonné (€) (y compris ventes de terminaux)*	nc	13,0	13,1	13,5	13,1

Source : rapports annuels et estimations BM&A (ARPU). Retraité avant 2017 des revenus de n° spéciaux et des applications mobiles hors champs IFRS15.

Sur le segment fixe, on note également une montée en gamme du fonds de commerce, avec une part croissante des abonnements THD à la fibre, au détriment des abonnements correspondant à des raccordements par le câble en cuivre. En dépit de cette évolution, l'ARPU a connu une érosion continue depuis 2014. L'exercice 2018 s'est par ailleurs traduit pour la première fois depuis 2014, par un recul du nombre total d'abonnés.

Abonnés Fixe en millions	2014	2015	2016	2017	2018
FTTH	n.c	0,2	0,3	0,6	1,0
Autres	n.c	5,9	6,1	6,0	5,4
Total	5,9	6,1	6,4	6,5	6,4
Part de marché d'Iliad (en abonnements)	23%	23%	23%	23%	22%
ARPU Fixe (€)	35,1	34,5	34,7	33,9	31,8*

Source : rapports annuels. *ARPU 2018 avant impact d'IFRS 15, et 31,3 € post IFRS 15.

Pour répondre à la concurrence, Iliad a développé une nouvelle "box Internet", la Freebox Delta, dont la commercialisation est intervenue en décembre 2018. Cette dernière vise un positionnement haut de gamme avec, notamment, un assistant vocal et une enceinte musicale connectée (ou boîtier "player") de la marque Devialet, vendue au client au prix 480 €, ce qui constitue une innovation marketing le matériel étant généralement loué. Cette nouvelle box a été proposée dans le cadre d'un abonnement à 49,99 € par mois, incluant, en plus de l'Internet/téléphonie, l'accès au service de VOD²⁰ de Netflix et au service LeKiosk (1 600 titres de presse). Ce lancement s'est accompagné de deux autres formules proposées sans l'enceinte Devialet, moins haut de gamme en termes de services associés ou de matériel²¹.

²⁰ Vidéo à la demande.

²¹ Avec i) la Freebox Delta S, même boîtier-serveur que celui de la Delta, commercialisée par un abonnement sans les services TV, et ii) la Freebox One avec un seul boîtier *server-player* et l'accès à Netflix.

b) Les contraintes de maillage du territoire

• Couverture mobile

Les autorisations d'utilisation de fréquences accordées aux opérateurs sont assorties d'engagements auprès de l'Arcep. Ceux-ci visent notamment la couverture du territoire en réseau de troisième et quatrième génération. Free Mobile s'est ainsi engagé à déployer un réseau 3G, couvrant à minima 90 % de la population (jalon atteint) et un réseau 4G couvrant 98 % en 2027 et 99,6 % en 2030.

Au 31 mars 2019, les capacités de couverture en 4G de Free s'élèvent à 92,5 % de la population française vivant en métropole. Ce niveau demeure inférieur à celui relevé chez chacun de ses trois concurrents, qui ont pour leur part dépassé le jalon précité de 98 % :

Couverture 4G	Free	Bouygues	Orange	SFR	Moyenne Concurrents	Ecart Free vs. Moyenne	Ecart Free vs. SFR
Nombre total de sites	14 718	20 579	23 834	21 834	22 082	(7 364)	(7 116)
Nombre de sites équipés en 4G	12 076	17 231	18 923	17 894	18 016	(5 940)	(5 818)
% sites équipés en 4G	82,0%	83,7%	79,4%	82,0%	81,7%	0,4 pts	0,1 pts
% population couverture en 4G ⁽¹⁾	92,5%	98,5%	98,6%	98,7%	98,6%	-6,1 pts	-6,2 pts

Source : Données opérateurs au 31/03/2019, Arcep

(1) en % de la population française vivant en métropole.

Selon son plan stratégique à horizon 2024, "Odysée", présenté le 7 mai 2019, le Groupe ambitionne d'atteindre 25 000 sites équipés pour la 4G d'ici à 2024, contre environ 12 000 fin 2018. A ce plan de densification, il convient d'ajouter la nécessité d'équiper ensuite les sites pour qu'ils puissent également utiliser la technologie 5G dont l'attribution des fréquences par le Gouvernement français doit intervenir à la fin de l'année 2019 ou au début de l'année 2020.

• Couverture fixe

Les objectifs fixés par le Gouvernement issus du Plan France Très Haut Débit visent à garantir le haut débit pour tous d'ici fin 2022 et le très haut débit pour tous d'ici fin 2025. L'Arcep contrôle ainsi le déploiement des réseaux FTTH, notamment en dehors des zones dites très denses, prévoyant la construction de points de mutualisation et la complétude des déploiements des réseaux FTTH.

Fin 2018, le parc de prises raccordables FTTH mises en place par le Groupe, s'établissait à 9,6 millions (en hausse de 50 %), le nombre d'abonnés s'élevant à près de 1 million, en hausse de 75 %. Dans son plan stratégique Odysée, Iliad se fixe comme objectif un parc d'environ 30 millions de prises raccordables FTTH pour 4,5 millions d'abonnés migrés sur la fibre.

L'ampleur des investissements nécessaires pour atteindre les objectifs de maillage du territoire (fixe et mobile) et le déploiement de la 5G, se traduit par la multiplication des partenariats entre opérateurs télécom et groupes investissant dans les infrastructures, Bouygues Telecom et SFR ayant précédé Iliad dans ce mouvement.

Cette tendance s'est traduite dans le cas d'Iliad par la mise en place de deux opérations distinctes, la première créant un partenariat avec le groupe espagnol Cellnex Telecom et la seconde avec InfraVia, fonds d'investissement français spécialisé dans les infrastructures. Chaque opération se traduira par l'apport par Iliad d'actifs techniques (pylônes-antennes pour l'une et raccordements FTTH pour l'autre) à des entités dans lesquelles le Groupe conservera une participation minoritaire significative et dont elle deviendra locataire pour poursuivre l'utilisation desdits actifs.

- Le premier partenariat constitué avec le groupe Cellnex consiste en un apport de 5 700 sites en France et de 2 200 en Italie. Le Groupe conservera 30 % de l'entité portant les actifs français ("Iliad TowerCo"). La cession des 70 % de l'entité française et des 100 % de l'entité italienne ("Iliad Italia TowerCo") devrait intervenir avant la fin de l'exercice et devrait se baser sur une valeur de capitaux propres de 2,4 Mds€ pour 100 %. Iliad deviendra ainsi locataire sur 20 ans des deux entités et s'engagera à construire au moins 2 500

sites en France et 1 000 sites en Italie et à vendre tous les sites construits à l'entité française jusqu'à 4 500 sites en France et à l'entité italienne jusqu'à [2 000] sites en Italie.

- Le partenariat avec Infravia consiste à créer une société dédiée à la gestion et au déploiement de lignes de fibre optique en zones moyennement denses (ZMD) et en zones couvertes par des réseaux d'initiative publique (RIP). Le Groupe transfèrera à celle-ci les contrats de co-financement FTTH et environ 1 million de prises déjà cofinancées et déployées. La cession de 51 % de cette société devra intervenir au début de l'exercice prochain sur la base d'une valeur d'entreprise d'environ 600 m€.

3.1.2.2 Italie : premier bilan à fin juin 2019 de 13 mois d'activité

Entre mai 2018 et juin 2019, en 13 mois, Iliad est parvenu à recruter 3 841 000 abonnés mobile, ce qui représente une part de marché de près de 5 %. Au 2^{ème} trimestre 2019, la base de clientèle a augmenté de 16 % par rapport au 1^{er} trimestre. Dans le même temps, le chiffre d'affaires a progressé de plus de 18,5 %, passant de 84 m€ à 96 m€, portant le chiffre d'affaires du 1^{er} semestre 2019 à 177 m€.

Le réseau du Groupe avait atteint 2 400 sites équipés à fin juin 2019. Le Groupe s'est fixé un objectif de 3 500 sites déployés fin 2019. Enfin, à horizon 2024, il espère atteindre un réseau composé de 10 000 à 12 000 sites.

En rythme annualisé, au 2^{ème} Trimestre 2019, Iliad a atteint un chiffre d'affaires de près de 400 m€. S'il atteint l'objectif de 1,5 Md€ de chiffre d'affaires qu'il se fixe dans son plan Odyssee, il aura atteint en Italie une part de marché identique à celle qu'il occupe actuellement en France dans le mobile.

3.2 Analyse historique de comptes publiés

3.2.1 Évolution des résultats

Les résultats consolidés du Groupe sont présentés dans le tableau ci-après, à compter de l'exercice 2014 :

Résultat en m€	2 014	2 015	2 016	2 017	2 018	S1 2019
Chiffre d'affaires	4 168	4 414	4 722	4 987	4 891	2 607
Variation sur un an	11,2%	5,9%	7,0%	5,6%	-1,9%	8,4%
Achats consommés	(2 323)	(2 239)	(2 323)	(2 357)	(2 129)	(1 012)
Marge brute	1 845	2 176	2 399	2 630	2 762	1 595
En % du CA	44,3%	49,3%	50,8%	52,7%	56,5%	61,2%
Charges externes	(244)	(289)	(342)	(417)	(579)	(259)
Autres produits/(charges)	(4)	(20)	(7)	(20)	(20)	(17)
Dot. aux amort. de droits d'utilisation (IFRS 16)	-	-	-	-	-	(293)
Valeur ajoutée	1 596	1 867	2 050	2 194	2 163	1 026
En % du CA	38,3%	42,3%	43,4%	44,0%	44,2%	39,4%
Impôts et taxes	(41)	(58)	(82)	(108)	(97)	(63)
Frais de personnel	(209)	(222)	(243)	(256)	(285)	(136)
EBE	1 347	1 587	1 725	1 830	1 781	827
En % du CA	32,3%	35,9%	36,5%	36,7%	36,4%	31,7%
Dotation nettes au provisions	(63)	(97)	(50)	(54)	(26)	(25)
EBITDA et EBITDAaI	1 284	1 490	1 676	1 777	1 755	802
En % du CA	30,8%	33,8%	35,5%	35,6%	35,9%	30,8%
Rémunérations en actions	(6)	(3)	(2)	(4)	(14)	(14)
Dot. aux amortissements & dépré. hors IFRS16	(709)	(820)	(930)	(911)	(1 051)	(545)
Résultat opérationnel courant (ROC)	569	666	744	862	690	243
En % du CA	13,7%	15,1%	15,8%	17,3%	14,1%	9,3%
Autres produits/(charges)	(4)	(4)	(4)	(1)	(10)	(2)
Résultat opérationnel (RO)	566	662	740	861	680	241
En % du CA	13,6%	15,0%	15,7%	17,3%	13,9%	9,2%
Coût de l'endettement fi. net	(66)	(59)	(44)	(28)	(46)	(30)
Intérêts de dette locative (IFRS 16)	-	-	-	-	-	(25)
Autres charges financières	(20)	(24)	(48)	(63)	(42)	(17)
Résultat financier	(85)	(82)	(92)	(91)	(88)	(72)
RAI	480	580	648	770	592	169
En % du CA	11,5%	13,1%	13,7%	15,4%	12,1%	6,5%
Impôt y.c. CVAE	(202)	(245)	(246)	(366)	(239)	(82)
En % du RAI hors CVAE	-38,8%	-39,0%	-34,7%	-44,7%	-36,9%	-42,5%
Résultat net des sociétés intégrées	278	335	402	404	353	87
Résultat des SME	-	-	1	1	(23)	(25)
Résultat net consolidé	278	335	403	405	330	62
Quote-part des minoritaires	(4)	0	(2)	(7)	(7)	(5)
Résultat net pdg	274	335	401	398	323	57
Nombre d'actions à la clôture x10 ³	58 454	58 661	58 837	59 033	59 046	58 846
BNPA avant dilution	4,69	5,71	6,82	6,74	5,47	0,97

L'année 2016 avait été particulièrement bien orientée en termes de croissance du chiffre d'affaires (+7 %) et de marges, s'agissant notamment de l'excédent brut d'exploitation (EBE). Depuis lors, la croissance a ralenti en 2017, puis le chiffre d'affaires s'est rétracté de 1,9 % en 2018. Cette baisse n'est toutefois qu'apparente car elle intègre deux effets qu'il convient de relativiser :

- l'application de la norme IFRS 15 conduit à déduire certains revenus de numéros spéciaux facturés et certains revenus d'applications mobiles. À normes constantes, le chiffre d'affaires de 2017 est inférieur de 127 m€ ;

- par ailleurs, il convient selon nous de faire abstraction du recul des ventes de terminaux portables. Ce chiffre d'affaires qui est passé de 245 m€ à 202 m€, est réalisé à faible marge.

Retraité de ces deux effets, le chiffre d'affaires a progressé de 1,6 % (74 m€), ce qui marque néanmoins un ralentissement comparé aux croissances observées en 2016 et en 2017.

Ce ralentissement a eu peu d'effet sur la rentabilité, le taux d'EBE ne perdant que 0,3 % en 2018. Cette baisse modeste est la conséquence de la perte dégagée en Italie à l'occasion du lancement de l'offre commerciale à partir de mai 2018, les marges ayant à l'inverse progressé en France en taux - rapporté au chiffre d'affaires - comme en montant absolu.

Ainsi, la contribution du secteur géographique français au compte de résultat peut être résumée comme suit :

Secteur France (en m€)	2 014	2 015	2 016	2 017	2 018	S1 2019
CA fixe	2 564	2 597	2 690	2 783	2 638	1 364
CA mobile	1 614	1 829	2 043	2 214	2 138	1 068
Eliminations	(11)	(11)	(11)	(9)	(9)	(2)
CA contributif consolidé	4 168	4 414	4 722	4 987	4 767	2 430
Var	11,2%	5,9%	7,0%	5,6%	-4,4%	
Achats consommés	(2 323)	(2 239)	(2 323)	(2 357)	(2 005)	
MB	1 845	2 176	2 399	2 630	2 762	
En % du CA	44,3%	49,3%	50,8%	52,7%	57,9%	
Charges d'exploitation	(561)	(686)	(723)	(854)	(955)	
EBITDAaL	1 284	1 490	1 676	1 777	1 807	910
En % du CA	30,8%	33,8%	35,5%	35,6%	37,9%	37,4%
Rémunérations en actions	(6)	(3)	(2)	(4)	(14)	(14)
Dotations aux amortissements	(709)	(820)	(930)	(911)	(964)	(478)
En % du CA	-17%	-19%	-20%	-18%	-20%	-20%
ROC	569	666	744	862	829	418
En % du CA	13,7%	15,1%	15,8%	17,3%	17,4%	17,2%
Exceptionnels	(4)	(4)	(4)	(1)	(10)	(2)
RO	566	662	740	861	819	416
En % du CA	13,6%	15,0%	15,7%	17,3%	17,2%	17,1%
Coût de l'endettement financier net	(66)	(59)	(44)	(28)	(46)	(26)
Charge IFRS 16	-	-	-	-	-	(24)
Autres charges financières	(20)	(24)	(48)	(63)	(15)	0
Résultat financier	(85)	(82)	(92)	(91)	(61)	(50)
RAI	480	580	648	770	758	366
En % du CA	11,5%	13,1%	13,7%	15,4%	15,9%	15,1%
IS consolidé	(177)	(214)	(213)	(327)	(251)	(112)
CVAE	(25)	(30)	(32)	(39)	(33)	(18)
Taux apparent	38,8%	39,0%	34,7%	44,7%	34,6%	32,0%
Résultat net des sociétés intégrées	278	335	402	404	474	237
SME	-	-	1	1	(23)	(25)
Résultat net	278	335	403	405	451	212
Minoritaires	(4)	0	(2)	(7)	(7)	(5)
Résultat net	274	335	401	398	444	207

Comme l'indique le tableau ci-dessus, les pertes d'abonnés à faible contribution n'ont pas eu de conséquences visibles sur l'EBITDA (ou EBITDAaL²²) de la Société en France, lequel atteint en 2018 son plus haut annuel sur 5 exercices à 1 807 m€. Le résultat opérationnel courant est en revanche en léger recul, la hausse de l'EBITDAaL

²² À partir du premier semestre 2019, suite à l'application de la norme IFRS 16 sur la comptabilisation des loyers, il est présenté un EBITDAaL afin de permettre la comparaison avec les EBITDA des exercices antérieurs. L'EBITDAaL correspond chez Iliad au résultat opérationnel courant augmenté des dotations aux amortissements hors celles relatives à l'actif de droit d'utilisation comptabilisées au titre d'IFRS 16 et des charges calculées liées aux rémunérations en actions.

étant plus que compensée par celle des amortissements, du fait de la montée en puissance de l'intensité capitalistique de l'activité du Groupe (cf. infra la description du bilan).

Pour sa part, le démarrage de l'activité en Italie s'est traduit en 2018, sur les sept premiers mois d'exploitation, par le dégagement de pertes d'EBITDAaL de 52 m€, et de 121 m€ en résultat net, comme détaillé dans le tableau ci-après.

Secteur Italie (en m€)	2 018	S1 2019
CA fixe	-	-
CA mobile	125	177
Eliminations	(1)	-
CA contributif consolidé	124	177
Achats consommés	(48)	
MB	76	
En % du CA	61%	
Frais d'exploitation	(128)	
EBITDAaL	(52)	(108)
En % du CA	-42%	-61%
Rémunérations en actions	-	-
Dotations aux amortissements	(87)	(67)
En % du CA	-70%	-38%
ROC	(139)	(175)
En % du CA	-112%	-99%
Exceptionnels	-	-
RO	(139)	(175)
En % du CA	-112%	-99%
Résultat financier	(27)	(22)
RAI	(166)	(197)
IS consolidé	45	47
Taux apparent	27,00%	23,78%
Résultat net des sociétés intégrées	(121)	(150)

Au 1^{er} semestre 2019, comme l'indiquent les deux précédents tableaux :

- le chiffre d'affaires en France progresse de 1,5 % par rapport au 2nd semestre 2018. Cette évolution s'appuie sur une forte dynamique d'augmentation du nombre d'abonnements mobiles (avec 5,2 % et 8,8 % de croissances trimestrielles, respectivement au premier et second trimestre) et de l'ARPU mobile (avec 8,6 % de croissance au 1^{er} semestre par rapport au 2nd semestre de l'année précédente). Ces tendances traduisent une dépendance moins marquée aux opérations de promotion les plus agressives émanant de la concurrence. Ces effets, conjugués avec l'intégration la société de Jaguar Network, conduisent à une marge d'EBITDAaL de 37,4 % (au sens défini par la Société). Ce taux est proche de celui de l'EBITDA constaté en 2018, soit 37,9 %.
- en Italie, le chiffre d'affaires progresse de 12 m€ au premier trimestre puis de 15 m€ au second, pour s'établir à 177 m€, contre 115 m€ comptabilisés au 2nd semestre 2018. En dépit de cette performance commerciale, les pertes se sont accrues en Italie, atteignant ainsi 108 m€ en EBITDAaL et 150 m€ en résultat net. Le management explique cette détérioration par la hausse des frais variables liés aux consommations des clients en dehors du réseau d'Iliad (frais de "roaming"²³).

En conclusion, les derniers résultats ont été marqués par un contexte de forte concurrence en France qui n'a que peu affecté la rentabilité du Groupe en termes d'EBITDAaL sur son marché historique. Nous notons toutefois une augmentation i) des dotations aux amortissements qui obèrent la rentabilité opérationnelle, ainsi que ii) des frais

²³ Ou d'itinérance.

financiers traduisant respectivement l'effort d'investissement du Groupe et l'accroissement de l'endettement qui l'accompagne. La hausse des frais financiers au 1^{er} semestre résulte aussi de l'application d'IFRS 16 qui déporte une partie des charges de loyers opérationnels supportées par le Groupe au niveau du résultat financier.

Sur le plan consolidé, la baisse de l'EBITDAaL et des autres soldes de gestion résulte de l'effort mené par le Groupe pour constituer un fonds de commerce en Italie.

3.2.2 Évolution des flux de trésorerie

Les différentes composantes du tableau de financement sont présentées ci-dessous :

Tableau de financement en m€	2 014	2 015	2 016	2 017	2 018	S1 2019
Résultat net consolidé	278	335	403	405	330	62
Dotations nettes prov. & amortissements	772	917	979	964	1 077	570
Gains et pertes latents / justes valeurs	(4)	(3)	(0)	3	(2)	-
Résultat de cession d'actifs	(4)	(5)	(14)	(6)	(4)	-
Charges calculées / paiements en actions	6	3	2	4	14	14
Autres (produits)/charges calculés	12	17	41	52	3	25
Résultat des SME	-	-	(1)	(1)	23	25
Charge d'impôt différé	12	(6)	14	(9)	(47)	(47)
Capacité d'autofinancement (CAF) retraité d'IFRS 16	1 072	1 258	1 424	1 412	1 394	649
Dot. nettes aux prov. sur actifs circulants	(72)	(90)	(51)	(56)	(32)	(26)
Marge brute d'autofinancement (MBA)	1 001	1 168	1 373	1 356	1 362	623
Variation du BFR net y.c. impôt	(85)	(2)	18	(33)	11	(14)
Variation du BFR sur fournisseurs d'immo.	82	1 057	732	(968)	795	(162)
Investissements incorp. et corporels bruts	(1 077)	(2 312)	(2 519)	(1 640)	(3 280)	(863)
En % du CA	-26%	-52%	-53%	-33%	-67%	-33%
Produits de cession d'actifs	12	18	20	16	26	15
Variations de périmètre	(1)	(34)	(3)	(21)	(392)	(73)
Variation des immo. financières	(0)	(0)	0	(18)	10	(9)
Flux de trésorerie d'autofinancement	(69)	(106)	(379)	(1 308)	(1 468)	(483)
Var. endettement y compris loyers de crédit-bail	(100)	709	(28)	781	1 496	887
Autres variations	(22)	(7)	(45)	519	(1)	(44)
Cash flow libre pour l'actionnaire	(191)	595	(452)	(9)	27	360
Exercice de BSA et options d'achat	28	13	10	18	6	24
Rachat d'actions	2	1	(16)	(3)	(35)	(122)
Versement de dividende	(22)	(23)	(24)	(26)	(40)	(53)
Var. de trésorerie nette des concours bancaires	(183)	586	(483)	(20)	(42)	209
Variation des concours bancaires	(5)	(2)	3	1	7	18
Variation de trésorerie brute	(188)	585	(480)	(19)	(35)	227

Comme l'indique cette synthèse, le Groupe dégage une capacité d'autofinancement (CAF) proche de 1,4 Md€ depuis 2016. En 2018, cette dernière a été pénalisée en Italie par un EBITDAaL négatif de 52 m€, lequel génère impôt différé actif qui ne s'impute pas sur les bénéfices déclarés en France. Au 1^{er} semestre 2019, l'impact de l'Italie sur la CAF est de 108 m€. Une fois annualisée, la CAF du 1^{er} semestre 2019 serait donc assez proche de celle des exercices précédents avant prise en compte des dépenses engagées en Italie.

Le principal emploi de la CAF consiste en investissements corporels et incorporels bruts. Depuis 2016, le montant cumulé de ces derniers s'établit à 3 Mds€ soit près de la moitié des investissements corporels sur la même période. Sur ces 3 Mds€, 2 Mds€ ont été investis en Italie en achat de licences, dont la moitié en 2019 à l'occasion des acquisitions de licences 5G auprès de l'État italien. Il convient toutefois de préciser qu'une partie de ces montants bénéficie de différés de paiement qui ont donné lieu à la comptabilisation de dettes envers les fournisseurs d'immobilisations, dont en premier lieu auprès de l'État italien pour un solde cumulé de 1,4 Md€ à fin juin 2019.

Après prise en compte des dettes envers les fournisseurs d'immobilisations, au cours des 3 derniers exercices et du 1^{er} semestre 2019, le Groupe a ainsi décaissé 8,6 Mds€, autofinancés à hauteur de 60 %, le solde par recours à l'endettement financier.

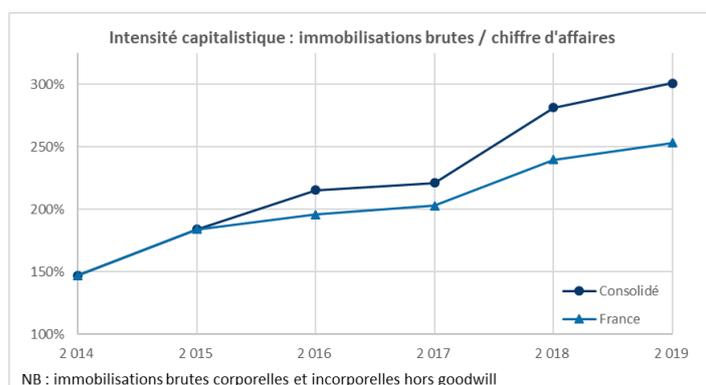
3.2.3 Évolution de la situation bilancielle

Au cours de la période récente, le point saillant de l'évolution de l'actif fonctionnel du Groupe est le doublement du montant des immobilisations d'exploitation (incorporelles et corporelles) entre 2015 et 2018. La baisse intervenue pour la première fois au premier semestre 2019 est uniquement la conséquence du projet de cession d'actifs d'infrastructures passives à Cellnex, dont la valeur nette comptable s'établit à 500 m€ (nette des passifs) et sort de l'actif opérationnel en application de la norme IFRS 5.

Cette montée en puissance de l'actif immobilisé est la traduction des investissements réalisés dans les infrastructures de réseaux fixes et mobiles et dans les achats de licences, notamment en Italie.

Bilan fonctionnel actif en m€	2 014	2 015	2 016	2 017	2 018	S1 2019
Goodwill	215	215	215	215	215	306
Immobilisations incorporelles	1 235	2 253	3 242	2 707	3 938	3 821
Immobilisations corporelles	2 788	3 229	3 761	4 429	5 358	5 182
Immobilisations d'exploitation	4 023	5 483	7 003	7 136	9 296	9 003
Dépôts et cautions	-	-	-	-	6	-
Impôt différé actif	24	25	11	21	65	114
Créances à long terme	-	-	-	-	16	18
Actif de droit d'utilisation (IFRS 16)	-	-	-	-	-	1 682
Actif immobilisé opérationnel	4 261	5 723	7 229	7 371	9 598	11 123
BFR d'exploitation	(138)	(122)	(120)	(71)	(47)	50
Actif opérationnel	4 123	5 600	7 109	7 300	9 551	11 173
Actifs nets détenus en vue d'être cédés	34	26	21	20	15	500
Immobilisations financières	8	8	19	37	50	63
Titres de SME	-	24	15	16	318	368
Actif économique	4 165	5 659	7 163	7 372	9 934	12 104

Entre 2014 et 2019, l'intensité capitalistique de l'activité, i.e. le rapport des immobilisations brutes amortissables au chiffre d'affaires, est passée de 150 % à 300 %. Retraitée de l'Italie qui n'a pas encore atteint son niveau de maturité opérationnelle, ce ratio s'établit à 250 % en 2019. En d'autres termes, le Groupe a investi 2,5 € d'immobilisations pour produire 1 € de chiffre d'affaires. Pour atteindre ce ratio en Italie, il faudrait que le chiffre d'affaires s'établisse à près de 1,0 Md€, contre environ 400 m€ attendus en 2019. Cet écart souligne la croissance à réaliser pour que le rendement des capacités de production soit comparable à celui de la France.



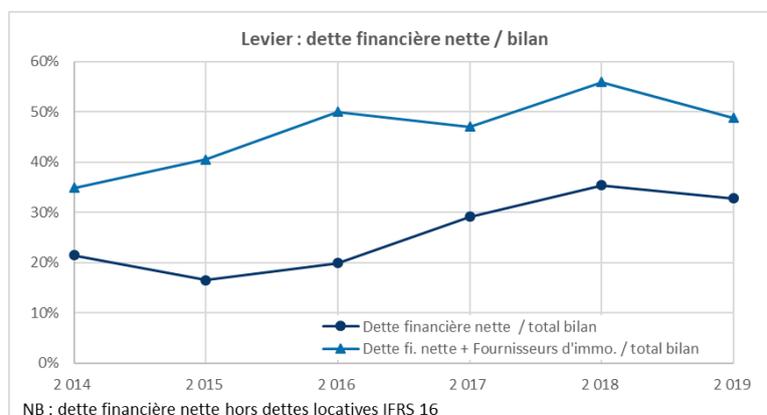
Le point majeur de l'évolution du passif fonctionnel est l'augmentation de l'endettement financier net, passé de 1,2 Md€ fin 2015, à 4,6 Mds€ fin juin 2019, échu à moins d'un an à hauteur de 460 m€. La part à plus d'un an, soit 3,9 Mds€, a une maturité moyenne proche de 5 ans. Au 1^{er} semestre 2019, le Groupe a émis un emprunt

*Schuldscheindarlehen*²⁴ d'un montant de 500 m€ et d'une maturité moyenne de 4,5 ans à l'émission, le 22 mai 2019. Cette maturité se compare à des durées moyennes d'utilisation (et d'amortissement) des actifs immobilisés de 10 ans. Le Groupe a donc une stratégie de refinancement d'une partie de sa dette à mi-parcours de la durée de vie technique de ses actifs.

Les investissements ayant bénéficié de délais de paiement, les dettes auprès des fournisseurs d'immobilisations s'établissent à 2,2 Mds€ au 1^{er} semestre 2019. Ces encours représentent donc un moyen de financement stratégique pour le Groupe, puisqu'ils représentent près de la moitié de l'encours d'endettement financier net. La part à plus d'un an de ces dettes fournisseurs d'immobilisations s'établit à 1,5 Md€. La principale échéance s'élève à 900 m€ et doit être réglée en 2022 à l'État italien.

Bilan fonctionnel passif en m€	2 014	2 015	2 016	2 017	2 018	S1 2019
Capitaux propres	2 310	2 637	3 002	3 374	3 606	3 599
Provisions pour R&C et impôt différé	96	99	49	44	39	39
Dettes financières nettes	1 084	1 191	1 643	2 449	3 983	4 610
Passif de droit d'utilisation (IFRS 16)	-	-	-	-	-	1 609
Fournisseurs d'immobilisations	675	1 731	2 470	1 505	2 306	2 247
Capitaux engagés	4 165	5 659	7 164	7 372	9 934	12 104

Le Groupe, qui doit remplir ses obligations en termes de couverture du territoire national, a vu son actif opérationnel doubler depuis 2014, abstraction faite de la comptabilisation en 2019 d'un actif de droit d'utilisation au titre de ses baux locatifs, conformément à la norme IFRS 16. Cet effort explique le niveau d'endettement net financier qui représente 128 % des capitaux propres consolidés au 1^{er} semestre 2019. L'endettement net financier (hors dette locative IFRS 16) représente ainsi 1/3 du bilan comptable. En élargissant la notion de levier financier à l'endettement contracté auprès des fournisseurs d'immobilisations, ce ratio passe à 50 % :



Un tel niveau d'endettement peut sembler élevé. Toutefois, il n'aurait pu être contracté si l'EBITDAaL et la CAF du Groupe n'avaient présenté pas une grande récurrence, comme en témoigne l'exposé précédent sur le compte de résultat et le tableau de financement.

Il convient par ailleurs de noter qu'au-delà des dettes financières figurant au bilan, le Groupe bénéficie d'un crédit revolving syndiqué d'un montant de 1,65 Md€, extensible jusqu'en 2025 et qui n'était pas utilisé à fin juin 2019. À cette possibilité de tirage, s'ajoute une trésorerie qui s'établirait à 427 m€ à fin 2019, hors concours bancaires, ces deux éléments venant renforcer la liquidité du Groupe en cas de besoin. Nous notons par ailleurs que seule une tranche de 200 m€ d'emprunt contient une clause résolutoire basée sur un ratio de levier d'endettement (dette nette rapportée à l'EBITDAaL), et que son ratio plafond (soit 3,5x) était encore loin d'être atteint fin 2018 (avec un multiple effectif de 2,25x).

²⁴ Prêt placé auprès d'investisseurs qualifiés dans le cadre d'un placement privé. Il comprend plusieurs tranches de maturités et de taux différents. Cet emprunt est de rang chirographaire (senior unsecured), comme l'ensemble de l'endettement du Groupe.

3.3 Plan stratégique « Odysée 2024 » et *guidances* de septembre 2019

Après des performances commerciales décevantes en 2018, le Groupe a annoncé le plan Odysée 2024 lors d'un communiqué de presse en mai 2019. Ce plan présente les objectifs que souhaite atteindre Iliad au cours des 5 prochaines années et notamment :

- le renforcement de son réseau de fibre optique avec 30 millions de prises pour 4,5 millions d'abonnés FTTH ;
- le développement de son réseau mobile avec pour objectif 25 000 sites en France d'ici à 2024 et 80 % des abonnés en forfait 4G. Cet objectif s'inscrit dans une volonté de repositionnement de la stratégie commerciale d'Iliad vers des offres premium ;
- la création d'un nouvel opérateur BtoB (prévision de 4 % à 5 % des parts du marché pour un chiffre d'affaires entre 400 m€ et 500 m€), en s'appuyant sur l'intégration de Jaguar Network ;
- le développement en Italie des offres mobile et fixe, avec un objectif de 10 000 à 12 000 sites d'ici à 2024, et un chiffre d'affaires de 1,5 Md€, soit une part de marché équivalente à celle de la France actuellement.

Au-delà du plan Odysée 2024, le Groupe Iliad a précisé ses objectifs en septembre 2019 lors de l'annonce des résultats du 1^{er} semestre 2019. Ces objectifs confirment ceux énoncés dans le plan Odysée 2024, tout en apportant certaines précisions chiffrées pour les premières années du plan :

- l'objectif d'Iliad dans la fibre est d'atteindre 25 % des parts de marché sur le Haut et Très Haut Débit en France avec le recrutement de 500 000 nouveaux abonnés par an, permettant d'atteindre 2 millions d'abonnés en 2020 et 4,5 millions d'abonnés en 2024. Le Groupe prévoit ainsi de renforcer son réseau de fibre optique avec 20 millions de prises en 2022 et 30 millions en 2024 ;
- le Groupe ambitionne d'atteindre 25 % des parts de marché mobile avec 80 % des abonnements en 4G illimitée. Pour cela, il prévoit la création de 2 000 nouveaux sites en 2019 ; l'objectif final étant d'atteindre les 25 000 sites prévus dans le plan Odysée 2024 ;
- Iliad prévoit de gagner 4 % à 5 % des parts de marché dans le BtoB d'ici à 2024 pour un EBITDA B2B compris entre 400 m€ et 500 m€ ;
- le Groupe vise l'atteinte de son seuil de rentabilité en Italie avec une part de marché de 10 % et, à terme, un chiffre d'affaires de l'ordre de 1,5 Md€. Le Groupe prévoit de déployer 3 500 nouveaux sites mobiles dès 2019, et 10 000 à 12 000 sites d'ici à 2024.

En ce qui concerne les éléments financiers, Iliad anticipe en France :

- une marge d'EBITDA (hors B2B et vente d'équipement) de 40 % dès 2020 ;
- des investissements en 2019 dans la continuité des Capex 2018 ;
- un EBITDA hors investissements de plus de 800 m€ en 2020 et 1 Md€ en 2021.

En Italie, le Groupe anticipe en 2019 une contribution négative à l'EBITDA consolidé, en augmentation par rapport à 2018.

3.4 Analyse du consensus des prévisions des analystes

En l'absence de plan d'affaires communiqué par le management de la Société, nos travaux se sont essentiellement basés sur les prévisions des analystes financiers suivant le titre Iliad (au nombre de 22 à la date de rédaction du présent rapport). Du fait de cette contrainte, nous avons analysé le consensus des prévisions des analystes relevé

dans les notes publiées sur Iliad durant le second semestre 2019 afin, non seulement de déterminer des agrégats moyens nécessaires à l'application des méthodes d'évaluation, mais aussi d'apprécier l'incertitude pesant sur ces mêmes agrégats. Le détail par pays du consensus des prévisions des analystes est présenté en annexe 7.1.

3.4.1 Méthodologie

Une approche classique²⁵ du consensus consistant à agréger les prévisions des analystes année par année introduit mécaniquement un biais dans les valeurs obtenues du fait des horizons de prévision non-homogènes, que nous illustrons ci-dessous :

Illustration du biais introduit dans les consensus par des horizons hétérogènes					
	horizon 1	horizon 2	horizon 3	horizon 4	horizon 5
Analyste 1	50,0	50,5	51,0		
% de croissance		1,0%	1,0%		
Analyste 2	100,0	101,0	102,0	103,0	
% de croissance		1,0%	1,0%	1,0%	
Analyste 3	150,0	151,5	153,0	154,5	156,1
% de croissance		1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Moyenne des prévisions	100,0	101,0	102,0	128,8	156,1
% de croissance		1,0%	1,0%	26,3%	21,2%

Nous notons dans l'exemple présenté que, malgré le fait que l'ensemble des analystes anticipe une croissance de l'agrégat considéré de 1 % par an, son consensus croît fortement en fin de période du fait de la sortie des analystes 1 et 2 du suivi. Cet effet, conjugué avec le fait que ce sont, en général, les analystes les plus optimistes qui produisent des prévisions à long terme, accroît sensiblement le biais d'optimisme déjà observé naturellement chez les analystes pris individuellement.

Afin de corriger ce biais nous avons agrégé les prévisions des analystes selon deux méthodes :

- un consensus raisonné de niveau 2, présenté à titre de recoupement, retraité des entrées/sorties selon une approche *top-down* consistant à prolonger les prévisions de analystes ne couvrant pas l'horizon retenu à partir de la moyenne des taux de croissance observés chez les analystes couvrant cet horizon. Cette approche présente l'avantage de corriger le problème de base illustré supra de manière purement mécanique et objective, mais induit une perte d'information pour les analystes qui ne couvriraient pas l'horizon dans son intégralité ;
- un consensus raisonné de niveau 3, retenu à titre principal, où les prévisions de chaque analyste ont été prolongées par nos soins sur l'horizon retenu à partir de la croissance attendue par l'analyste et de ratios sélectionnés en fonction de l'agrégat traité. Cette deuxième approche présente l'avantage de pouvoir maintenir les hypothèses des analystes qui ne couvriraient pas 100 % de l'horizon et d'éviter ainsi le principal inconvénient de la première approche, mais introduit un facteur humain dans le retraitement et donc une part de subjectivité.

3.4.2 Échantillon d'analystes financiers retenus dans le consensus

L'échantillon des analystes financiers entrant dans la construction du consensus a été constitué en reprenant l'intégralité des publications récentes (post publication des résultats semestriels) pour lesquelles le niveau d'information était suffisant pour reconstituer les principaux agrégats utilisés dans nos travaux (EBITDAaL et investissements en particulier).

²⁵ Cette méthodologie est notamment celle appliquée par les grands pourvoyeurs de consensus tels que Refinitiv Eikon ou Bloomberg. Eikon propose une approche alternative basée sur la pondération des analystes en fonction d'un rating produit par sa filiale Starmine, lui-même basé sur les performances passées de chaque analyste. Cette approche ne corrige pas le biais évoqué supra.

Echantillon d'analystes financiers retenu pour la constitution du consensus			
	Dernière étude publiée	Dernières prévisions détaillées	Retenu ?
ARETE	08/10/2019	08/10/2019	Oui
BANCO SANTANDER	03/09/2019	15/03/2019	Oui
BARCLAYS	16/10/2019	16/10/2019	Oui
BERENBERG	24/06/2019	24/06/2019	Oui
BofAML	19/09/2019	19/09/2019	Oui
BRYAN GARNIER	11/09/2019	11/09/2019	Oui
CREDIT SUISSE	17/10/2019	17/10/2019	Oui
EXANE-BNP PARIBAS	04/09/2019	04/09/2019	Oui
HSBC	10/09/2019	10/09/2019	Oui
JP MORGAN	17/10/2019	17/10/2019	Oui
KEPLER CHEUVREUX	06/09/2019	06/09/2019	Oui
MACQUARIE	11/09/2019	11/09/2019	Oui
MAINFIRST	04/07/2019	04/07/2019	Oui
MORGAN STANLEY	06/11/2019	06/11/2019	Oui
MORNING STAR	03/09/2019	03/09/2019	Oui
ODDO BHF	18/10/2019	18/10/2019	Oui
REDBURN	19/09/2019	19/09/2019	Oui
SOCIETE GENERALE	10/09/2019	19/02/2019	Oui
ESN-CMCIC	24/09/2019	30/01/2019	Non
GOLDMAN SACHS	03/09/2019	na	Non
NEW STREET	30/09/2019	na	Non
UBS	18/10/2019	na	Non

Sur les 22 analystes pour lesquels des publications récentes étaient disponibles, nous en avons retenu 18 :

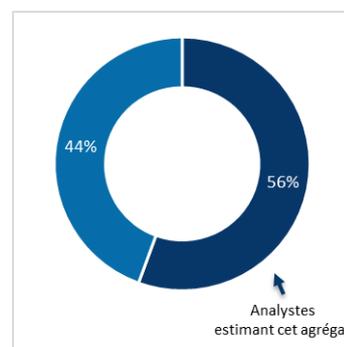
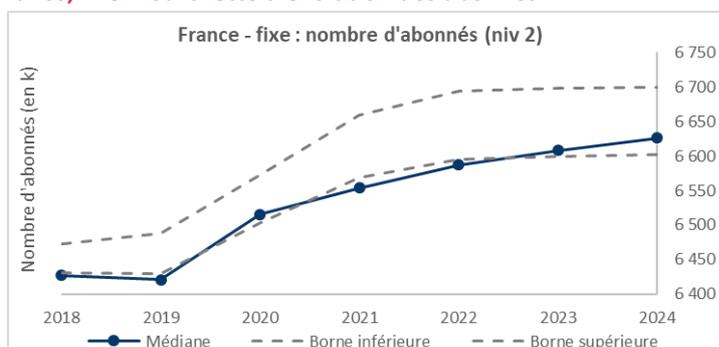
- Goldman Sachs, New Street et UBS ne fournissent pas un niveau de détail suffisant pour que leurs prévisions puissent être utilisées dans des approches raisonnées du consensus ;
- ESN-CMCIC a publié une étude détaillée en janvier 2019 mais sans remettre à jour la plupart des informations fournies après la publication des semestriels d'Iliad sur un horizon suffisant pour permettre son intégration dans notre consensus.

3.4.3 Prévisions de chiffre d'affaires

3.4.3.1 Décomposition de l'effet prix et volume

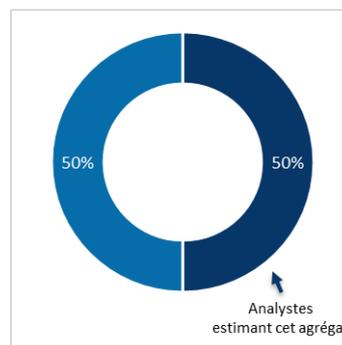
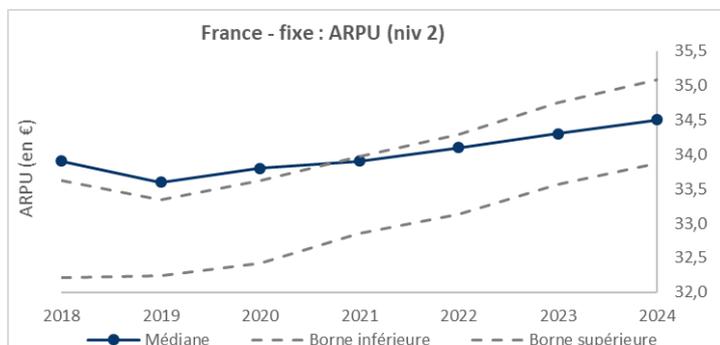
Du fait de l'hétérogénéité du niveau de granularité des agrégats présentés par les analystes, il n'a pas été possible de réaliser une analyse exhaustive du consensus de niveau 3 extériorisant les effets prix et volume pour chacune des activités du Groupe (fixe France, mobile France et Italie). À titre indicatif, nous présentons toutefois ci-dessous les résultats obtenus à partir d'une approche de niveau 2.

France, fixe : fourchette d'évolution des abonnés :



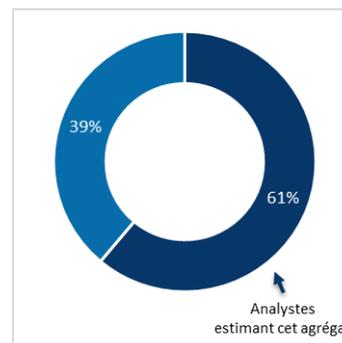
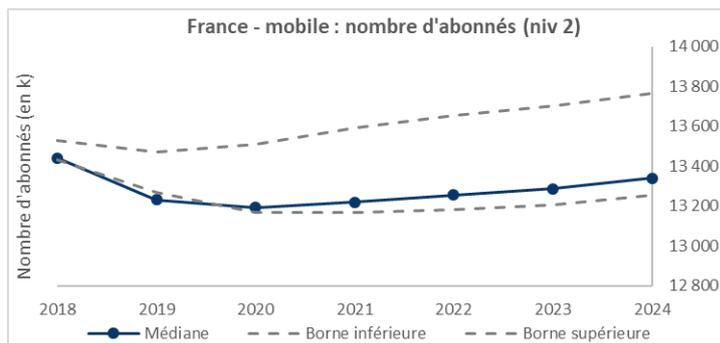
La fourchette²⁶ extériorisée dans les études des analystes est également étroite (cible 2024 comprise entre 6,6 et 6,7 millions d'abonnés) et en hausse régulière après les difficultés de 2018-2019 (TMVA²⁷ 2018-2024 du consensus moyen de 0,5 %). Nous remarquons toutefois que la médiane des opinions des analystes ressort très proche de la fourchette basse de la moyenne, révélant une relative prudence de la majorité des prévisions.

France, fixe : fourchette d'évolution de l'ARPU :



La fourchette extériorisée dans les études des analystes ressort également étroite (cible 2024 comprise entre 34 € et 35 € par mois et par abonné) et en hausse relative après 2019 (TMVA 2018-2024 du consensus moyen de 0,8 %). La médiane ressort dans le haut de la fourchette du fait d'une relative homogénéité des prévisions à ce niveau à l'exception de HSBC qui prévoit un niveau significativement inférieur aux autres analystes.

France, mobile : fourchette d'évolution des abonnés :

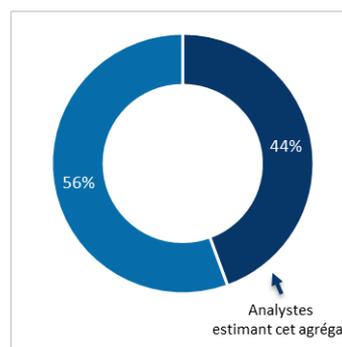
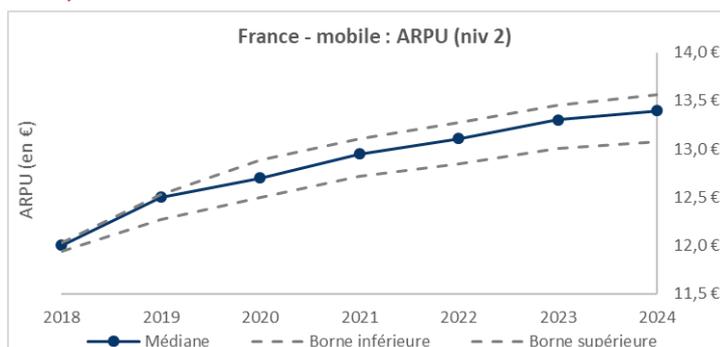


La fourchette extériorisée dans les études des analystes encadre le niveau réalisé en 2018 avec une cible en 2024 comprise entre 13,3 et 13,8 millions d'abonnés qui se compare aux 13,4 millions de fin 2018. Si nous raisonnons en moyenne, l'évolution 2019-2024 ne fait cependant qu'effacer la perte nette de l'année 2019 (TMVA 2018-2024 nul). La médiane ressort très proche de la fourchette basse de la moyenne, révélant une hypothèse encore plus pessimiste de très faible croissance du nombre d'abonnés par rapport à 2019 chez la majorité des analystes financiers. Ces résultats semblent cohérents avec la stratégie de montée en gamme aux dépens des abonnés « à deux euros » initiée chez Free Mobile.

²⁶ Intervalle de confiance statistique de la moyenne au seuil de 95%.

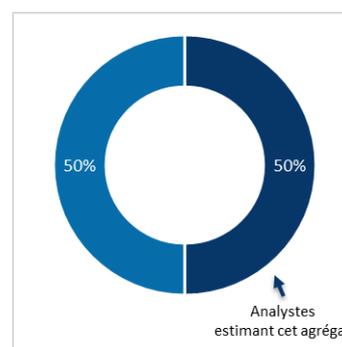
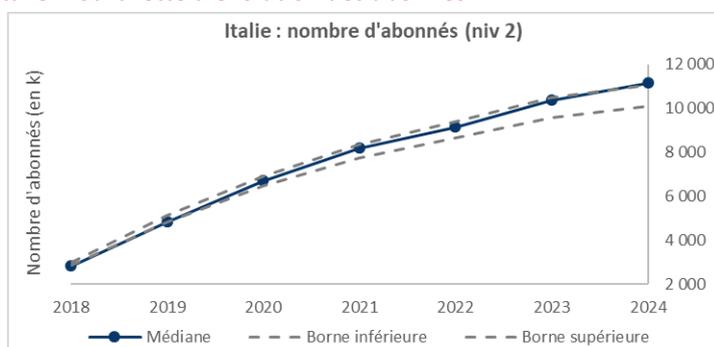
²⁷ Pour Taux de Variation Annuelle Moyen.

France, mobile : fourchette d'évolution de l'ARPU :



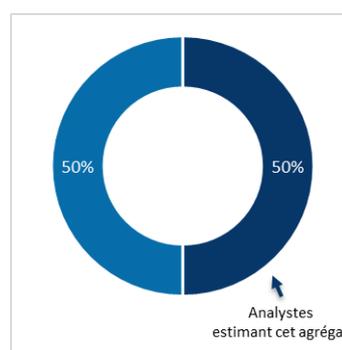
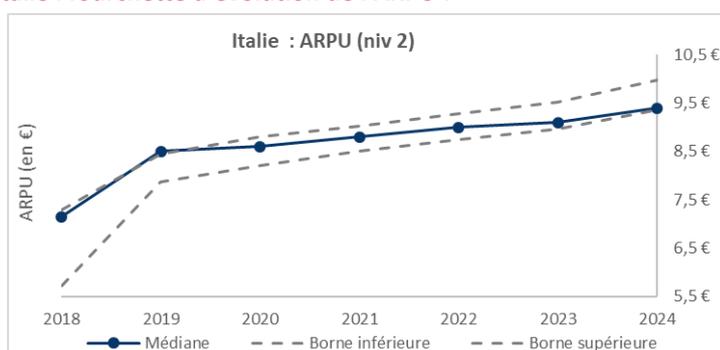
La fourchette extériorisée dans les études des analystes est réduite avec une cible en 2024 comprise entre 13,1 € et 13,6 € par mois et par abonné, en hausse par rapport à 2018 (TMVA 2018-2024 du consensus moyen de 1,8 %), du fait de la montée en gamme des clients Free Mobile (moins d'abonnements à 2 € remplacés par des forfaits illimités). Cette hypothèse de montée en gamme est reprise par une majorité des analystes sur la période 2019-2021 (médiane proche de borne supérieure de la moyenne)²⁸.

Italie : fourchette d'évolution des abonnés :



La croissance du nombre d'abonnés en Italie ressort, dans les études des analystes, en forte croissance sur la période (TMVA 2018-2024 égal à 25,6%). La fourchette extériorisée ressort relativement étroite au regard de la croissance anticipée (de l'ordre de 1 million d'abonnés à horizon 2024). La médiane des prévisions rejoint rapidement le haut de la fourchette des prévisions, évolution que nous interprétons comme un optimisme des analystes s'agissant de la capacité d'Iliad à acquérir rapidement des abonnés en Italie.

Italie : fourchette d'évolution de l'ARPU :

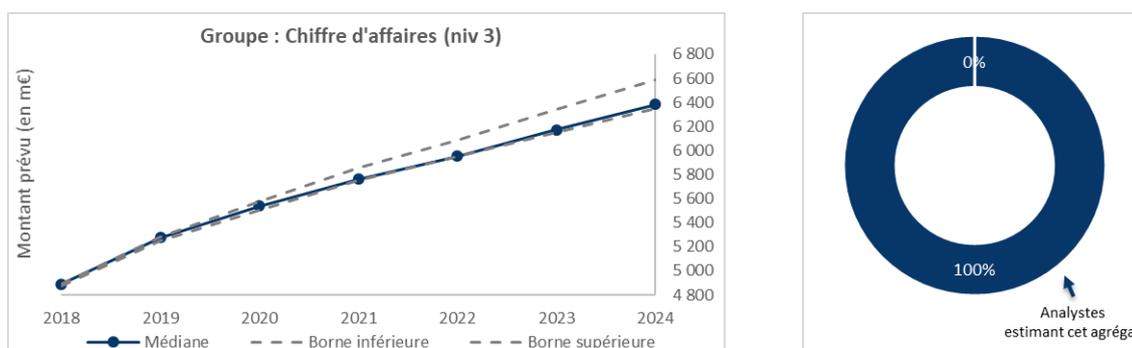


La fourchette extériorisée dans les études des analystes est assez resserrée (cible 2024 comprise entre 9,4 € et 10,0 € par mois et par abonné) et en hausse sur la période (TMVA 2018-2024 de la moyenne de 6,8%). Cette hausse significative s'explique par un ARPU 2018 fortement réduit par la stratégie d'acquisition de parts de marché menée

²⁸ Les prévisions d'ARPU produites par Arete ont été retirées de l'échantillon du fait d'un mode de calcul de l'ARPU différent de celui des autres analystes financiers.

par le Groupe en Italie. Nous relevons toutefois que si les analystes projettent une normalisation rapide de l'ARPU, ils prévoient également sa stabilisation à un niveau inférieur à celui de l'activité mobile en France.

3.4.3.2 Consensus raisonné du chiffre d'affaires

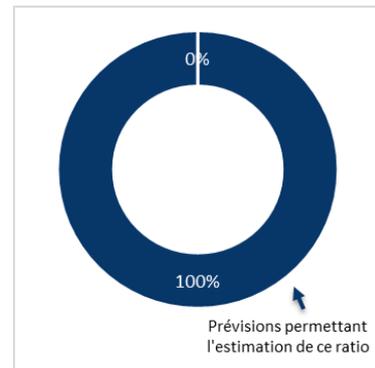
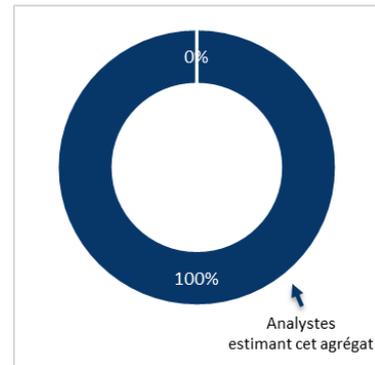
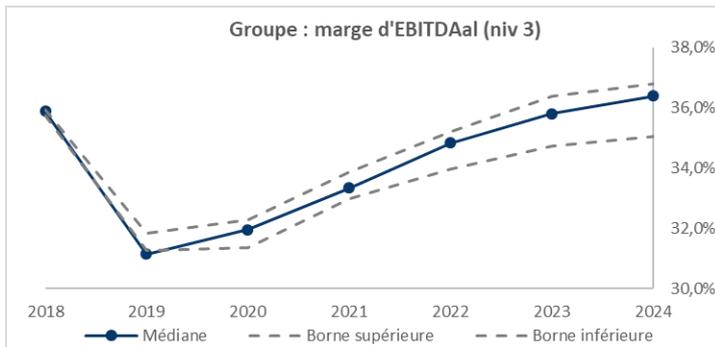
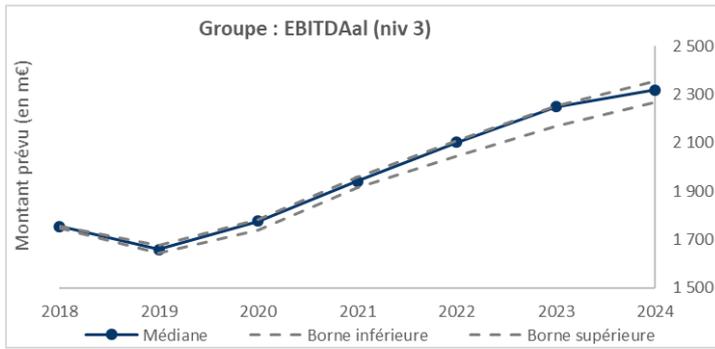


Il ressort de ce qui précède une croissance soutenue du chiffre d'affaire consolidé du Groupe (TMVA 2018-2024 de la moyenne de 4,8 %) du fait de l'effet combiné du développement rapide de l'Italie et de la croissance attendue en France. L'incertitude statistique sur ce poste agrégé est relativement faible chez les analystes financiers prévoyant en 2024 un chiffre d'affaires compris entre 6,3 et 6,6 mds€. Du fait du poids prépondérant de la France dans l'ensemble, le niveau médian, représentatif de l'opinion de la majorité des analystes, se situe au niveau du bas de la fourchette à partir de 2021.

3.4.4 EBITDAaL et marge d'EBITDAaL

Note liminaire : L'EBITDAaL est un nouvel agrégat apparu en raison de l'entrée en vigueur en 2019 de la nouvelle norme IFRS 16. Cette dernière impose aux sociétés de comptabiliser leurs loyers opérationnels comme des actifs dit « de droit d'usage » amortis et compensés par la dette de loyer correspondante actualisée, dans la majorité des cas (i.e. hors crédit-bail) au taux d'emprunt marginal de la Société. De ce fait, le calcul de l'EBITDA classique se trouve modifié, les charges de loyers se transformant en deux composantes (amortissement d'un actif de droit d'usage et frais financiers liés à la dette de loyer) comptabilisées au niveau de l'EBIT pour la première et au niveau du résultat financier pour la seconde. Dans un souci de cohérence avec les pratiques historiques et de comparabilité des chiffres, les sociétés du secteur, dont Iliad, ont décidé de publier des EBITDA *after leases* ou EBITDAaL qui tiennent compte de la charge de loyers. Les analystes financiers suivant Iliad ont majoritairement repris cette présentation dans leurs travaux (à l'exception d'Exane BNP-Paribas qui présente néanmoins le détail des retraitements IFRS 16 qu'il réalise). La définition de l'EBITDAaL n'étant pas normalisée, la façon de le calculer peut varier selon les sociétés. Dans le cas d'Iliad, nous comprenons que l'EBITDAaL est un l'EBITDA « comptable » diminué de l'amortissement de l'actif de droits d'utilisation IFRS 16 et donc qu'il réduit à hauteur de la part financière des loyers qui reste comptabilisée en frais financiers.

Dans ce contexte nous avons considéré que les analystes financiers qui réalisaient des prévisions d'EBITDA ou d'EBITDAaL utilisaient la même définition, sauf mention explicite de retraitements IFRS 16, cette approche ayant été confirmée par des contrôles de cohérence.



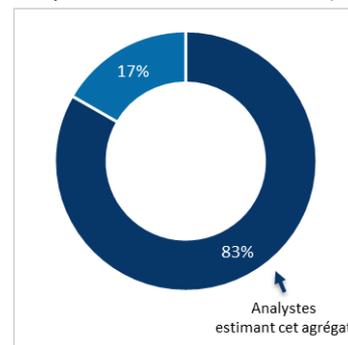
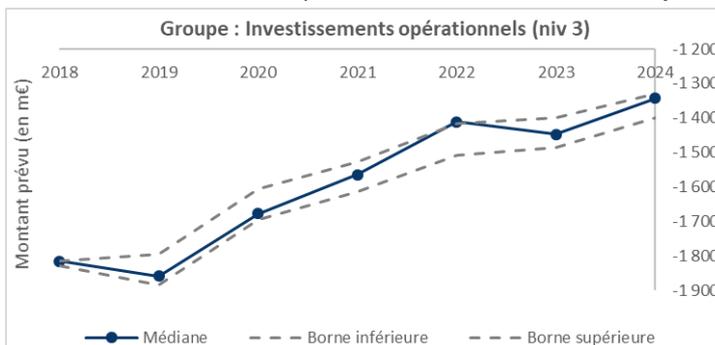
Les pertes d'exploitation et les incertitudes pesant sur l'Italie impactent les anticipations de taux de marge d'EBITDAal consolidé dont l'objectif 2024 ressort compris entre 35,1 % et 36,8 %. La médiane des prévisions ressort relativement proche de la prévision moyenne, à court terme, avant de la dépasser sur la période 2023-2024.

3.4.5 Investissements opérationnels (hors fréquences) rapportés au chiffre d'affaires

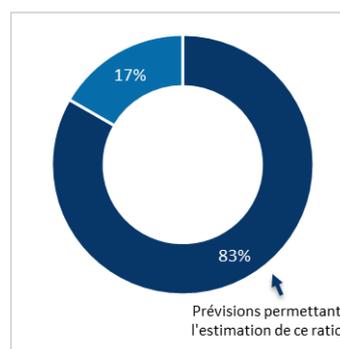
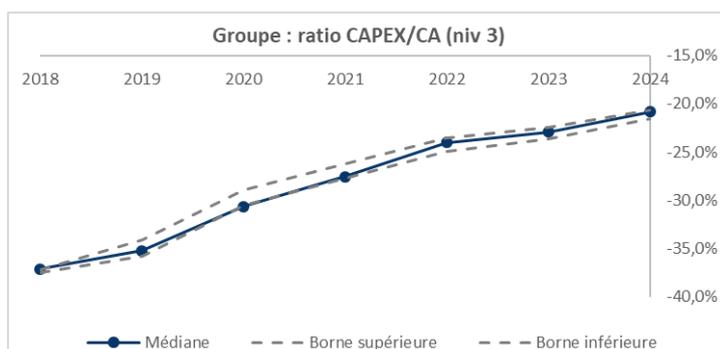
Note liminaire : Une part significative des investissements réalisés par le Groupe est destinée à l'acquisition de licences d'utilisation des bandes de fréquences hertziennes utilisées par les téléphones mobiles. Ces actifs incorporels stratégiques sont difficilement comparables aux investissements opérationnels classiques, car :

- ils ont une valeur patrimoniale intrinsèque²⁹ (sous réserve d'agrément en cas de cession) ;
- le cycle d'investissement en fréquences est beaucoup plus long que les investissements opérationnels car les premiers sont corrélés à l'innovation technologique, difficilement prévisible étant rappelé que le passage de la 4G à la 5G aura mis une dizaine d'années ;
- le paiement de ces investissements peut être étalé dans le temps selon les pays.

De ce fait, la plupart des analystes financiers publient des prévisions séparées pour ces deux agrégats, les investissements opérationnels classiques étant généralement traités dans les flux d'exploitation et les investissements dans les fréquences comme des éléments d'ajustement de la position financière nette (cf. §4.1.2).

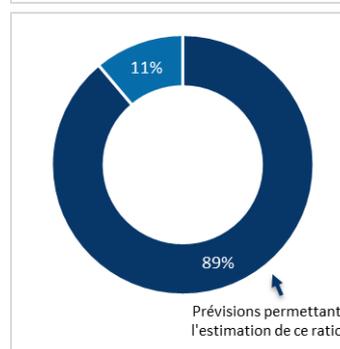
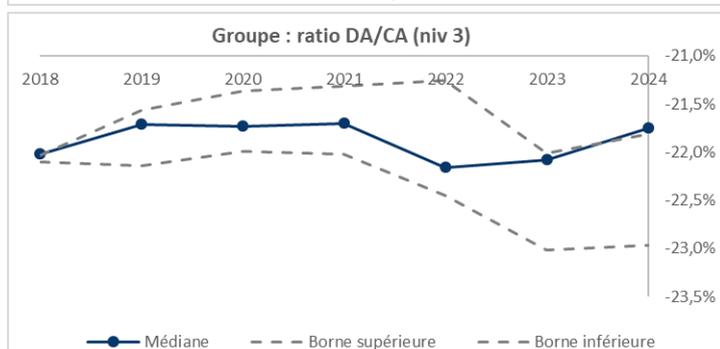
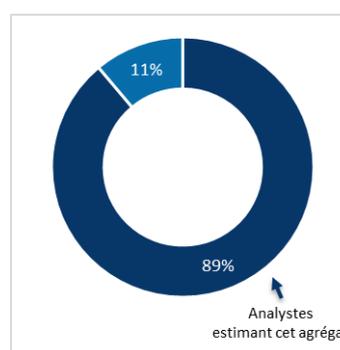
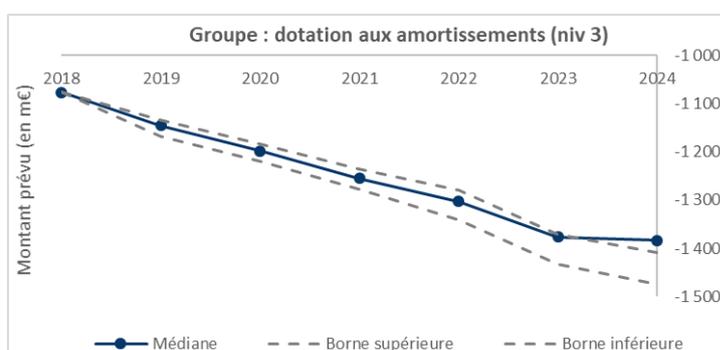


²⁹ Les bandes de fréquences utilisables par les téléphones mobiles sont des ressources finies et le droit de les exploiter commercialement sur un territoire donné peut s'assimiler à une concession donnée par les états.



Compte-tenu de ce qui précède, les prévisions d'investissements opérationnels consolidées sont particulièrement élevées sur les deux prochaines années, la phase de normalisation conduisant à un ratio légèrement supérieur à 20 % du chiffre d'affaires à horizon 2024. Le niveau d'incertitude sur ce poste semble être faible avec un intervalle de confiance à 95 % de la moyenne inférieur à 100 m€, soit 1,5 % de chiffre d'affaire attendu en 2024. L'évolution médiane des prévisions semble démontrer une certaine prudence de la part des analystes sur la période proche (2019-2021), mais une certaine confiance sur les prévisions à plus long terme.

3.4.6 Dotation aux amortissements



Bien que le ratio de dotation aux amortissements sur chiffre d'affaires évolue dans une fourchette relativement large comprise entre 21,8 % et 23,0 %, une majorité des analystes situent ce dernier aux alentours de 22 %, relativement stable, malgré les investissements importants prévus en début de période. Nous relevons également que ce ratio de 22 % est légèrement supérieur au ratio d'investissements sur chiffre d'affaires issu du consensus en 2024 (qui ressort dans une fourchette comprise entre 20,6 % et 21,5 %), situation logique au regard des importants investissements consentis durant la période 2019-2023, mais transitoire et qu'il convient de ne pas maintenir dans le calcul d'une valeur terminale.

3.4.7 Investissements incorporels liés aux licences d'utilisation des fréquences mobiles

La cinquième génération de technologie de réseau mobiles (5G) représente une rupture technologique par rapport à la génération précédente (4G) en ce qu'elle exploite des bandes de fréquences jusqu'ici non utilisées en téléphonie mobile pour offrir aux utilisateurs des débits pouvant atteindre plusieurs gigabits. Comme pour les générations précédentes, le droit d'exploiter les bandes de fréquences sont attribués par les états dans des conditions pouvant

varier mais qui s'appuient souvent sur un processus d'enchères et qui peuvent intégrer de lourdes obligations de déploiement de la technologie. Les contraintes techniques liées à l'utilisation des bandes de fréquences concernées induisent qu'il y a plus est, des coûts de déploiement supérieurs aux générations précédentes.

Globalement, l'acquisition de droits d'exploitation des fréquences 5G est un enjeu stratégique pour tous les opérateurs mobiles. Comme indiqué supra, les investissements correspondants se décomposent en une part opérationnelle (déploiement de la technologie sur le territoire concerné) qui est en général intégrée dans les flux d'exploitation, et une part incorporelle correspondant à la concession accordée par la puissance publique sur les bandes de fréquences utilisées, dont la valeur présente est traitée en général comme une dette et/ou un ajustement de la position financière nette dans les travaux d'évaluation des analystes..

3.4.7.1 Investissements 5G en France

Les premiers déploiements de la 5G devraient commencer en France courant 2020 après un processus d'attribution des bandes de fréquences qui devrait débuter fin 2019 ou début 2020. Le processus d'attribution aura lieu en deux temps, selon les informations disponibles :

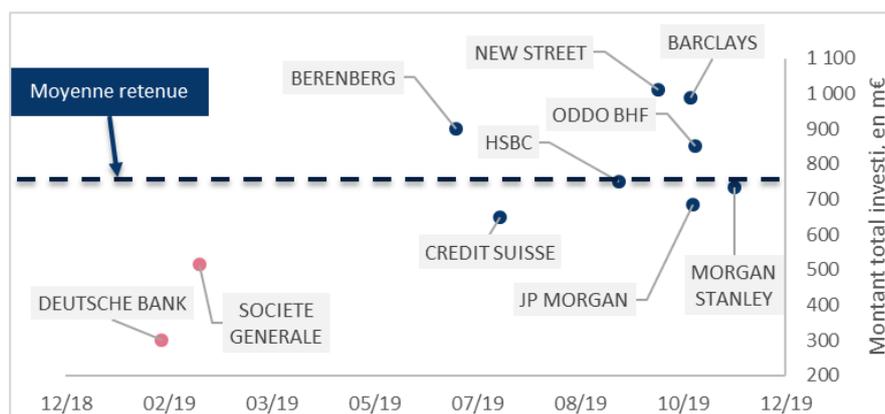
- les quatre principaux opérateurs français pourront se porter candidat fin 2019 pour obtenir un bloc de fréquences de 40 à 60 Mhz à prix fixe (dit le prix de réserve). Selon le gouvernement, le prix de la 5G s'établirait dans une fourchette comprise entre 1,5 Md€ et 3 Mds€ pour l'ensemble des opérateurs. D'après Agnès Pannier-Runacher, secrétaire d'État auprès du ministre de l'économie, le gouvernement s'orienterait vers un prix de réserve « raisonnable » en échange d'engagements forts en matière de couverture rapide du territoire. Ainsi, ce prix de réserve devrait être plus proche du bas de la fourchette ;
- les fréquences restantes seront mises aux enchères par bloc de 10 Mhz avec une limite de 100 Mhz par opérateur.

Une forte incertitude règne donc encore sur le montant qui sera finalement investi par les opérateurs français. Les deux leaders français (Orange et SFR) devraient viser le maximum de 100 Mhz, la stratégie des deux autres opérateurs (Bouygues et Iliad) étant encore inconnue. L'obtention d'une large bande de fréquences étant un enjeu stratégique, notamment dans le cadre du développement d'offres à destination des professionnels, il est probable que les opérateurs ne puissent se contenter de la seule bande obtenue à la suite de la candidature initiale et doivent participer au processus d'enchères.

Dans ce contexte, nous nous sommes appuyés sur les prévisions des analystes pour constituer la fourchette de montants qui pourraient être investis par Iliad durant le 1^{er} semestre 2020 au titre des licences 5G. Nous avons relevé huit références aux montants qui seront investis au titre de la 5G en France dans les notes utilisées pour la constitution du consensus que nous avons complétées avec deux études supplémentaires :

- une étude Deutsche Bank sur Orange, mentionnant l'investissement anticipé chez tous les opérateurs français ;
- une étude sectorielle publiée par Crédit Suisse.

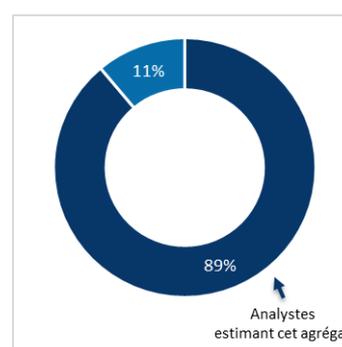
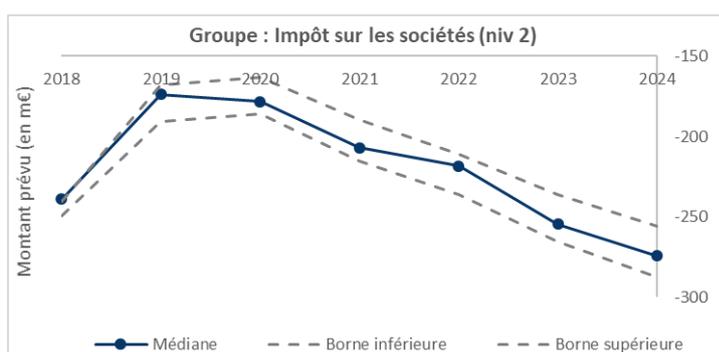
Après le retrait de deux références que nous avons considérées comme trop anciennes pour être pertinentes (Société Générale et Deutsche Bank), nous retenons une fourchette d'investissements dans les fréquences 5G en France comprise entre 700 m€ et 812 m€ (intervalle de confiance à 95% de la moyenne) pour une valeur centrale de 756 m€.



3.4.7.2 Italie

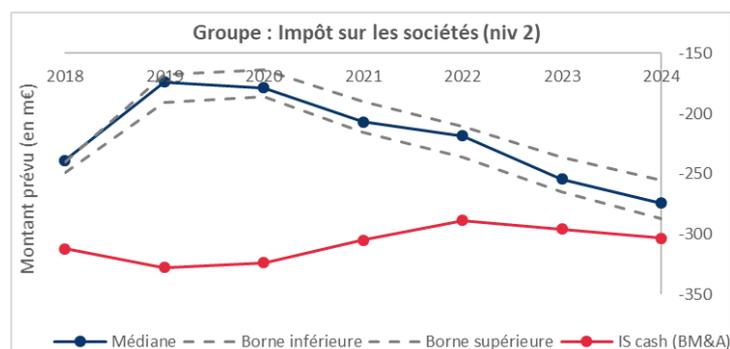
À la différence de la France, les enchères permettant l'obtention des bandes de fréquences 5G ont déjà eu lieu en Italie et le montant total investi est connu. Ce montant est payable en plusieurs échéances dont la principale et dernière interviendra durant l'exercice 2022. Ces montants sont comptabilisés en dettes de fournisseurs d'immobilisations par le Groupe et sont repris dans nos travaux d'évaluation dans les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres détaillés au §4.1.2.

3.4.8 Impôt sur les sociétés



Le consensus des analystes financiers prévoit une hausse significative de l'impôt sur les sociétés consolidé payé sur la période 2019-2022. En l'absence d'une augmentation significative de l'EBITDAaL France, nous supposons que cette hausse est causée par la diminution des déficits générés en Italie à mesure que la structure s'approche du point mort opérationnel.

Note méthodologique : Cette approche, valide pour évaluer l'impôt consolidé, n'est pas pertinente pour estimer l'impôt cash applicable à une démarche d'actualisation de flux de trésorerie. En effet, si les déficits italiens permettent à la filiale de ne pas payer d'impôt sur la totalité de l'horizon des prévisions 2019-2024, ces déficits ne permettent pas de réduire l'impôt payé par la structure française. Dans ce contexte, l'impôt décaissable retenu pour le calcul des flux de trésorerie d'exploitation recalculé par nos soins à partir du consensus raisonné ressort relativement stable à environ 300 m€, soit un niveau plus élevé que l'impôt consolidé des analystes, qui intègrent un produit d'impôt différé au titre de l'Italie. La valeur de ces reports déficitaires est valorisée séparément dans nos travaux et concourent au passage de la VE à la valeur des capitaux propres.



3.4.9 Autres éléments

Au-delà des aspects purement techniques conduisant à passer de prévisions d'analystes à un tableau de financement rationnel et de l'aléa propre à tout exercice de prévision, plusieurs éléments exogènes viennent potentiellement accentuer l'incertitude sur le modèle de flux futur tiré du consensus :

- l'annonce récente (2nd semestre 2019) des opérations Cellnex et Infravia qui viennent modifier significativement la structure de charge d'Iliad ainsi que les investissements qui seront réalisés ;
- la mise en œuvre, pour la première fois sur l'exercice 2019, de la nouvelle norme IFRS 16 qui remet en cause la définition habituellement retenue de l'EBITDA, de la dotation aux amortissements, des frais financiers et la dette financière nette ainsi que l'investissement, et entraîne donc un risque d'absence d'homogénéité méthodologique des agrégats relevés chez les analystes financiers.

Le risque d'erreur ou d'hétérogénéité dans le mode de calcul des agrégats publiés par les analystes financiers ressort donc probablement supérieur à la normale chez Iliad en fin d'année 2019.

3.5 Plan d'affaires retenu pour les méthodes d'évaluation

En raison des importants changements intervenus en 2019 avec les partenariats relatifs aux infrastructures télécom, le lancement du plan stratégique « Odysée 2024 », le développement d'une offre B2B, et la prise en compte du lancement des nouvelles box, le management d'Iliad ne disposait pas d'une actualisation du plan d'affaires qui avait été établi à la fin 2018 (plan Trajectoire). Dans ce contexte, nous nous sommes appuyés sur le consensus des prévisions des analystes financiers pour reconstituer un plan d'affaires pouvant servir de base à l'application des méthodes d'évaluation développées infra.

À la suite de l'analyse détaillée §3.4 supra, nous avons choisi de retenir un consensus raisonné moyen de niveau 3 comme approche centrale d'évaluation. Nous avons tenu compte des différents niveaux d'incertitude mesurés pour fixer les paramètres des calculs de sensibilité des valeurs obtenues.

3.5.1 Plan d'affaires BM&A reconstitué à partir du consensus : Groupe

Les données relevées dans le consensus raisonné moyen des analystes financiers (sur fond gris) ont permis la reconstitution du compte de résultat prévisionnel 2020 – 2024 présenté ci-dessous.

Dans un souci de simplification de la présentation et d'homogénéité avec les flux présentés dans la méthode DCF, ce compte de résultat prévisionnel n'intègre pas l'effet des produits de cession issus des opérations Infravia et Cellnex, que nous avons traités en éléments de passage de valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres (cf. §4.1.2). À l'inverse, il tient bien compte, par le biais de prévisions sélectionnées après annonce de ces opérations, de leur impact sur les charges d'exploitation (remplacement de charges et d'investissements par des loyers).

Compte de résultat Groupe (m€)					
Agrégat	2020e Consensus	2021e Consensus	2022e Consensus/BM&A	2023e Consensus/BM&A	2024e Consensus/BM&A
Chiffre d'affaires	5 544	5 802	6 020	6 245	6 469
<i>Taux de croissance</i>	<i>1,1%</i>	<i>4,7%</i>	<i>3,7%</i>	<i>3,7%</i>	<i>3,6%</i>
EBITDAaL	1 762	1 937	2 078	2 211	2 311
<i>En % du CA</i>	<i>31,8%</i>	<i>33,4%</i>	<i>34,5%</i>	<i>35,4%</i>	<i>35,7%</i>
Dotations aux amortissements	(1 202)	(1 257)	(1 311)	(1 403)	(1 442)
<i>En % du CA</i>	<i>-21,7%</i>	<i>-21,7%</i>	<i>-21,8%</i>	<i>-22,5%</i>	<i>-22,3%</i>
ROC	560	681	767	808	869
<i>En % du CA</i>	<i>10,1%</i>	<i>11,7%</i>	<i>12,7%</i>	<i>12,9%</i>	<i>13,4%</i>
EBIT	560	681	767	808	869
Frais financiers	(149)	(161)	(167)	(167)	(162)
Résultat avant impôt	412	519	600	641	707
IS consolidé	(173)	(174)	(175)	(186)	(204)
<i>En % du RAI</i>	<i>-42,0%</i>	<i>-33,6%</i>	<i>-29,1%</i>	<i>-29,0%</i>	<i>-28,8%</i>
Quote part de SME	(6)	(3)	-	-	-
RN consolidé	232	342	425	455	503
Intérêts minoritaires	(7)	(4)	(2)	(2)	(3)
Résultat net	226	338	423	453	501
<i>En % du CA</i>	<i>4,1%</i>	<i>5,8%</i>	<i>7,0%</i>	<i>7,3%</i>	<i>7,7%</i>
Nombre d'action (k)	58 460	58 460	58 460	58 460	58 460
BNPA avant dilution	3,86 €	5,79 €	7,24 €	7,75 €	8,56 €

NB : la ligne frais financiers détaillée supra tient compte d'une estimation de la part financière des loyers IFRS 16 non repris dans l'EBITDAaL.

3.5.2 Plan d'affaires BM&A reconstitué à partir du consensus : France seule

La méthodologie de reconstitution des agrégats du compte du résultat de la France a été identique à celle retenue pour le Groupe à l'exception du poste dotations aux amortissements pour lequel trop peu de prévisions étaient disponibles dans le consensus des analystes financiers. Le poste a donc été reconstitué à partir de l'écart constaté dans les comptes semestriels à fin juin 2019 entre les ratios de dotation aux amortissements sur chiffre d'affaires France et Groupe.

Compte de résultat France (m€)					
Agrégat	2020e Consensus	2021e Consensus	2022e Consensus/BM&A	2023e Consensus/BM&A	2024e Consensus/BM&A
Chiffre d'affaire total	4 967	5 067	5 127	5 184	5 253
<i>Taux de croissance</i>	<i>-2,4%</i>	<i>2,0%</i>	<i>1,2%</i>	<i>1,1%</i>	<i>1,3%</i>
EBITDAaL	1 918	1 986	2 029	2 067	2 107
<i>En % du CA</i>	<i>38,6%</i>	<i>39,2%</i>	<i>39,6%</i>	<i>39,9%</i>	<i>40,1%</i>
Dotations aux amortissements	(981)	(1 001)	(1 013)	(1 024)	(1 038)
<i>En % du CA</i>	<i>-19,8%</i>	<i>-19,8%</i>	<i>-19,8%</i>	<i>-19,8%</i>	<i>-19,8%</i>
ROC	937	985	1 016	1 043	1 070
<i>En % du CA</i>	<i>18,9%</i>	<i>19,4%</i>	<i>19,8%</i>	<i>20,1%</i>	<i>20,4%</i>
EBIT	937	985	1 016	1 043	1 070
Frais financiers	(92)	(97)	(95)	(91)	(82)
Résultat avant impôt	845	888	921	952	988
Taux d'IS théorique France	-32,0%	-28,4%	-25,8%	-25,8%	-25,8%
Impôt consolidé	(294)	(277)	(264)	(273)	(282)
Quote part de SME	(6)	(3)	-	-	-
Résultat net consolidé	545	608	657	680	706
Intérêts minoritaires	(7)	(4)	(2)	(2)	(3)
Résultat net pdg	538	604	655	678	703
<i>En % du CA</i>	<i>10,8%</i>	<i>11,9%</i>	<i>12,8%</i>	<i>13,1%</i>	<i>13,4%</i>

NB : la ligne frais financiers détaillée supra tient compte d'une estimation de la part financière des loyers IFRS 16 non repris dans l'EBITDAaL.

3.5.3 Plan d'affaires BM&A reconstitué à partir du consensus : Italie seule

Le compte de résultat Italie a pu être estimé par différence entre les comptes de résultat Groupe et ceux de France et après en avoir contrôlé la cohérence avec ceux présentés par les analystes financiers qui réalisent l'exercice :

Compte de résultat Italie (m€)					
Agrégat	2020e Consensus	2021e Consensus	2022e Consensus/BM&A	2023e Consensus/BM&A	2024e Consensus/BM&A
Chiffre d'affaires	577	735	893	1 061	1 215
<i>Taux de croissance</i>	<i>45,6%</i>	<i>27,5%</i>	<i>21,4%</i>	<i>18,8%</i>	<i>14,6%</i>
EBITDAaL	(156)	(49)	49	144	204
<i>En % du CA</i>	<i>-27,1%</i>	<i>-6,7%</i>	<i>5,5%</i>	<i>13,6%</i>	<i>16,8%</i>
Dotation aux amortissements	(221)	(256)	(298)	(379)	(404)
<i>En % du CA</i>	<i>-38,2%</i>	<i>-34,8%</i>	<i>-33,4%</i>	<i>-35,7%</i>	<i>-33,3%</i>
ROC	(377)	(305)	(249)	(235)	(200)
EBIT	(377)	(305)	(249)	(235)	(200)
<i>En % du CA</i>	<i>-65,4%</i>	<i>-41,4%</i>	<i>-27,9%</i>	<i>-22,1%</i>	<i>-16,5%</i>
Frais financiers	(56)	(64)	(71)	(77)	(80)
Résultat avant impôt	(433)	(369)	(321)	(311)	(281)
Taux d'IS théorique Italie	-27,9%	-27,9%	-27,9%	-27,9%	-27,9%
IS (post IDA)	121	103	89	87	78
Résultat net	(312)	(266)	(231)	(225)	(202)
<i>En % du CA</i>	<i>-54,2%</i>	<i>-36,2%</i>	<i>-25,9%</i>	<i>-21,2%</i>	<i>-16,7%</i>

NB : la ligne frais financiers détaillée supra ne tient pas compte de la part financière des loyers IFRS 16 non repris dans l'EBITDAaL, ceux-ci étant non significatifs en Italie.

4 | TRAVAUX D'ÉVALUATION

Le secteur d'activité de la téléphonie et de l'Internet, placé en France sous l'Autorité de régulation des communications électroniques et des postes (Arcep), est marqué par une forte compétition entre opérateurs et par des évolutions technologiques qui nécessitent des montants d'investissements croissants. Outre l'effort de densification des réseaux, le passage de la 4G à la 5G (en France à partir de 2020) présente une source importante de dépenses et d'investissements, mais également d'opportunités. Ce contexte donne à l'évaluation des sociétés du secteur, et à Iliad en particulier, une orientation spécifique en termes d'analyse des risques et d'appréciation des aléas de développement.

À ces aspects sectoriels s'ajoutent pour l'évaluation d'Iliad, la particularité de son implantation encore récente en Italie, qui se traduit par un effort financier partagé entre le recrutement d'abonnés (4 millions en 14 mois) et les investissements dans le réseau. En Italie, le Groupe n'a pas encore atteint le point mort de rentabilité opérationnelle. Pour cette raison nous complétons l'approche d'évaluation consolidée du Groupe reposant sur le cours de bourse, les objectifs de cours des analystes, l'actualisation des flux futurs de trésorerie (approche DCF) et comparables boursiers, par une approche par la somme des parties³⁰ permettant de distinguer chacun des deux secteurs géographiques que sont la France, d'une part, et l'Italie, d'autre part.

4.1 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation

4.1.1 Nombre de titres

Au 31 octobre 2019, le capital de la Société se compose d'un total de 59 144 669 actions ordinaires. Le nombre d'actions auto-détenues à cette même date s'élève à 776 154 titres.

Par ailleurs, deux plans d'options de souscription d'actions sont en cours chez Iliad :

- le Plan 2010 ouvert le 30 août 2010, qui compte 104 455 options exerçables en actions Iliad au prix d'exercice de 67,67 € ;
- le Plan 2011 ouvert le 7 novembre 2011, qui compte 179 358 options exerçables en actions Iliad au prix d'exercice de 84,03 €.

Deux plans d'attribution d'actions gratuites ont également été engagés :

- le Plan AGA 2017 portant sur 0,5 % du capital social et dont l'attribution s'effectuera en 4 tranches et s'étalera entre 2020 et 2023 en fonction de critères de performance ;
- le Plan AGA 2018 portant sur 0,5 % du capital social et dont l'attribution s'effectuera également en 4 tranches et s'étalera entre 2021 et 2024 en fonction de critères de performance.

Dans la mesure où les actions gratuites des plans 2017 et 2018 ne sont pas encore définitivement acquises, seuls les plans 2010 et 2011, dont les options sont dans la monnaie, sont pris en compte dans le calcul de la dilution effectué selon la *Treasury Method*³¹. Sur la base d'un prix d'Offre de 120 €, il est créé 99 314 actions. Compte tenu du nombre d'actions auto-détenues, le nombre d'actions entièrement dilué s'élève à 58 467 829, déterminé comme suit :

³⁰ Ou SOTP, *Sum Of The Parts*.

³¹ Méthode consistant à calculer le nombre d'actions créées par le plan déduction faite des actions rachetées puis annulées grâce au montant perçu lors du paiement du prix d'exercice.

31-oct.-19	Nombre d'action (en k)
Nombre d'actions composant le capital	59 144,7
dont actions auto-détenues	776,2
Exercice d'options :	
Stock-option du plan 2010	104,5
Strike	67,67 €
Prix d'offre	120,00 €
Nombre d'actions créées	45,6
Stock-option du plan 2011	179,4
Strike	84,03 €
Prix d'offre	120,00 €
Nombre d'actions créées	53,8
Soit actions créées par exercice des stock-options	99,3
Nombre de titres total retenu	58 467,8

4.1.2 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres

La dette financière nette au 30 juin 2019 s'établit à 4,6 Mds€ sur la base des comptes semestriels publiés par la Société :

Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres estimés au 31/12/2019			
m€	Groupe		
	Fourch. basse	Val. Centrale	Fourc. haute
Dette financière	(5 063)	(5 063)	(5 063)
Disponibilités et équivalents	453	453	453
Position financière nette au 30 juin 2019	(4 610)	(4 610)	(4 610)
Retraitements comptables de la position au 30 juin :			
Intérêts minoritaires	(21)	(21)	(21)
Provisions pour R&C	(38)	(38)	(38)
Engagements de retraite après IS	(14)	(14)	(14)
Actifs financiers (hors SME, hors dépôts et cautions)	40	40	40
Titres de SME (yc Eir)	368	368	368
Option d'achat NJJ Boru	16	16	16
Ajustements liés au S2 2019 :			
Participation résiduelle dans la FTTH	325	325	325
Produit de cession net FTTH	225	241	256
Participation résiduelle dans Tower Co ⁽¹⁾	684	684	684
Produit de cession net Tower Co	1 560	1 687	1 813
Rachat d'actions entre le 30/06 et le 31/10	(39)	(39)	(39)
Flux de trésorerie hors fréquences	(448)	(448)	(448)
Investissements en fréquences	(182)	(182)	(182)
Investissements en fréquences post 31/12/2019 :	(2 351)	(2 296)	(2 240)
Valeur présente des déficits reportables Italiens :	145	145	145
Autres éléments	270	468	665
Total	(4 340)	(4 142)	(3 945)

(1) En ce compris le compte courant apporté

Les retraitements comptables se détaillent comme suit :

- des intérêts minoritaires pour un montant négatif de 21 m€ ;

- des provisions pour risques et charges pour un montant négatif de 38 m€, les prévisions utilisées s'appuyant non pas sur des EBE³² mais sur des EBITDAaL sont nettes des reprises et les charges futures n'apparaissent pas dans les flux futurs ;
- un passif hors bilan de provision pour retraite estimé à 14 m€, ajusté de l'économie d'impôt sur les sociétés au taux d'IS cible de 25,8 % ;
- des actifs financiers pour un montant positif de 40 m€, hors dépôts et cautionnements, nécessaires à l'exploitation, et hors valeur des sociétés mises en équivalence, individualisées infra ;
- la valeur des titres de sociétés mises en équivalence pour leur montant dans les comptes à fin juin 2019, soit 368 m€, y compris la prise de participation de 31,6% dans l'opérateur irlandais Eir ;
- la valeur de l'option d'achat négociée avec NJJ Boru, holding de détention conjointe de Eir avec l'Actionnaire Majoritaire, figurant pour 16 m€ dans les comptes consolidés à fin décembre 2018.

L'opération ayant lieu à une date proche de la fin d'année 2019, nous traitons la variation de la position financière nette estimée au 2nd semestre 2019 ainsi que les opérations en cours de réalisation comme des éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres. Les ajustements retenus sont les suivants :

- valeur de la participation résiduelle de 49 % dans la coentreprise constituée dans le cadre de la cession en cours de signature des lignes FTTH en zones basse et moyenne densité à Infravia, estimée à partir de la VE implicite à la cession de 51 % de la structure à Infravia, soit 325 m€ ;
- produit de cession, net d'impôt, de 51 % de la coentreprise constituée dans le cadre du partenariat avec Infravia, que nous évaluons dans une fourchette comprise entre 225 m€ et 256 m€ ;
- valeur de la participation résiduelle de 30 % dans la part française de la coentreprise constituée dans le cadre du partenariat lié aux infrastructures de télécommunication mobiles d'Iliad avec Cellnex (ci-après la Tower Co), que nous estimons à 693 m€, après ajout du compte courant de 133 m€ apporté par Iliad lors de l'opération³³ ;
- produit de cession, net d'impôt, de 70 % de la part française et de 100 % de la part italienne de la Tower Co, que nous évaluons dans une fourchette comprise entre 1,6 md€ et 1,8 md€ selon notamment que la cession de la part française sera opérée directement par Free Mobile ou alternativement par Iliad, après distribution à cette dernière des titres TowerCo ;
- le montant des rachats d'actions réalisés par la Société entre le 30 juin 2019 et la date de rédaction du présent rapport, soit un décaissement de 39 m€ ;
- le flux de trésorerie du 2nd semestre 2019 que nous avons estimé sur la base des informations communiquées par le management sur l'atterrissage de l'année et les prévisions des analystes financiers ;
- Investissements en fréquences en France et en Italie réalisés au cours du second semestre 2019 ressortant à 182 m€ (sur la base des informations communiquées par le management sur l'atterrissage de l'exercice 2019 et les prévisions des analystes financiers).

Afin d'homogénéiser la présentation des méthodes d'évaluation, les éléments de passage de la VE à la VCP ont été ajustés de la valeur présente d'éléments dont nous aurions pu tenir compte directement dans les flux de trésorerie, soit :

- le montant total des investissements en fréquences encore non décaissés, soit parce que les investissements restent à réaliser (acquisition de licences 5G en France notamment), soit parce que le

³² Excédent brut d'exploitation

³³ Cf. traité d'apport du 30 octobre 2019 signé entre Free Mobile et Iliad 7.

paiement de l'investissement a été étalé et reconnu en dette de fournisseurs d'immobilisations long terme par la Société (fréquences 5G en Italie notamment). Le montant de 1,4 Md€ retenu pour les fréquences italiennes a été apprécié sur la base de l'échéancier des dettes de fournisseurs d'immobilisations fourni par le management. La fourchette de 0,8 à 0,9 Md€ retenue pour la France a été estimée à partir des prévisions du consensus des analystes financiers détaillées §3.4, ajustées de la part française des dettes fournisseurs d'immobilisations à long terme ;

- Iliad Italie n'ayant pas encore atteint son point mort opérationnel, la filiale est une source de déficits indéfiniment utilisables en Italie. Ces déficits pouvant être imputés sur les bénéfices réalisés en Italie lorsque la filiale deviendra rentable, ils ont une valeur pour le Groupe. Celle-ci n'est pas prise en compte dans le flux que nous avons estimé à partir du consensus raisonné des prévisions des analystes financiers (cf. §3.4.8). Dans ce contexte, nous avons tenu compte de la valeur de ces déficits en modélisant leur imputation à partir du plan d'affaires Italie détaillé §3.5.3, prolongé de 15 ans pour permettre l'imputation de la totalité du stock de reports accumulés. Il a été tenu compte de l'incertitude pesant sur la réalisation de ce plan d'affaires par actualisation des économies fiscales ainsi obtenues à un taux de 10,0 % (cf. § 4.3.5.2). La valeur présente des économies fiscales ainsi attendues ressort à 145 m€.

Pour les besoins de la méthode de la somme des parties détaillée §4.3.5, nous avons réparti ces éléments entre la France et l'Italie en considérant que la France continuerait à porter la dette du Groupe et la majeure partie des éléments d'ajustement détaillés supra. Selon cette appréciation, l'Italie bénéficierait de sa part du produit de cession dégagé dans l'opération Cellnex et de ses déficits indéfiniment reportables et devrait s'acquitter de sa part du flux du 2nd semestre 2019 (évalué à un montant y compris investissements en fréquences négatif de 601 m€). La position financière nette ajustée de l'Italie ressortirait à un montant positif de 144 m€ et celle de la France à un montant négatif estimé à 4,4 mds€ en valeur centrale.

4.2 Méthodes ou références non retenues

4.2.1 Actif net comptable

La prise en compte de l'actif net comptable n'est appropriée que dans l'hypothèse où les valeurs comptables des actifs et des passifs sont identiques à leurs valeurs vénales, pour autant que l'arrêté de compte soit suffisamment proche de la date d'évaluation et/ou que l'évaluation séparée desdits actifs et passifs soit préférable à une évaluation globale fondée sur la combinaison des facteurs de production. En l'espèce, les actifs de la Société ne sont pas comptabilisés en valeur de marché, la méthode n'est pas applicable.

Pour mémoire, les capitaux propres part du Groupe au 30 juin 2019 s'établissent à 3 578 m€, soit 61,2 € par action. Le prix d'Offre extériorise une prime de 96,1 % par rapport à cette valeur.

4.2.2 Méthodes basées sur le dividende

Nous envisagerons ici deux méthodes basées exclusivement sur le dividende. La première consiste à déterminer la valeur d'une entreprise par capitalisation du bénéfice distribué, la seconde se fondant sur l'actualisation des dividendes prévisionnels.

La méthode du rendement est un multiple inversé basé sur le dividende. Elle suppose i) que l'historique du dividende présente un certain pouvoir prédictif quant aux capacités bénéficiaires futures des sociétés et ii) une certaine homogénéité des taux de distribution au sein des sociétés comparables. Or, entre 2012 et 2018, le dividende est

passé de 0,37 € à 0,90 € et la Société envisage le versement d'un dividende minimum de 2,60 € par an³⁴. Par ailleurs, le niveau des dividendes versés dans le passé ainsi que le montant minimum envisagé à l'avenir reste inférieur à la moyenne du secteur télécom.

S'agissant de la méthode de l'actualisation des dividendes, laquelle peut sembler plus fine que la précédente, sa principale limite réside dans la difficulté à justifier une distribution sous-optimale des cash flows libres pour l'actionnaire et de positionner à un horizon plutôt qu'à un autre le moment de la distribution des excédents de trésorerie ainsi accumulés.

Nous préférons aux deux approches mentionnées supra, le modèle DCF qui lie le coût du capital à la capacité distributive totale des sociétés.

4.2.3 Transactions sur le capital de la Société

En mai 2018, l'Actionnaire Majoritaire a fait apport de 29,8 millions d'actions Iliad à la société Holdco qu'il contrôle. Cette opération, qui a porté sur plus de la moitié du capital d'Iliad, a été réalisée sur la base d'un prix par action de 168,60 €, déterminé à partir du cours moyen pondéré par les volumes sur 30 jours de bourse au 3 mai 2018.

Au-delà du fait qu'il s'agit d'une opération interne au patrimoine de l'Actionnaire Majoritaire, elle est trop ancienne pour constituer une référence de valeur pertinente. De plus, l'approche sur laquelle elle se fonde, i.e. le cours de bourse moyen pondéré par les volumes, est mise en œuvre dans nos travaux d'évaluation à une date qui tient compte de l'évolution récente de la Société. En conséquence, nous ne retenons pas cette référence de valeur.

Par ailleurs, le conseil d'administration d'Iliad a autorisé la mise en œuvre de la liquidité des actions gratuites Free Mobile attribuées aux salariés et mandataires sociaux concernés par cette opération, par échange des actions Free Mobile contre des titres Iliad, sur la base d'une parité d'échange de 8,9 actions Free Mobile, dont la valeur unitaire a été déterminée à dire d'expert à 11,7 €, contre une action Iliad. Cette opération extériorise une valeur par action Iliad de 103,70 €, dont la valeur a été fixée, à l'instar de la transaction évoquée supra, sur la base de la moyenne du cours de bourse d'Iliad pondérée par les volumes sur 20 jours au 4 juin 2019, approche que nous mettons également en œuvre dans nos travaux. Nous ne retenons donc pas cette transaction.

À titre d'information, le prix d'Offre extériorise une prime de 15,7 % par rapport à cette dernière référence.

4.2.4 Transactions comparables

Nous n'avons pas identifié de transactions récentes portant sur des opérateurs télécom comparables à Iliad, à l'exception d'opérations de cession portant sur des infrastructures, fibre et tours télécom, détenues par ces mêmes opérateurs.

Toutefois, il convient de rappeler que SFR Group a fait l'objet d'une offre publique d'échange simplifiée en juin 2016 et d'une offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire en septembre 2017, toutes deux initiées par Altice. Il s'agit donc d'opérations portant sur le capital d'une société comparable à Iliad. Cependant, ces opérations sont anciennes, Iliad cotait plus de 220 € par action à l'époque, et de nature différente de la présente Offre, le prix d'offre dans le cadre d'une OPR-RO comportant une dimension indemnitaire.

Cela étant précisé, nous rappelons pour mémoire que le multiple d'EBITDA de l'opération de septembre 2017 portant sur les titres SFR Group s'établissait entre x8,2 et x8,9, contre un multiple d'EBITDA actuel d'Altice compris entre x6,7 (2019) et x7,1 (2020).

³⁴ Cf. Note d'information, §1.3.4, politique de distribution de dividendes

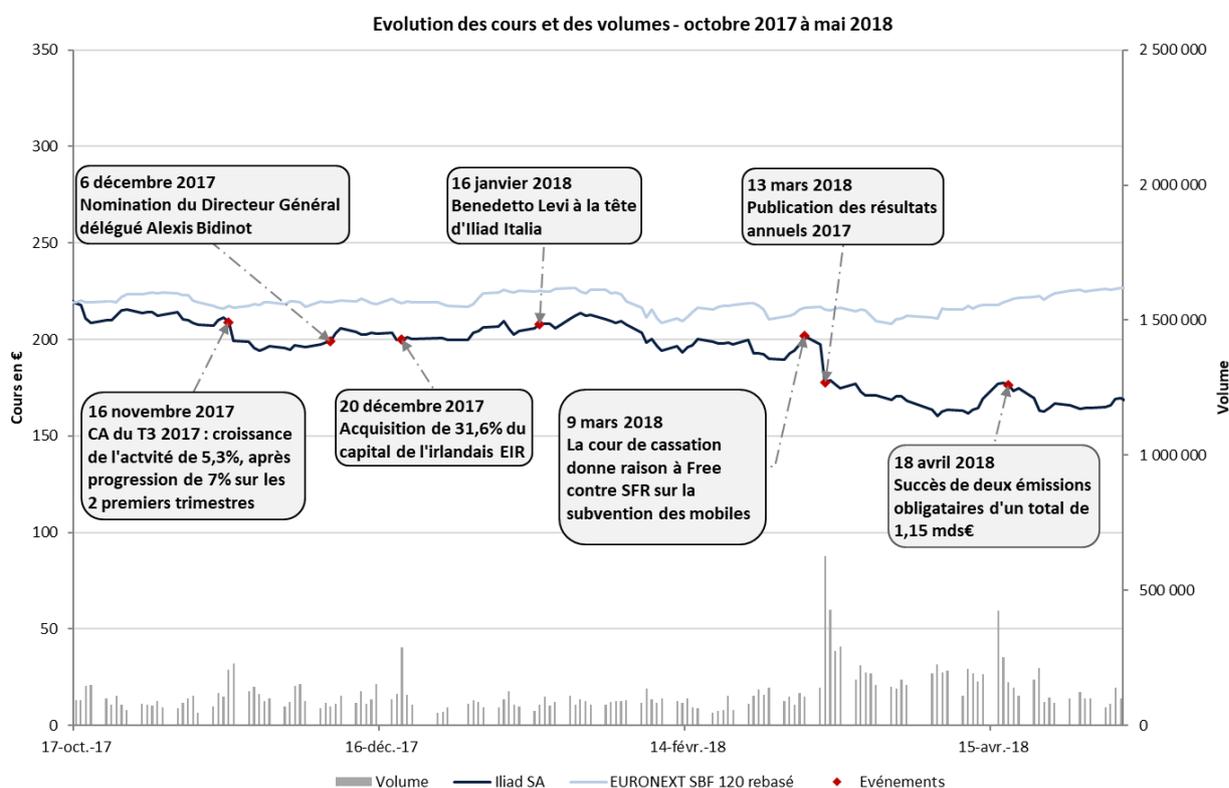
4.3 Méthodes et références retenues

4.3.1 Cours de bourse

Depuis mars 2004, date de son introduction en bourse, l'action Iliad est cotée sur le compartiment A (Large Cap) Euronext Paris (ISIN FR0004035913 – ILD). Avec un flottant de 42,4 % et une rotation annuelle du flottant proche de la médiane de celle de l'indice SBF120, l'action est jugée suffisamment liquide pour constituer une référence de valeur pertinente. La valeur est notamment une composante des indices CAC Next 20, SBF 120, SBF 80, EURO STOXX Index, STOXX Europe 600 Index, STOXX Europe Mid 200.

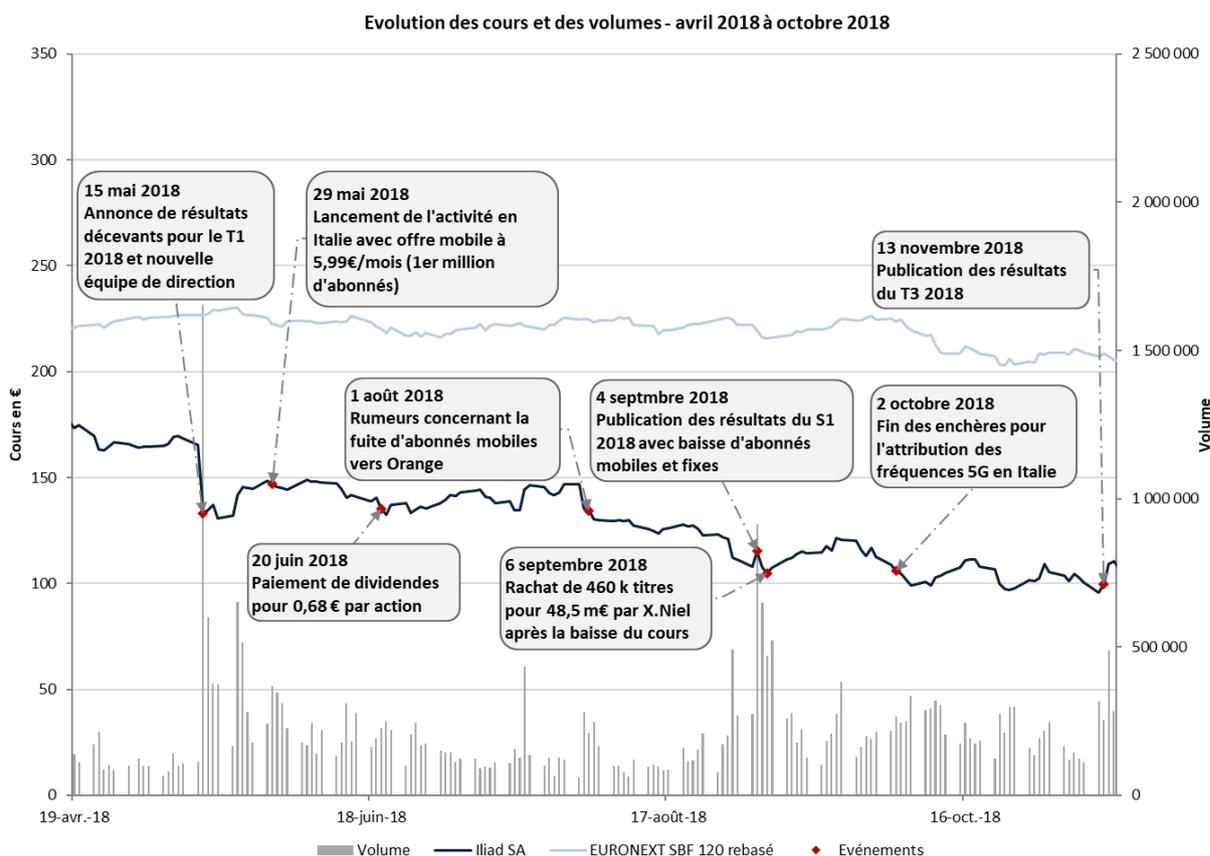
4.3.1.1 La baisse en deux ans du cours d'Iliad, passé de plus de 200 € à moins de 100 €

Depuis deux ans, comme l'indiquent les graphiques suivants, le titre Iliad a présenté une performance inférieure à celle de l'indice SBF 120. Initié par la publication du chiffre d'affaires du troisième trimestre 2017 (en novembre 2017), le décrochage du cours de bourse s'est confirmé en mars 2018 à la suite de la publication des comptes annuels 2017. À l'occasion de cette dernière, le cours qui oscillait jusqu'alors autour de 200 € a perdu près de 20 € en une seule séance, passant de 197 € à 177 €.



Par la suite, la performance boursière de l'exercice 2018 a été particulièrement décevante, conduisant le cours de la zone des 170 € relevé à la mi-avril 2018, à celle des 110 € à la mi-novembre 2018. Cette seconde phase a été marquée, durant la séance du 15 mai qui a coïncidé avec la publication du chiffre d'affaires du 1^{er} trimestre 2018, par un recul de 32 € du cours - dans d'importants volumes³⁵ - passant de 165 € à 133 €. Cette période correspond par ailleurs à la prise de connaissance par le marché du recul du nombre d'abonnés fixe et mobile chez Free et l'annonce de la commercialisation effective de l'offre mobile d'Iliad en Italie.

³⁵ Avec 1,65 million de titres échangés, correspondant à un montant de 228 m€, et un ordre unitaire moyen de 6 043 €.



La période correspondant aux douze derniers mois a été assez contrastée.

L'évolution du cours à la fin de l'année 2018 avait tout d'abord été bien orientée, la Société annonçant le 4 décembre 2018, le lancement de la nouvelle Freebox Delta, associé à un abonnement commercialisé au prix de 49,99 € par mois. Le cours de clôture avait ainsi atteint un plus haut de 129 € le 4 décembre 2018.

Par la suite cependant, le montant des enchères des licences en Italie et le déroulement moins heureux qu'espéré du lancement de la nouvelle Freebox a conduit le cours de clôture à un premier plus bas de 84,4 €, atteint le 8 mars 2019, peu de temps avant la publication des comptes annuels 2018 le 19 mars.

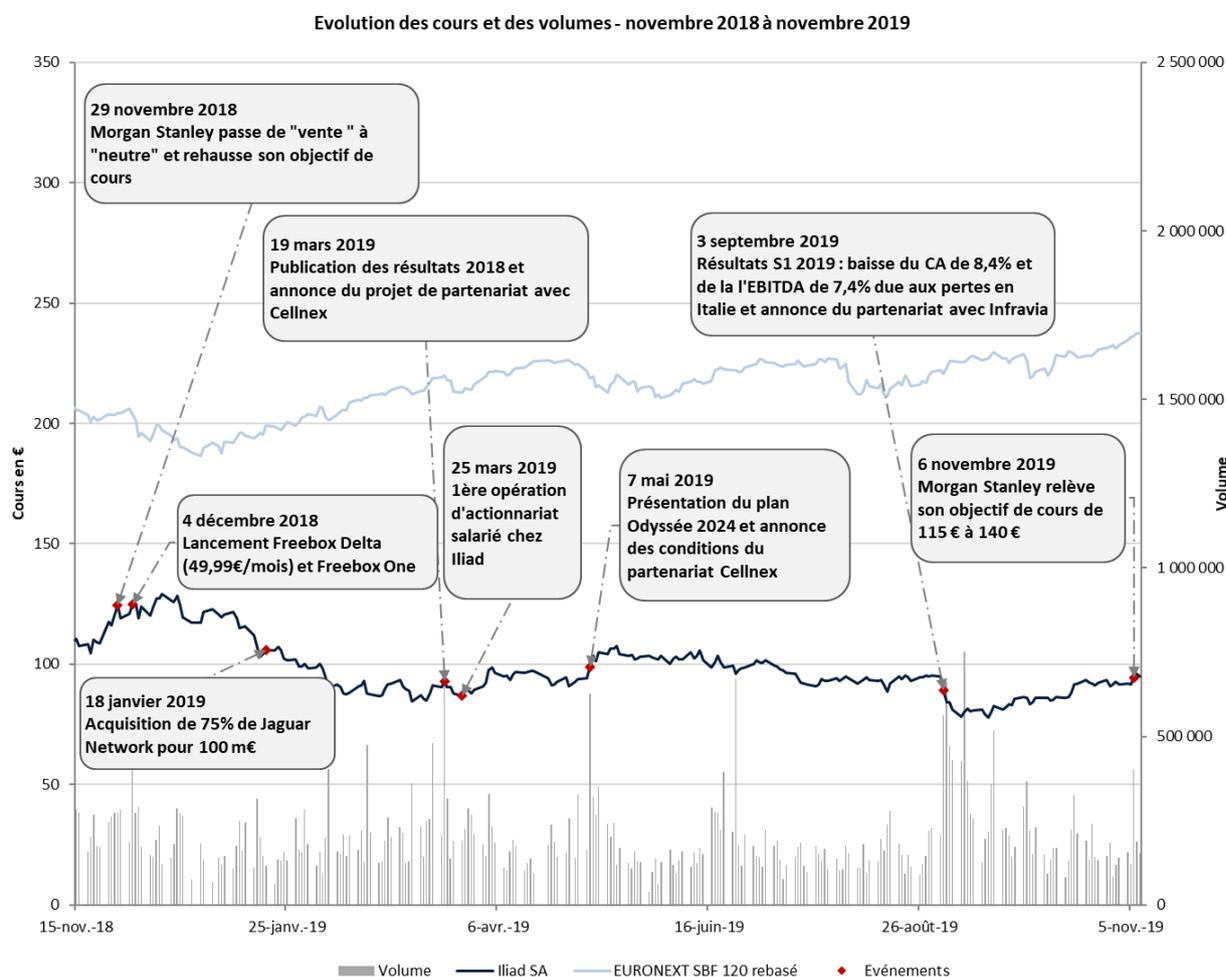
Ces résultats ont ensuite permis au cours de se maintenir dans une fourchette comprise entre 87 € et 93 € jusqu'à ce que le Groupe dévoile le 7 mai 2019, son nouveau plan stratégique, Odyssée, et annonce un partenariat portant sur une partie de ses infrastructures passives (tours relais) sur la base d'une valeur de 2,6 Mds€.

Par la suite, le cours a évolué autour de 98 € en moyenne jusqu'à la publication des comptes semestriels, le 3 septembre 2019.

Cette dernière publication a été suivie par deux séances de recul, dont l'effet cumulé s'est établi à 10,9 € par action, et par l'enclenchement d'un mouvement de baisse jusqu'à un plus bas absolu sur 3 ans de 74,20 € par action, atteint au cours de la séance le 10 septembre 2018.

Cette dernière tendance baissière a toutefois été jugulée depuis le 11 septembre dernier. Il convient en effet de noter que depuis la publication des comptes du 1^{er} semestre 2019, intervenue le 3 septembre, passé un premier fléchissement d'une semaine, le cours d'Iliad est ensuite remonté suffisamment pour surperformer l'indice SBF 120 sur les deux derniers mois.

Ainsi depuis le 17 octobre 2019, le cours s'était stabilisé autour de 92 € par action en moyenne, évoluant dans une fourchette comprise entre 91 € et 93,5 €, avant de refranchir à la hausse le cours de 95 € à la suite d'un relèvement d'objectif de Morgan Stanley, qui passe de 115 € (Equalweight) à 140 € (Overweight).



4.3.1.2 Référence de cours à retenir

La prise en compte du cours de bourse doit reposer sur une moyenne afin que ce critère soit le moins affecté possible par la volatilité du cours, analysée en détail en annexe 7.2. Or, cette dernière dépend beaucoup des résultats publiés. La dernière publication remonte au 3 septembre 2019 et concernait les résultats semestriels. La précédente publication d'importance intervenue le 7 mai dernier concernait le plan Odysée. Les objectifs de ce plan ayant été confirmés lors de la présentation des résultats semestriels, il nous semble raisonnable de retenir des cours éventuellement antérieurs au 3 septembre.

Il convient toutefois de souligner que la prochaine information susceptible d'affecter le cours sera, selon toute vraisemblance, exogène et qu'elle concernera la publication du prix des licences accordées par le gouvernement français. L'effet de ce prix sur la valeur est abordé dans les sensibilités de l'approche DCF.

Ainsi, nous privilégions les moyennes pondérées 20 jours et 3 mois au 8 novembre 2019 qui s'établissent respectivement à 92,06 € et à 87,09 € et ressortent dans une fourchette comprise entre 74,2 € et 97,3 €, comme indiqué dans le tableau présenté ci-dessous.

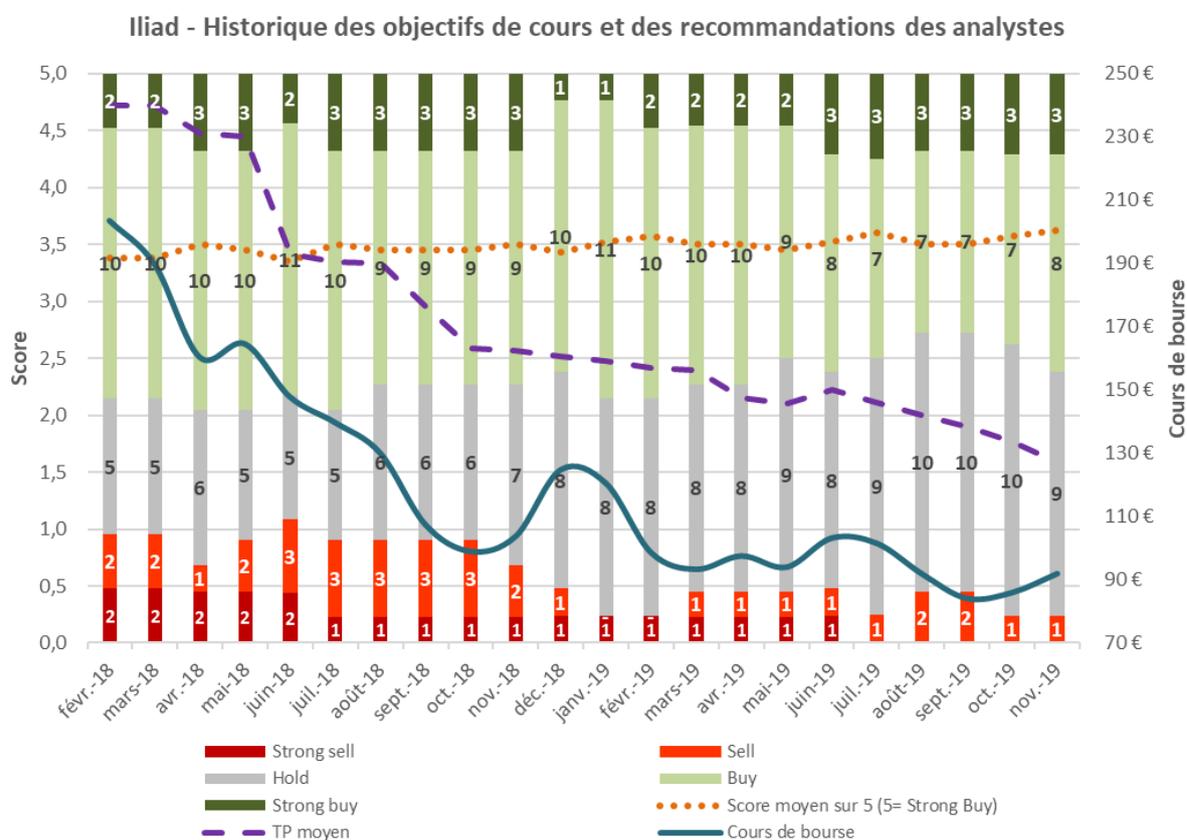
Prix et volume quotidien	Haut	Bas	Moyenne pondérée ⁽¹⁾	Volume échangé	Volume moyen quotidien	% capital échangé	% flottant échangé	Jours de cotation
36 mois	236,70	74,20	137,46	121 388 625	158 264	206,20%	484,55%	100,00%
24 mois	214,40	74,20	120,02	96 794 632	189 793	164,23%	386,38%	100,00%
12 mois	131,50	74,20	97,14	51 799 741	203 136	87,82%	206,77%	100,00%
6 mois	108,25	74,20	92,32	25 963 265	196 691	43,95%	103,64%	100,00%
3 mois	97,26	74,20	87,09	14 912 280	225 944	25,21%	59,53%	100,00%
20 jours de bourse	97,14	84,84	92,06	3 515 338	175 767	5,95%	14,03%	100,00%
Spot	96,16	93,90	94,84	154 079	154 079	0,26%	0,62%	

(1) Cours de clôture pondérés par les volumes, source : Refinitiv Eikon.

Sur la base de ces cours, le prix d'Offre de 120 € par action extériorise une prime comprise entre 30,4 % et 37,8 %.

4.3.2 Objectifs de cours des analystes

L'action Iliad est suivie par de nombreux analystes financiers publiant régulièrement leurs recommandations et objectifs de cours comme le montre le graphique ci-dessous résumant l'historique du suivi sur 22 mois.



Dans le cadre de notre approche, nous avons sélectionné les bureaux d'analystes ayant émis une opinion après le 3 septembre 2019, date de la publication des résultats du 2nd semestre d'Iliad, qu'ils aient ou non remis à jour leur modèle de prévisions. Le tableau ci-dessous présente les 24 bureaux retenus au 6 novembre 2019, leurs objectifs de cours à 12 mois³⁶, et leurs recommandations.

³⁶ A l'exception de JP Morgan, 14 mois (décembre 2020)

Date de mise à jour	Bureau d'analyse	Objectif de cours (€)	Horizon en mois (à l'émission)	Cours de référence (€)	Date du cours de référence	Recommandation	Potentiel de variation	Evolution de l'objectif de cours
10-sept.-19	Société Générale	203,0	12	78,3	09-sept.-19	Buy	159%	→
21-oct.-19	ODDO Securities	180,0	12	92,1	18-oct.-19	Buy	96%	↓
03-sept.-19	Banco Santander	176,0	12	95,0	03-sept.-19	Hold	85%	→
18-oct.-19	UBS	148,0	12	91,6	17-oct.-19	Buy	62%	↓
19-sept.-19	Bank of America Merrill Lynch	143,0	12	77,7	19-sept.-19	Buy	84%	↓
06-nov.-19	Morgan Stanley	140,0	12	91,7	02-sept.-19	Overweight	53%	↑
24-sept.-19	ESN/CM-CIC Market Solutions	140,0	12	81,1	23-sept.-19	Buy	73%	→
11-sept.-19	Macquarie Research	140,0	12	78,3	09-sept.-19	Outperform	79%	↑
03-oct.-19	New Street Research	144,0	12			Neutral		↑
11-sept.-19	Bryan Garnier	133,0	12	80,0	10-sept.-19	Buy	66%	↓
30-oct.-19	Deutsche Bank	130,0	12	90,8	29-oct.-19	Hold	43%	→
24-oct.-19	Alpha Value / Baader Europe	129,0	12	91,8	10-oct.-19	Buy	41%	↑
03-sept.-19	Morningstar Equity Research	123,0	12	89,0	03-sept.-19	Outperform	38%	↓
03-sept.-19	Berenberg	123,0	12	95,0	03-sept.-19	Hold	29%	→
08-oct.-19	Arete	120,0	12	86,0	07-oct.-19	Buy	40%	↑
03-sept.-19	Goldman Sachs	113,0	12	95,0	02-sept.-19	Neutral	19%	→
16-oct.-19	Barclays	107,0	12	88,3	16-oct.-19	Equal weight	21%	↑
03-sept.-19	Mainfirst	104,0	12	95,0	02-sept.-19	Neutral	9%	→
17-oct.-19	JP Morgan Cazenove	102,0	14	88,3	16-oct.-19	Overweight	16%	↑
17-oct.-19	Crédit Suisse	100,0	12	86,5	15-oct.-19	Neutral	16%	↓
11-sept.-19	HSBC	100,0	12	78,3	09-sept.-19	Buy	28%	↓
06-sept.-19	Kepler Cheuvreux	95,0	12	84,0	06-sept.-19	Hold	13%	↓
19-sept.-19	Redburn	87,0		78,0	18-sept.-19	Neutral	12%	nc
04-sept.-19	Exane BNP Paribas	70,0	12	89,0	04-sept.-19	Underperform	-21%	→
	Moyenne brute	127,1		87,0			46,0%	
	Médiane brute	126,0		88,3			39,5%	
	<i>Nombre de références</i>		24					

Cette sélection conduit à un objectif de cours moyen de 127,1 € et un cours médian de 126,0 €, sur ces bases, le prix d'Offre extériorise des décotes respectives de 5,6 % et 4,8 %.

Si l'on tient compte du fait qu'il s'agit d'objectifs à 12 mois (dans leur quasi-totalité), il convient d'actualiser ces valeurs afin d'obtenir leur valeur actuelle. En retenant un taux d'actualisation de 7 %³⁷, la valeur moyenne présente s'établirait à 118,77 €. Le prix d'Offre extérioriserait sur cette base une prime de 1,0 %.

Par ailleurs, nous relevons que les objectifs de cours s'inscrivent dans un large éventail de valeurs, compris entre 70 € pour le plus bas, et 203 € pour le plus élevé, témoignant de la diversité des opinions des analystes sur la Société. De plus, l'écart historique entre le cours de bourse et l'objectif de cours moyen (le potentiel d'appréciation) est relativement important, en moyenne 46 % sur 22 mois (de 18 % au minimum en février 2018, jusqu'à 67 % au maximum en mars 2019 et 35 % en novembre 2019).

Aussi, nous préférons présenter une fourchette statistique retenue à titre secondaire et encadrant la valeur avec un intervalle de confiance à 95 %³⁸, laquelle ressort comprise entre 114,39 € et 139,78 €. Selon ce calcul, le prix d'Offre se place dans la moitié inférieure de notre fourchette. Le détail du calcul est présenté dans le tableau ci-après :

³⁷ Médiane des WACC utilisés par les bureaux d'analystes ; en toute rigueur, s'agissant d'une valeur de fonds propres, le coût du capital devrait être appliqué, mais peu d'analystes le communiquent.

³⁸ Par application d'une loi de Student.

Objectifs de cours de analystes financiers - consensus au 7 novembre 2019	
Nombre total de références	24
Objectif de cours moyen	127,08 €
Objectif de cours médian	126,00 €
Objectif de cours minimum	70,00 €
Objectif de cours maximum	203,00 €
Ecart type	30,06 €
Marge d'erreur au seuil de 95%	12,69 €
Borne basse de l'intervalle	114,39 €
Borne haute de l'intervalle	139,78 €

4.3.3 Évaluation par la méthode DCF

L'utilisation de la méthode DCF nous paraît particulièrement adaptée pour évaluer la Société dans la mesure où elle permet de modéliser la prise en compte des prévisions des analystes financiers sur la totalité de l'horizon et la situation particulière de la filiale italienne.

4.3.3.1 Taux d'actualisation

Sur la base des développements présentés en annexe 7.3, nous estimons le coût moyen pondéré du capital (CMPC³⁹) du Groupe Iliad à 6,36 %.

Ce dernier repose sur un bêta de 1,0 appliqué à une prime de risque du marché des actions de 6,45 %, issue du modèle Fairness Finance. À celle-ci, il convient d'ajouter une prime de risque de 0,33 % qui marque le passage entre un risque souverain et un risque *corporate* (ou "prime AAA"⁴⁰) et de retrancher le rendement de l'emprunt "sans risque", qui est ici approximé par celui des états de la zone euro notés au moins AA. Ce dernier s'établissant à -0,41 %, il ressort une espérance de rentabilité de 6,22 %. Afin de tenir compte du fait que les prévisions ne sont pas des espérances mathématiques⁴¹, ce taux doit être majoré d'une prime de risque de biais d'optimisme de 2,06 % et d'une prime de risque de défaut de 2,70 %.

Par solde, le coût des fonds propres exigé pour actualiser les prévisions de flux s'établit à 10,98 %.

Sur la base de l'endettement net, ressortant des comptes au 30 juin 2019 à 4 610 m€ et d'une capitalisation boursière de 5 092 m€ basée sur un cours moyen de 87,09 €⁴², le levier d'endettement au sens strict s'établit à 47 % de la valeur d'entreprise (VE). Par ailleurs, nous retenons un coût de l'endettement de 1,62 % avant impôt, soit 1,2 % après déductibilité au taux d'impôt français de droit commun de 25,83 %⁴³ tel qu'attendu en 2022 selon la dernière loi de finance.

Les étapes du calcul du CMPC sont résumées dans le tableau ci-après.

³⁹ Ou "WACC" en anglais pour "Weighted Average Cost of Capital".

⁴⁰ Cette dernière étant calculée par rapport à un taux in fine moyen d'un panier d'emprunts d'État de la zone euro notés au moins AA.

⁴¹ Comme expliqué plus haut, les prévisions des analystes sont établies en cas de survie (ou "conditionnelles") et sont entachées d'un biais moyen d'optimisme.

⁴² Milieu de l'intervalle constitué par les moyennes de cours au 8 novembre 2019 calculées sur trois mois calendaires.

⁴³ Y compris contribution sociale de 3,3 %.

Calcul du taux d'actualisation	31-oct.-19	
	Sans dette financière	Avec dette financière
Bêta de l'actif économique : β_U	0,60	0,60
Levier $L_e = DN / VFP$	-	89,5%
Bêta avec levier : β_L	0,60	1,00
Taux sans risque	(0,41%)	(0,41%)
Prime AAA	0,33%	0,33%
Prime MEDAF : Π_R	6,29%	6,29%
Espérance de rendement de l'action	3,71%	6,22%
Prime pour aléa de prévision de la société	2,06%	2,06%
Prime pour risque de défaut de la société	0,56%	2,70%
Coût des fonds propres	6,33%	10,98%
Coût de la dette avant IS : k_d		1,62%
Coût de la dette après IS		1,20%
Levier cible $L_{VE} = DN / VE$	-	47,2%
CMPC	6,33%	6,36%

Source Fairness Finance

Comme l'indique le tableau supra, compte tenu du profil de risque du Groupe, son coût du capital serait peu différent en l'absence de dette financière. Ainsi, la valeur d'entreprise demeurerait-elle inchangée, l'amélioration du risque de défaut étant compensée par la perte de l'économie fiscale sur les charges d'intérêt d'emprunt.

À titre de complément, ces étapes de calcul peuvent être présentées selon une approche consistant à faire ressortir les primes de risque additionnelles retenues par rapport à la moyenne des sociétés de taille et de bêta identiques.

Comme indiqué dans le tableau ci-dessous, en moyenne, la somme des primes de risque pour biais d'optimisme et de défaut s'établit à 3,25 %, pour les sociétés de taille équivalente (ou "Large Caps"). Le coût des fonds propres de 10,98 % intègre ainsi une prime spécifique de 1,83 % qui provient essentiellement de la prime de risque pour risque de défaut, le levier d'endettement du Groupe étant supérieur à la moyenne des sociétés de même taille.

Calcul du taux d'actualisation	31-oct.-19	
	Sans dette financière	Avec dette financière
Bêta de l'actif économique : β_U	0,60	0,60
Levier cible $L_e = DN / VFP$	0,0%	89,5%
Bêta avec levier : β_L	0,60	1,00
Taux sans risque	(0,41%)	(0,41%)
Prime MEDAF : Π_R	6,29%	6,29%
Prime pour biais de prévision des Large Caps	3,25%	3,25%
Primes spécifiques	(0,30%)	1,83%
Coût des fonds propres	6,33%	10,98%
Coût de la dette avant IS : k_d		1,62%
Charge d'intérêt après IS		1,20%
Levier cible $L_{VE} = DN / VE$		47,2%
CMPC	6,33%	6,36%

Source Fairness Finance

Le taux de 6,36 % est une estimation moyenne du CMPC applicable aux flux du consensus. La rationalisation du coût de la dette Iliad et le CMPC publié par les analystes financiers sont présentés en annexe 7.4 et 7.5.

Les variations des hypothèses présentées infra expliquent en partie la grande dispersion des objectifs de cours des analystes ainsi que la volatilité du cours de bourse qui demeurent toutes deux élevées depuis que le Groupe a communiqué ses objectifs stratégiques avec le Plan Odyssee ainsi qu'à l'occasion de la présentation des comptes du 1^{er} semestre 2019.

4.3.3.2 Prévisions du plan d'affaires

Les flux actualisés sont des cash-flows libres d'exploitation basés sur les prévisions 2020-2024 du plan d'affaires issu des prévisions moyennes du consensus raisonné des analystes financiers analysé §3.4. Il n'a pas été tenu compte du flux 2019 dans notre horizon, nos travaux s'appuyant sur une position financière nette au 30 juin 2019 ajustée du flux anticipé au 2nd semestre 2019 (cf. §4.1.2).

DCF Groupe (m€)					
Agrégat	2020e Consensus	2021e Consensus	2022e Consensus/BM&A	2023e Consensus/BM&A	2024e Consensus/BM&A
Chiffre d'affaires	5 544	5 802	6 020	6 245	6 469
<i>Taux de croissance</i>	<i>1,1%</i>	<i>4,7%</i>	<i>3,7%</i>	<i>3,7%</i>	<i>3,6%</i>
EBITDAaL	1 762	1 937	2 078	2 211	2 311
<i>En % du CA</i>	<i>31,8%</i>	<i>33,4%</i>	<i>34,5%</i>	<i>35,4%</i>	<i>35,7%</i>
Dotation aux amortissements	(1 202)	(1 257)	(1 311)	(1 403)	(1 442)
<i>En % du CA</i>	<i>-21,7%</i>	<i>-21,7%</i>	<i>-21,8%</i>	<i>-22,5%</i>	<i>-22,3%</i>
EBIT	560	681	767	808	869
<i>En % du CA</i>	<i>10,1%</i>	<i>11,7%</i>	<i>12,7%</i>	<i>12,9%</i>	<i>13,4%</i>
IS théorique (pré-tax shield)	(323)	(305)	(289)	(296)	(303)
<i>En % de l'EBIT</i>	<i>-57,7%</i>	<i>-44,8%</i>	<i>-37,6%</i>	<i>-36,6%</i>	<i>-34,9%</i>
Investissement hors fréquences	(1 651)	(1 570)	(1 462)	(1 443)	(1 364)
<i>En % du CA</i>	<i>-29,8%</i>	<i>-27,1%</i>	<i>-24,3%</i>	<i>-23,1%</i>	<i>-21,1%</i>
<i>En % des DAP</i>	<i>-137,4%</i>	<i>-125,0%</i>	<i>-111,6%</i>	<i>-102,9%</i>	<i>-94,6%</i>
Variation du BFR exploitation	(16)	(4)	(6)	(8)	(8)
<i>En % de var. du CA</i>	<i>0,3%</i>	<i>0,1%</i>	<i>0,1%</i>	<i>0,1%</i>	<i>-3,5%</i>
Frais financiers IFRS 16	(22)	(22)	(22)	(22)	(22)
<i>En % de CA-EBITDAaL</i>	<i>-0,6%</i>	<i>-0,6%</i>	<i>-0,5%</i>	<i>-0,5%</i>	<i>-0,5%</i>
Cash flow libre d'exploitation	(250)	36	299	442	615

La Société ne retraitant pas la part financière des loyers IFRS 16 dans son EBITDAaL, nous avons tenu compte d'un ajustement négatif de 22 m€ du flux d'exploitation au titre de la quote-part des loyers opérationnels non déduite l'EBITDAaL. Cette estimation a été réalisée par nos soins à partir d'éléments issus des comptes du 1^{er} semestre 2019 (premier arrêté comptable appliquant cette nouvelle norme) et retenue à 50 % seulement du fait de l'incertitude pesant sur la prise en compte ou non par les analystes financiers de ce poste dans leurs prévisions d'EBITDAaL. La variation de cet ajustement a fait l'objet d'un calcul de sensibilité détaillé §4.3.3.5.

4.3.3.3 Flux normatif

S'agissant du Groupe, la valeur terminale retient :

- un taux de croissance du chiffre d'affaires de 1,0 %, proche de la médiane des taux de croissance à l'infini retenus par les analystes financiers qui publient cette information pour la France ou pour le Groupe (cf. annexe 7.6), soit 0,9%. Ce taux nous semble adapté dans un contexte de stabilité globale de base d'abonnés dans un marché très mature et d'un tarif facturé décorrélé de l'inflation générale des prix ;
- un taux de marge d'EBITDAaL cible de 36,6 %, égal à la médiane observée chez les comparables boursiers à horizon 2023 (cf. annexe 7.7). Nous avons vérifié que ce niveau permettait par ailleurs de ne pas projeter à l'infini un cash-flow implicite négatif au niveau de la filiale italienne ;

- un ratio d'investissements égal à 20,6 % du chiffre d'affaires, correspondant à la fourchette basse de la moyenne relevée en 2024 dans le consensus raisonné des prévisions des analystes financiers compte tenu de la fourchette observée chez les comparables boursiers (cf. annexe 7.8) ;
- une dotation aux amortissements déduite du niveau des investissements normatifs en tenant compte d'une durée d'amortissement des actifs estimée à 10 ans et du taux de croissance à l'infini. Cette approche nous conduit à considérer un ratio de surinvestissement à l'infini (investissements rapportés à la dotation aux amortissements) de 104,3 %, soit un ratio dotation aux amortissements normatif sur chiffre d'affaires de 19,8 % ;
- un impôt sur les sociétés estimé à 28,3% de l'EBIT anticipé, tenant compte de la CVAE en France ;
- des frais financiers au titre de la part financière des loyers IFRS 16, potentiellement non prise en compte dans l'EBITDAaL et que nous estimons à 22 m€ par an (cf. §4.3.3.2).

4.3.3.4 Résultat de l'approche

Compte-tenu de ce qui précède, la méthode DCF extériorise une valeur d'entreprise pour le Groupe pris dans son ensemble de 10,6 Mds€. Malgré le prolongement des prévisions analystes jusqu'en 2024, cette valeur se caractérise par un poids important du flux des investissements qu'aura à consentir Iliad sur l'horizon fini des prévisions.

Groupe : Valeur des capitaux propres DCF		
	m€	%
Valeur présente des flux de trésorerie	843	8,0%
<i>Cash flow terminal</i>	710	
<i>Valeur terminale</i>	13 237	
Valeur présente de la valeur terminale	9 724	92,0%
Valeur d'entreprise	10 567	100,0%
Position financière nette	(4 610)	
Autres éléments	468	
Valeur des capitaux propres	6 424	
<i>Nombre d'action (dilué)</i>	<i>58 468</i>	
Valeur en € par action	109,9 €	

4.3.3.5 Analyse de sensibilités

Sensibilité de la méthode aux paramètres exogènes de marché : taux d'actualisation et taux de croissance à l'infini

Groupe		CMPC				
		5,9%	6,1%	6,4%	6,6%	6,9%
g [∞]	0,5%	115,6 €	105,8 €	96,9 €	88,8 €	81,3 €
	0,8%	123,2 €	112,7 €	103,1 €	94,4 €	86,3 €
	1,0%	131,7 €	120,2 €	109,9 €	100,4 €	91,8 €
	1,3%	141,1 €	128,6 €	117,3 €	107,1 €	97,8 €
	1,5%	151,6 €	137,9 €	125,6 €	114,5 €	104,4 €

Sensibilité de la méthode à l'intervalle de confiance de la moyenne des prévisions utilisées :

Groupe	Intervalle de confiance de la moyenne		
	F.basse	Moyenne	F.Haute
Valeur par les DCF	101,9 €	109,9 €	117,9 €

Cette approche de sensibilité a été réalisée en remplaçant les prévisions du consensus par les bornes de l'intervalle de confiance à 95 % de la moyenne sur l'horizon 2020-2024 couvert par les analystes financiers.

Sensibilité de la méthode aux hypothèses opérationnelles utilisées en année normative : taux de marge d'EBITDAaL et du ratio Capex/CA

Groupe		Variation de la marge d'EBITDAaL normative				
		-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
Variation du ratio Capex/CA normatif	-1,0%	110,0 €	115,5 €	121,0 €	126,6 €	132,1 €
	-0,5%	104,4 €	109,9 €	115,5 €	121,0 €	126,5 €
	0,0%	98,8 €	104,4 €	109,9 €	115,4 €	120,9 €
	0,5%	93,3 €	98,8 €	104,3 €	109,8 €	115,3 €
	1,0%	87,7 €	93,2 €	98,7 €	104,2 €	109,8 €

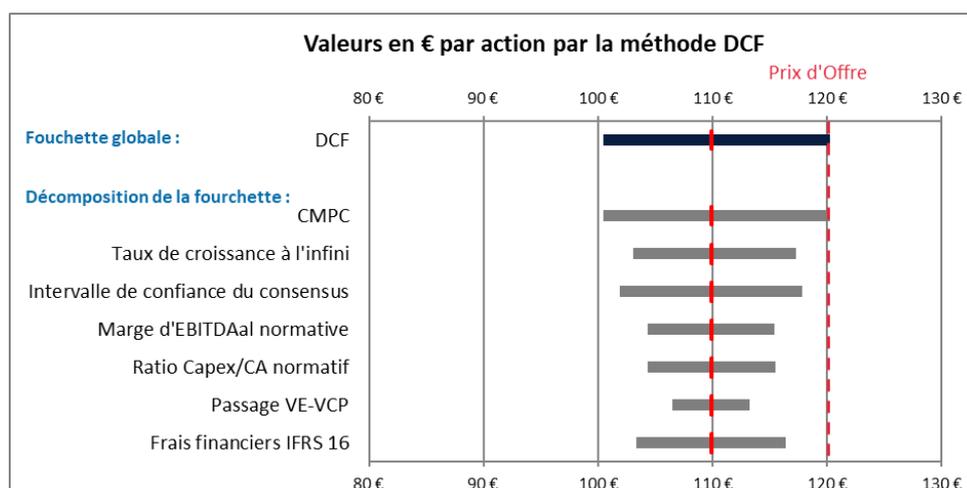
Sensibilités additionnelles : pourcentage de frais financiers IFRS 16 retenu et éléments de passage entre valeur d'entreprise et valeur des capitaux propres

Groupe		% des frais financiers IFRS 16 retenu		
		0,0%	50,0%	100,0%
VE-VCP	F. basse	113,0 €	106,5 €	99,9 €
	Val. Centr.	116,4 €	109,9 €	103,3 €
	F. haute	119,8 €	113,3 €	106,7 €

Deux sensibilités ont été ajoutées aux sensibilités de taux et aux sensibilité opérationnelles usuelles :

- une sensibilité permettant de mesurer l'impact sur la valeur de l'ajustement de la part financière des loyers opérationnels IFRS 16 (cf. §4.3.3.2) ;
- une sensibilité sur les fourchettes haute et basse des éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres (traitement fiscal des deux opérations de cession et montant de l'investissement en licences 5G en France notamment).

Synthèse des fourchettes :



La méthode DCF estime la valeur du Groupe dans son ensemble dans une fourchette comprise entre 100 € et 120 € pour une valeur centrale de 110 €, soit une prime offerte par le prix d'Offre de 9,2 %. Nous relevons cependant que cette approche ne tient que partiellement compte du développement de la filiale italienne, l'horizon 2020-2024 ne permettant pas à cette dernière d'atteindre la pleine maturité de son *business model*. À l'inverse, du fait de l'actualisation des flux à un taux représentant essentiellement le risque français, l'incertitude pesant sur les flux anticipés en Italie est sous-évaluée. La combinaison de ces deux effets nous amène à considérer l'approche comme pertinente pour évaluer la valeur de l'action Iliad sur la base stricte des informations disponibles chez les analystes financiers.

4.3.4 Évaluation par la méthode des comparables boursiers

4.3.4.1 Constitution d'un échantillon large

Il n'existe pas à notre connaissance un concurrent coté strictement comparable à Iliad en termes de répartition d'activité, de taille, de marges, de croissance, de levier d'endettement et de volatilité des cours, pour ne citer que les principaux facteurs explicatifs des multiples de valorisation d'une entreprise cotée.

À défaut, nous avons choisi de constituer un échantillon sectoriel large, composé de sociétés fournissant des prestations de téléphonie fixe et mobile, et d'accès à Internet, généralement identifiées sous le terme "telcos"⁴⁴, et qui exercent une partie significative de leur activité en Europe tout en étant cotées sur un marché également européen. Ces sociétés sont décrites en annexe 7.10. Par cette approche, il ressort un échantillon de 17 sociétés, dont le nombre utile peut être inférieur, en fonction des analyses réalisées. Ainsi, lorsqu'il s'agit de calculer des valeurs centrales telles que des moyennes ou des médianes, nous limitons cet échantillon à 16 sociétés afin d'exclure l'entreprise allemande Telecolombus AG du fait de sa taille atypique et de sa répartition d'activités, alors que lorsqu'il s'agit d'établir la corrélation entre la volatilité, le bêta et certaines variables, cette société est réintégrée pour augmenter la plage des écarts entre les données observées et leur moyenne (i.e. accroître la "variance" statistique).

Nous renvoyons à l'annexe 7.9 pour la prise en compte de la norme IFRS 16 dans nos travaux.

4.3.4.2 Résultats de la méthode et positionnement par rapport aux autres approches

Les multiples retenus pour les calculs de valeurs centrales sont reportés en annexe du présent rapport (annexe 7.11).

Nous privilégions les multiples d'EBITDAaL, d'EBITaL/EBIT et de PER :

- le premier car il constitue le premier indicateur extracomptable communiqué par la Société, ainsi que par la moitié des comparables. Il présente toutefois la particularité de s'affranchir des efforts d'investissement du Groupe, lesquels sont appréhendés au moyen de la dotation aux amortissements qui sont la meilleure estimation du besoin d'investissement de renouvellement des actifs ;
- l'EBITaL est pour sa part un solde intermédiaire de gestion qui tient compte de l'investissement de renouvellement. Comme rappelé en annexe 7.9, il existe une incertitude sur la qualité du retraitement opéré par les analystes, tous ne tenant pas encore compte dans leurs modèles de la part des loyers opérationnels décaissés comptabilisée désormais en charges financières, conformément à IFRS 16. Pour cette raison, nous ne prenons que 50 % de cet effet, en faisant la moyenne de l'EBITaL et de l'EBIT ;
- le PER est enfin retenu car il est, en théorie, le solde de gestion le moins affecté par la mise en application de la norme IFRS 16 et parce qu'il est (comme l'EBITaL) calculé après dotations aux amortissements. À la différence des multiples de valeur d'entreprise précédents, le PER intègre le levier d'endettement dans son dénominateur et non dans son numérateur.

Les valeurs centrales des intervalles définis par les moyennes hors extrêmes et les médianes des multiples sont reportées dans le tableau ci-après :

Multiples cibles (moyens / médians)	2019	2020	2021	2022
VE/EBITDAaL	6,7x	6,6x	6,4x	6,0x
VE/EBITaL	16,6x	15,7x	15,2x	14,1x
PER	16,9x	14,9x	13,9x	12,6x

⁴⁴ Pour "telecommunication companies".

Nous appliquons chacun de ces multiples aux prévisions du consensus raisonné de niveau 3, pour les exercices prévisionnels 2021 et 2022.

Par cette approche, l'impact des pertes attendues en Italie en 2019 et 2020, qui correspondent au coût d'acquisition du fonds de commerce, est minimisé. Il n'en reste pas moins que cette approche conduit à capitaliser en partie des pertes⁴⁵ en Italie de :

- 277 m€ en EBITaL en moyenne en 2021-2022 ;
- 248 m€ de résultat net en moyenne en 2021-2022.

Cette approche nous semble néanmoins être celle retenue par le marché, si nous comparons le cours de bourse ou la moyenne des objectifs des analystes, aux valeurs issues de l'application des multiples.

Cette approche aboutit à une valeur centrale de 102 € par action qui varie entre 89 € et 133 € en fonction du multiple considéré, comme indiqué dans le tableau ci-après :

Valeur en €/action	Borne basse	Cible	Borne haute
VE/EBITDAaL	104	128	163
P/E	74	86	103
EBITaL et EBIT	66	93	118
Moyenne	89	102	133

- la valeur centrale la plus basse correspond à l'application du PER (multiple de résultat net). Ce dernier est conforté par une valeur de 93 € obtenue par le multiple d'EBITaL/EBIT ;
- le haut de fourchette de 128 € correspond quant à lui à un niveau de rentabilité théorique d'Iliad à partir du moment où sa marge d'EBITDAaL est supposée être non significativement affectée par des pertes en Italie.

Les valeurs centrales retenues correspondent au milieu de l'intervalle formé par la moyenne hors extrêmes et par la médiane des multiples. Les bornes hautes et basses correspondent, quant à elles, à l'intervalle de confiance de la moyenne des multiples au seuil de 95 %.

En raison de l'absence de concurrent directement comparable et au vu des difficultés de mise en œuvre de la méthode des multiples, cette dernière nous semble devoir être considérée essentiellement dans une optique de recoupement de la référence du cours de bourse, de l'objectif de cours moyen des analystes et de la fourchette issue de l'approche intrinsèque par le DCF. En effet :

- la fourchette de valeurs obtenues par les multiples recoupe la moitié supérieure de celle issue des cours de bourse. Le marché semble ainsi retenir une approche qui capitalise un haut niveau de pertes en Italie, ce qui pourrait correspondre à une vision privilégiant les perspectives financières du Groupe à court terme ;
- l'intervalle de confiance de la moyenne des objectifs de cours recoupe la moitié supérieure de la fourchette issue des comparables. Ce recoupement semble indiquer que les analystes se situent plutôt dans une perspective à long terme, avec scénario de convergence de la rentabilité d'Iliad vers celle du secteur ;

⁴⁵ le point mort d'EBITDA étant atteint en moyenne 2021-2022.

- enfin, l'approche par les comparables est recoupée dans sa partie centrale par la fourchette définie par l'approche par DCF, l'écart des valeurs centrales obtenues par nos soins selon ces deux approches étant peu significatif d'un point de vue purement statistique.

En conclusion, l'application de la méthode des multiples aux prévisions du Groupe, fussent-elles les plus éloignées possible, revient à appliquer une décote à la valeur de l'activité historique réalisée en France. Cette dernière correspond à la valeur négative affectée à l'activité naissante en Italie. Cette vision semble être partagée par plus de la moitié des analystes dans leurs objectifs de cours, c'est-à-dire ceux qui sont inférieurs à 130 €. Elle semble par ailleurs constituer le scénario central d'évaluation du marché au vu du cours de bourse récent.

4.3.5 ANR ou somme des parties

La méthode de l'actif net réévalué ou sa dérivée, la somme des parties, permettent l'évaluation de structures regroupant des composantes potentiellement hétérogènes.

Dans la méthode DCF détaillée §4.3.3, nous relevons un certain nombre de biais liés principalement au niveau de maturité différent entre le *business model* de la France et celui de l'Italie. En effet, la capitalisation potentielle de pertes à l'infini en l'Italie par cette méthode ne nous paraît pas totalement satisfaisante, il convient selon nous de la compléter par la mise en œuvre d'un calcul d'actif net réévalué. Celui-ci vise à estimer les valeurs de chacun des deux secteurs, France et Italie, ainsi que les éventuelles décotes à leur appliquer, pour rationaliser la valeur d'ensemble du Groupe. Dans ce contexte, nous avons mis en œuvre une approche alternative évaluant séparément ces deux composantes.

4.3.5.1 Flux considérés

Les flux actualisés sont des cash-flows libres d'exploitation basés sur les prévisions 2020-2024 des plans d'affaires France et Italie, issus des prévisions moyennes du consensus raisonné des analystes financiers analysé §3.4 et en annexe 7.1. Comme pour le Groupe, il n'a pas été tenu compte du flux 2019 dans notre horizon, nos travaux s'appuyant sur une position financière nette au 30 juin 2019 ajustée du flux anticipé au deuxième semestre 2019 (cf. §4.1.2). Le plan d'affaires de l'Italie ne permettant pas de dégager des flux positifs sur l'horizon 2020-2024, il a été prolongé par nos soins jusqu'en 2034 afin de simuler un rattrapage, en nombre d'abonnés et en ARPU, avec la situation observée en France. Le détail des flux d'exploitation actualisés est présenté en annexe 7.12.

4.3.5.2 Taux d'actualisation appliqués

Les valeurs d'entreprise observées pour l'Italie ressortant proches de zéro (cf. 4.3.3.1), nous avons considéré que le CMPC applicable à la France était identique à celui retenu pour le Groupe, soit 6,4 %.

S'agissant de l'Italie, nous estimons le coût des fonds propres à endettement nul⁴⁶ applicable aux flux anticipés, à 10,0 %, décomposé comme suit :

⁴⁶ Pour les besoins de l'application de la méthode, nous avons considéré que la France porterait 100% de la dette du Groupe. Le taux d'actualisation applicable ici est donc un coût des fonds propres à endettement nul et non pas un CMPC.

Estimation du taux d'actualisation Italie	31-oct.-19		
	Sans dette financière	Fourchette basse	Fourchette Haute
Bêta de l'actif économique : β_U	0,60	0,53	0,68
Levier cible $L_e = DN / VFP$	0,0%	0,0%	0,0%
Bêta avec levier : β_L	0,60	0,53	0,68
Taux sans risque	(0,41%)	(0,41%)	(0,41%)
Prime de risque pays	1,62%	1,62%	1,62%
Prime MEDAF : Π_R	6,29%	6,29%	6,29%
$\Pi_E - \Pi_R$ Large Caps	3,25%	3,25%	3,25%
Prime Small Cap : Π_L	-	-	-
Primes spécifiques	1,76%	1,76%	1,76%
Coût des fonds propres	10,01%	9,56%	10,49%

Nous n'avons pas tenu compte d'une prime Small Cap du fait du soutien de la filiale transalpine par sa mère, mais avons ajouté une prime supplémentaire pour risque d'exécution du plan d'affaires, reflétant le niveau d'incertitude qui pèse aujourd'hui sur le développement de l'entité, et une prime de risque « pays » reflétant le surcroît de risque de défaut local⁴⁷ par rapport au niveau européen retenu dans le calcul du taux Groupe.

4.3.5.3 Valeur de l'activité en France

1/ Approche DCF :

S'agissant de la France, la valeur terminale retient :

- un taux de croissance du chiffre d'affaires de 1,0 %, égal à celui du Groupe dans son ensemble lui-même estimé à partir de la médiane des taux retenus par les analystes financiers pour le Groupe ou la France ;
- un taux de marge d'EBITDAal cible de 40,1 % égal au niveau moyen attendu en 2024 dans les prévisions du consensus raisonné, très proche de la borne haute de l'intervalle de confiance à 95 % de la moyenne des marges d'EBITDAal anticipées chez les comparables boursiers (cf. annexe 7.7) ;
- un ratio d'investissements égal à 20,6 % du chiffre d'affaires, égal à celui retenu pour le Groupe ;
- une dotation aux amortissements déduite du niveau des investissements normatifs en tenant compte d'une durée d'amortissement des actifs estimée à 10 ans et du taux de croissance à l'infini. Cette approche nous conduit à considérer un ratio de surinvestissement à l'infini, dont découle le ratio de dotation aux amortissements sur chiffre d'affaires, identiques à ceux retenus pour le Groupe ;
- un impôt sur les sociétés estimé à 28,3 % de l'EBIT anticipé, tenant compte de la CVAE ;
- des frais financiers au titre des loyers IFRS 16 non pris en compte dans l'EBITDAal et que nous estimons à 22 m€ par an.

⁴⁷ Cette prime de risque a été estimée à partir du différentiel de *spread* de *Credit Default Swap* (ou CDS) observé au 31 octobre 2019 entre les CDS souverains de la zone euro et ceux de l'Italie.

Compte-tenu de ce qui précède, la méthode DCF extériorise une valeur d'entreprise pour la France de 11,5 Mds€. Le poids de la valeur terminale ressort moins important que pour le Groupe du fait de l'absence de l'Italie.

France : Valeur des capitaux propres DCF		
	m€	%
Valeur présente des flux de trésorerie	1 994	17,3%
<i>Cash flow terminal</i>	696	
<i>Valeur terminale</i>	12 974	
Valeur présente de la valeur terminale	9 531	82,7%
Valeur d'entreprise	11 524	100,0%
Position financière nette	(4 611)	
Autres éléments	324	
Valeur des capitaux propres	7 238	
<i>Nombre d'action (dilué)</i>	58 468	
Valeur en € par action	123,8 €	

Sensibilité de la méthode aux paramètres exogènes de marché : taux d'actualisation et taux de croissance à l'infini

France		CMPC				
		5,9%	6,1%	6,4%	6,6%	6,9%
g [∞]	0,5%	128,2 €	118,6 €	109,9 €	101,9 €	94,5 €
	0,8%	136,4 €	126,0 €	116,5 €	107,9 €	99,9 €
	1,0%	145,4 €	134,1 €	123,8 €	114,4 €	105,9 €
	1,3%	155,3 €	142,9 €	131,8 €	121,6 €	112,4 €
	1,5%	166,5 €	152,8 €	140,5 €	129,5 €	119,5 €

Sensibilité de la méthode à l'intervalle de confiance du consensus :

France		Intervalle de confiance de la moyenne		
		F.basse	Moyenne	F.Haute
Valeur par les DCF		116,2 €	123,8 €	131,4 €

Cette approche de sensibilité a été réalisée en remplaçant les prévisions du consensus par les bornes de l'intervalle de confiance à 95 % de la moyenne sur l'horizon 2020-2024 couvert par les analystes financiers.

Sensibilité de la méthode aux hypothèses opérationnelles utilisées en année normative : taux de marge d'EBITDAaL et du ratio Capex/CA

France		Variation de la marge d'EBITDAaL normative				
		-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
Variation du ratio Capex/CA normatif	-1,0%	123,9 €	128,5 €	133,1 €	137,8 €	142,4 €
	-0,5%	119,2 €	123,9 €	128,5 €	133,1 €	137,7 €
	0,0%	114,6 €	119,2 €	123,8 €	128,4 €	133,0 €
	0,5%	109,9 €	114,5 €	119,1 €	123,7 €	128,3 €
	1,0%	105,2 €	109,8 €	114,4 €	119,0 €	123,6 €

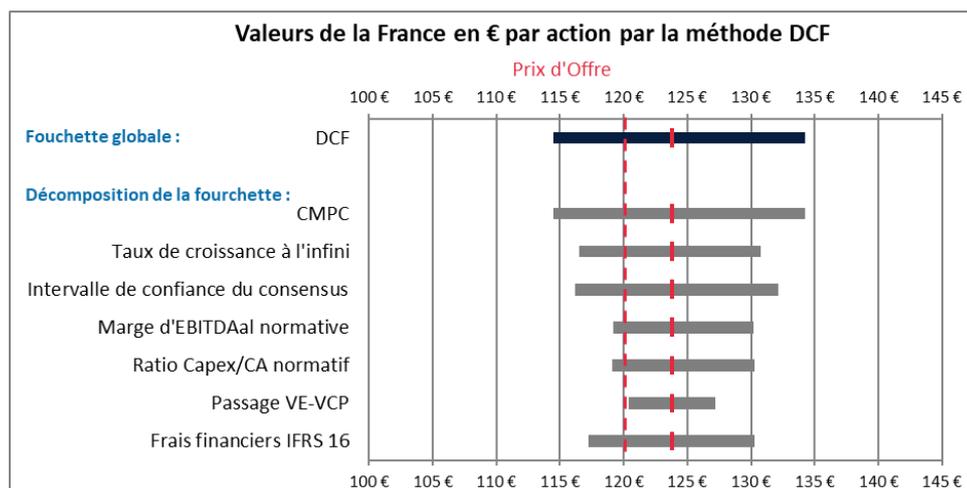
Sensibilités additionnelles : pourcentage de frais financiers IFRS 16 retenu et éléments de passage entre valeur d'entreprise et valeur des capitaux propres

France		% des frais financiers IFRS 16 retenu		
		0,0%	50,0%	100,0%
VE-VCP	F. basse	127,0 €	120,4 €	113,8 €
	Val. Centr.	130,4 €	123,8 €	117,2 €
	F.haute	133,7 €	127,2 €	120,6 €

Deux sensibilités ont été ajoutées aux sensibilités de taux et aux sensibilités opérationnelles usuelles :

- une sensibilité permettant de mesurer l'impact sur la valeur de l'ajustement de la part financière des loyers opérationnels IFRS 16 (cf. §4.3.3.2) ;
- une sensibilité sur les fourchettes haute et basse des éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres (traitement fiscal des deux opérations de cession et montant de l'investissement en licences 5G en France notamment).

Synthèse des fourchettes :



2/ Application des multiples boursiers à la France, à titre de recoupement

À titre de recoupement de l'approche par le DCF, nous avons mis en œuvre la méthode des multiples boursiers. Dans la mesure où elle s'applique à un horizon limité à 2022, elle ne peut être utilisée pour l'évaluation de la filiale italienne qui ne présente pas une rentabilité suffisante sur cet horizon selon les prévisions disponibles.

Comme précédemment exposé pour l'évaluation directe de l'ensemble consolidé, nous retenons les multiples d'EBITDAaL, d'EBITaL / EBIT et de résultat net (PER). Les prévisions faisant ressortir une rentabilité satisfaisante en France quelle que soit l'année considérée, il n'est pas nécessaire comme précédemment, d'exclure les exercices 2019 et 2020. L'horizon retenu comprend ainsi l'ensemble de l'horizon 2019 – 2022.

À la différence de l'approche consolidée qui est présentée essentiellement pour rationaliser l'écart entre cours de bourse et objectifs de cours des analystes, il nous semble justifié, au cas présent, d'explicitier un certain niveau de décote que nous rationalisons à partir du coût du capital de la Société.

En effet, comme nous retenons un taux d'actualisation pour la France sensiblement égal à celui du Groupe, la contribution du taux italien au taux consolidé étant marginale du fait de son poids relatif.

Sur cette base, le coût des fonds propres et le coût moyen pondéré du capital applicables à la France s'établissent respectivement à 10,98 % à 6,36 %, taux identiques à ceux retenus pour le Groupe.

Un calcul identique pour les sociétés de notre échantillon de sociétés comparables conduit à des taux moyens respectifs de 8,31 % et de 5,61 %. Les écarts avec les taux retenus pour Iliad s'expliquent par le fait que leur levier d'endettement ne représente en moyenne que 55 % de celui d'Iliad, ce qui induit un risque systématique et un coût de l'endettement plus faibles. En hypothèse centrale, nous supposons que le biais d'optimisme des prévisions

relatives aux sociétés comparables est identique à celui retenu pour Iliad, i.e. qu'il est égal à la moyenne des sociétés cotées de la zone euro (cf. supra, le calcul du taux d'actualisation consolidé).

En conséquence, à croissance identique, le Groupe doit avoir un multiple plus faible que celui applicable aux comparables en moyenne. Toutefois, l'application directe des multiples ne fait pas ressortir de tendance à la déformation de la valeur en fonction de l'horizon de prévision auquel s'applique le multiple. La croissance du Groupe en France sur cet horizon n'est donc pas significativement différente de celles des comparables. Ceci étant posé, le Groupe ayant un coût du capital sensiblement supérieur à la moyenne de l'échantillon, il se déduit que ses multiples sont, en moyenne, inférieurs toutes choses égales par ailleurs. La décote que nous retenons se déduit du calcul de la valeur résiduelle d'un DCF selon une formule de rente perpétuelle.

$$D = 1 - \frac{k_C - g}{k - g}$$

Avec k_C désignant le taux d'actualisation moyen des comparables et k celui d'Iliad. Par simplification, nous supposons que le taux de croissance tendanciel de l'activité d'Iliad en France, g , est identique à celui de ses concurrents, ces arguments pouvant être invoqués dans un sens comme dans l'autre.

Par cette approche, le niveau de décote dépend du taux de référence et des multiples auxquels il s'applique :

- selon l'équation précédente, la décote à appliquer au titre du coût des fonds propres est de 27 %. Cette décote concerne les flux calculés après frais financiers et revenant à l'actionnaire, i.e. au multiple de PER ;
- la décote résultat de la comparaison des CMPC est quant à elle de 14 %. Cette dernière s'applique aux multiples ayant pour sous-jacent un flux opérationnel, i.e. en l'espèce, aux multiples d'EBITDAaL et d'EBITaL/EBIT.

L'application des multiples après décotes conduit à une valeur centrale de 111 € par action Iliad au titre du secteur d'activité français. Cette dernière s'échelonne entre 99 € par l'EBITDAaL et 130 € par l'EBITaL/EBIT :

Valeur en €/action du secteur France	Min	Cible	Max
EBITaL et EBIT	98	130	169
EBITDAaL	77	99	128
PE	87	103	129
Moyenne	88	111	142

L'écart entre l'EBITDAaL et l'EBITaL/EBIT nous semble devoir être considéré avec circonspection. En effet, nous relevons que les prévisions dont nous nous sommes servis tablent sur une relative stabilité du poids des dotations aux amortissements exprimé en pourcentage du chiffre d'affaires, qui s'établirait à un niveau égal à la moyenne du secteur. Cette hypothèse pourrait se révéler optimiste dans la mesure où les investissements attendus sont supérieurs aux dites dotations. Une croissance modérée du poids des dotations en pourcentage du chiffre d'affaires aurait pu être attendue. La stabilité de ce taux implique une part réduite de l'investissement de capacité comparé à celle de renouvellement, voire une légère baisse du prix des actifs investis comparé à celui des actifs mis au rebut. Si cette prévision devait se révéler inexacte, elle aurait des impacts opposés sur la méthode des DCF et sur celle des comparables :

- des dotations aux amortissements sous-estimées auraient pour effet de surestimer la charge d'impôt dans le DCF et donc de réduire la valeur qui en est issue ;
- inversement, elle aurait pour effet d'accroître la valeur calculée par les multiples d'EBIT ;

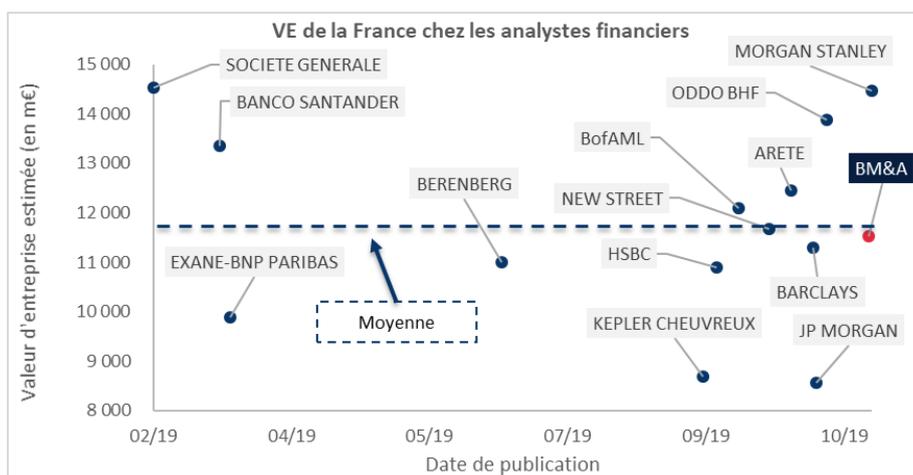
- l'effet serait moins marqué sur le résultat net, la hausse du résultat imposable étant en partie atténuée par l'impôt.

Au final, cette approche conduit à une fourchette de valeurs comprise entre 88 € et 142 €, qui encadre les fourchettes définies par le DCF et l'intervalle de confiance de la moyenne des objectifs de cours. La partie inférieure rejoint, quant à elle, les cours de bourse. En d'autres termes, l'évaluation du segment français du Groupe recoupe toutes les méthodes et références d'évaluation.

3/ Valeurs d'entreprise relevées chez les analystes financiers pour la France

La valeur d'entreprise avant coûts de fréquences, telle que nous avons pu la relever chez les analystes financiers qui appliquent une approche SOTP, ressort dans une fourchette large comprise entre 9 Mds€ et 15 Mds€, selon les options retenues par les analystes.

D'un point de vue statistique, la valeur moyenne extériorisée ressort positive à 11,7 Mds€ avec un intervalle de confiance à 95% compris entre 11 Mds€ et 13 Mds€. La médiane ressort à 12 Mds€.



4.3.5.4 Valeur de l'activité en Italie

1/ Approche DCF

S'agissant de l'Italie, la valeur terminale retient :

- un taux de croissance du chiffre d'affaires de 1,5 %, égal à la moyenne des taux de croissance à l'infini retenus par les analystes qui publient cette information. Ce taux, supérieur à celui retenu pour le Groupe et la France, nous semble pertinent pour refléter un reliquat de croissance potentielle post 2034 légèrement supérieur à celui de la France ;
- un taux de marge d'EBITDAal cible de 36,6 %, convergent avec l'hypothèse retenue pour le Groupe ;
- un ratio d'investissements égal à 20,6 % du chiffre d'affaires, convergent avec celui retenu pour le Groupe ;
- une dotation aux amortissements déduite du niveau des investissements normatifs en tenant compte d'une durée d'amortissement des actifs estimée à 10 ans et du taux de croissance à l'infini retenu pour le Groupe. Cette approche nous conduit à considérer un ratio de surinvestissement à l'infini, dont

découle le ratio de dotation aux amortissements sur chiffre d'affaires, identique à celui retenu pour le Groupe ;

- un impôt sur les sociétés estimé à 27,9% de l'EBIT anticipé, tenant compte de l'IRAP, du fait de la prise en compte de la valeur de l'économie fiscale induite par les déficits reportables dans les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres ;
- les frais financiers au titre des loyers IFRS 16 non pris en compte dans l'EBITDAa ont été entièrement pris en compte au niveau de la France compte tenu d'une dette de loyers IFRS 16 non significative en Italie dans les comptes semestriels du Groupe.

Compte-tenu de ce qui précède, la méthode DCF extériorise une valeur d'entreprise négative pour l'Italie de 83 m€. Malgré leur prolongation jusqu'en 2034, la somme des flux anticipés sur l'horizon fini du plan d'affaires, hors déficits reportables retraité dans les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres, ressort négative à 840 m€, compensant et dépassant légèrement la valeur présente de flux terminal.

Italie : Valeur des capitaux propres DCF		
	m€	%
Valeur présente des flux de trésorerie	(840)	ns
<i>Cash flow terminal</i>	218	
<i>Valeur terminale</i>	2 561	
Valeur présente de la valeur terminale	612	ns
Valeur d'entreprise	(228)	ns
Position financière nette	1	
Autres éléments	144	
Valeur des capitaux propres	(83)	
<i>Nombre d'action (dilué)</i>	58 468	
Valeur en € par action	-1,4 €	

Sensibilité de la méthode aux paramètres exogènes de marché : taux d'actualisation et taux de croissance à l'infini

Italie		CMPC				
		9,5%	9,8%	10,0%	10,3%	10,5%
g [∞]	1,0%	-1,0 €	-1,7 €	-2,4 €	-3,0 €	-3,6 €
	1,3%	-0,5 €	-1,2 €	-1,9 €	-2,6 €	-3,1 €
	1,5%	0,1 €	-0,7 €	-1,4 €	-2,1 €	-2,7 €
	1,8%	0,7 €	-0,1 €	-0,9 €	-1,6 €	-2,3 €
	2,0%	1,4 €	0,5 €	-0,3 €	-1,1 €	-1,8 €

Sensibilité de la méthode à l'intervalle de confiance du consensus :

Italie	Intervalle de confiance de la moyenne		
	F.basse	Moyenne	F.Haute
Valeur par les DCF	-4,90 €	-1,4 €	2,1 €

Cette approche de sensibilité a été réalisée en remplaçant les prévisions du consensus par les bornes de l'intervalle de confiance à 95 % de la moyenne sur l'horizon 2020-2024 couvert par les analystes financiers.

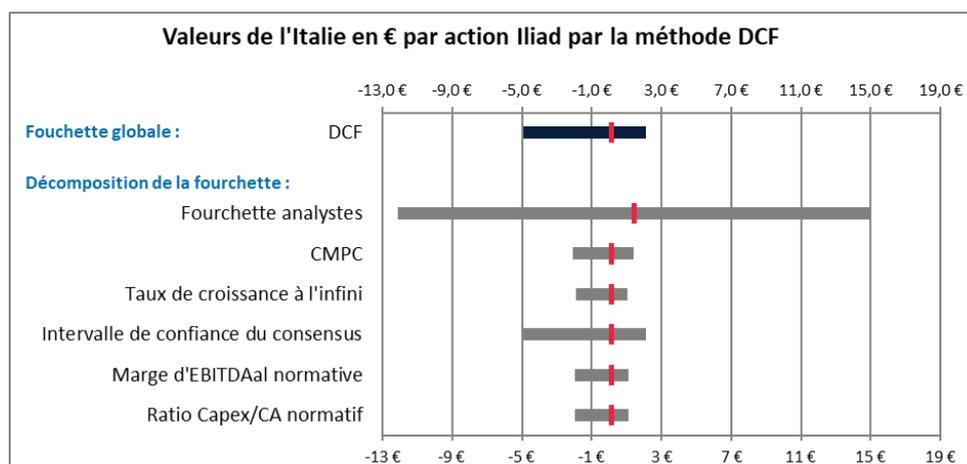
Sensibilité de la méthode aux hypothèses opérationnelles utilisées en année normative : taux de marge d'EBITDAal et du ratio Capex/CA

Italie		Variation de la marge d'EBITDAal normative				
		-1,0%	-0,5%	0,0%	0,5%	1,0%
Variation du ratio Capex/CA normatif	-1,0%	-1,4 €	-0,9 €	-0,3 €	0,2 €	0,8 €
	-0,5%	-2,0 €	-1,4 €	-0,9 €	-0,3 €	0,2 €
	0,0%	-2,5 €	-2,0 €	-1,4 €	-0,9 €	-0,3 €
	0,5%	-3,1 €	-2,5 €	-2,0 €	-1,4 €	-0,9 €
	1,0%	-3,6 €	-3,1 €	-2,5 €	-2,0 €	-1,4 €

Sensibilités additionnelles : pourcentage de frais financiers IFRS 16 retenu et éléments de passage entre valeur d'entreprise et valeur des capitaux propres

Ces sensibilités ne sont pas pertinentes au cas d'espèce, aucun retraitement des flux au titre de la part financière des loyers IFRS 16 en Italie ni de fourchette de valeur dans les éléments de passage de la VE à la VCP n'ayant été appliqué.

Synthèse des fourchettes :



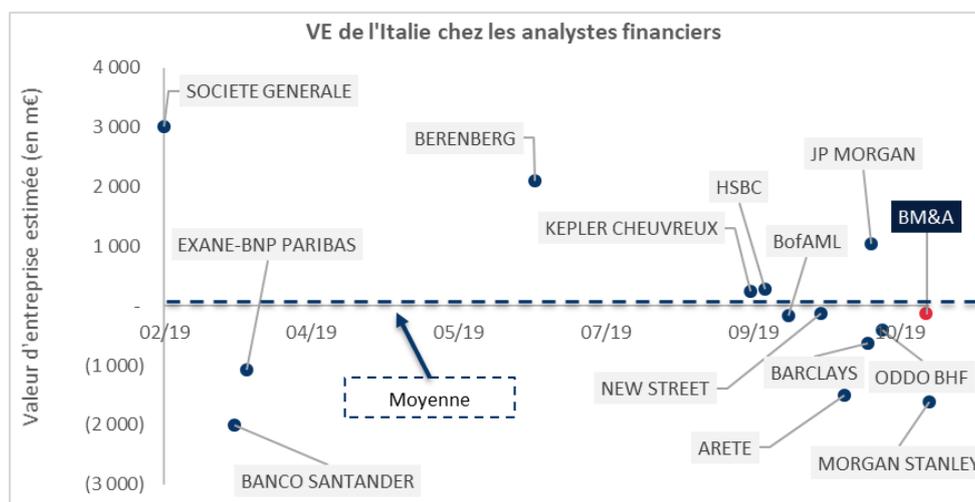
La méthode DCF estime la valeur de l'Italie dans une fourchette comprise entre -4,9 € et 2,1 € pour une valeur centrale de -1,4 €. Cette fourchette peut se comparer à celle issue des travaux de analystes financiers qui mettent en œuvre une somme des parties et qui ressort, après retraitement⁴⁸, entre -12,1 € et +15,0 €.

2/ Valeurs d'entreprise relevées chez les analystes financiers pour l'Italie

La valeur de l'entreprise avant coûts de fréquences, telle que nous avons pu la relever chez les analystes financiers qui appliquent une approche SOTP, ressort dans une fourchette très large comprise entre une valeur négative de 2 Mds€ et une valeur positive de 3 Mds€, selon les options d'évaluation retenues par l'analyste (valeur d'utilité pour le Groupe, valeur de cession, hypothèses de développement, investissements réalisés, ...).

D'un point de vue statistique, la valeur moyenne extériorisée ressort à -61 m€ mais avec un intervalle de confiance à 95% qui reste très important (fourchette comprise entre -854 m€ et +733 m€). La médiane ressort négative à 148 m€.

⁴⁸ Application des éléments de passage de la VE à la VCP estimés par nos soins et du nombre d'actions dilué à l'intervalle de confiance statistique à 95% de la moyenne des valeurs d'entreprises publiées par les analystes.

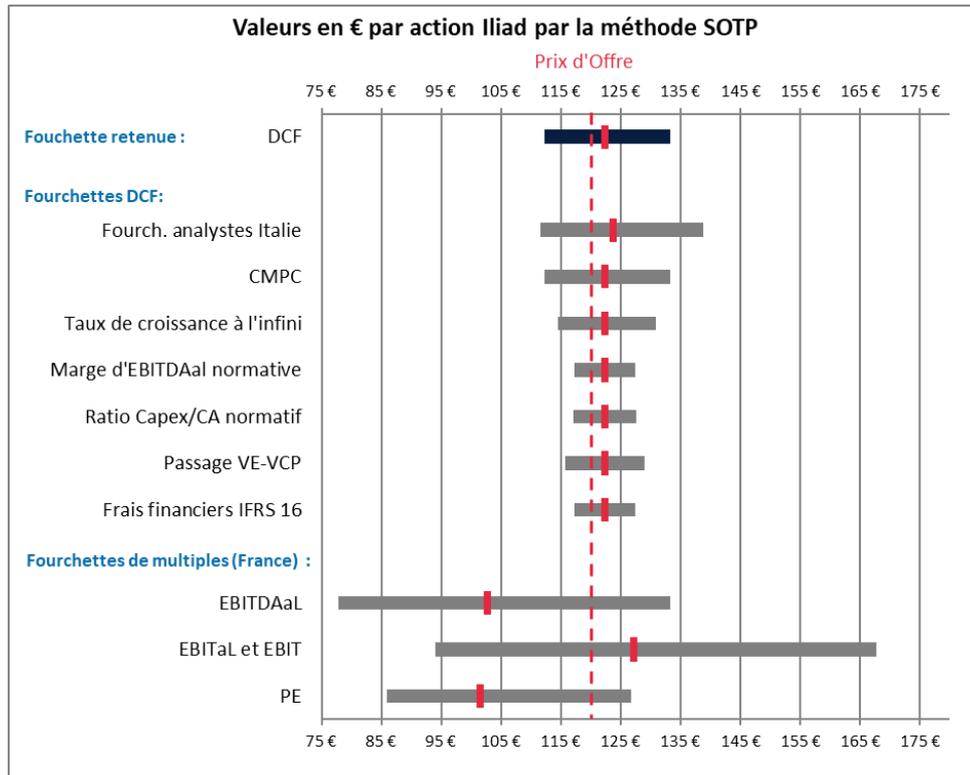


4.3.5.5 Résultat de l'approche SOTP

Groupe, SOTP : Valeur des capitaux propres DCF		
	m€	%
France :		
Valeur présente des flux de trésorerie	1 994	17,3%
Valeur présente de la valeur terminale	9 531	82,7%
Italie :		
Valeur présente des flux de trésorerie	(840)	ns
Valeur présente de la valeur terminale	612	ns
Groupe, SOTP :		
Valeur présente des flux de trésorerie	1 154	10,2%
Valeur présente de la valeur terminale	10 143	89,8%
Valeur d'entreprise	11 297	100,0%
Position financière nette	(4 610)	
Autres éléments	468	
Valeur des capitaux propres	7 154	
Nombre d'action (dilué)	58 468	
Valeur en € par action	122,4 €	

En faisant abstraction de la méthode des comparables boursiers, mise en œuvre uniquement à titre de recoupement, les approches DCF conduisent à une valeur du titre Iliad dans une fourchette comprise entre 112 € et 133 € pour une valeur centrale de 122,4 €, soit une décote offerte par le prix d'Offre de 1,9 %. Une approche alternative combinant notre approche DCF pour la France et la fourchette des valeurs d'entreprise observées chez les analystes financiers étend la fourchette de valeurs qui ressort comprise entre 112 € et 139 €.

Nous relevons cependant que cette approche est fortement sensible à la valeur retenue pour l'Italie qui s'inscrit dans une large fourchette et pour laquelle nous avons, pour compenser la consommation de trésorerie de la période 2020-2027 (i) prolongé les flux de dix années supplémentaires, et (ii) posé une hypothèse forte de convergence avec les ratios normatifs retenus pour le groupe à horizon 2034. Cette approche permet donc d'expliquer l'écart entre les objectifs de cours des analystes financiers, qui retiennent en moyenne une valeur nulle pour l'Italie, et le marché, par l'intermédiaire du cours de bourse, qui ne tient compte que de la consommation de trésorerie à court terme et ne valorise pas les bénéfices potentiels à long terme.



5 | ANALYSE CRITIQUE DES TRAVAUX DE L'ÉVALUATEUR

Conformément à l'instruction 2006-08 du 25 juillet 2006, nous avons conduit une analyse critique des travaux d'évaluation réalisés par Crédit Agricole CIB et Société Générale, (ci-après, ensemble les « Banques » ou l'« Évaluateur ») présentés dans la partie « Éléments d'appréciation du prix d'Offre » de la note d'information.

Les Banques et nous-mêmes avons utilisé les mêmes références de valorisation et méthodes d'évaluation, à l'exception de l'approche par la somme des parties, mise en œuvre par nous seuls.

Les valeurs centrales et les hauts de fourchette auxquelles l'Évaluateur et nous-mêmes aboutissons en fonction des références et méthodes d'évaluation utilisées, sont synthétisées dans le tableau ci-dessous :

Méthodes / Critères		Banques				BM&A		
		Valeur par action				Valeur par action		
		basse	moyenne	mediane	haute	basse	centrale	haute
Cours de bourse (cours moyen pondéré au 07/11/2019 pour les Banques, au 08/11/2019 pour BM&A)	12 mois	77,7 €	97,2 €	nc	129,0 €	74,2 €	97,1 €	131,5 €
	6 mois	nc	92,4 €	nc	nc	74,2 €	92,3 €	108,3 €
	3 mois	nc	87,1 €	nc	nc	74,2 €	87,1 €	97,3 €
	1 mois	nc	90,8 €	nc	nc	nc	nc	nc
	20 jours spot	nc	95,9 €	nc	nc	93,9 €	94,8 €	96,2 €
DCF		92 €	114,1 €		140 €	100,4 €	109,9 €	120,2 €
Comparables boursiers	2019	80,4 €	94,4 €	80,2 €	94,6 €			
	2020	86,2 €	100,8 €	86,0 €	101,1 €	89,0 €	102,4 €	133,1 €
	2021	100,0 €	114,5 €	99,8 €	114,7 €			
Objectifs de cours des analystes		70,0 €	121,7 €	123,0 €	180,0 €	114,4 €	127,1 €	139,8 €

5.1 Données financières servant de base aux méthodes d'évaluation

5.1.1 Nombre de titres

Les Banques, comme nous-mêmes, avons retenu le même nombre d'actions, soit 58 467 829. Il est obtenu à partir du nombre d'actions composant le capital, soit 59 144 669, duquel est déduit le nombre d'actions auto-détenues, soit 776 154, puis ajouté le nombre potentiel d'actions attribuées à la suite de l'exercice de deux plans d'options de souscription d'actions dont les prix d'exercice sont dans la monnaie⁴⁹, soit 99 314.

⁴⁹ estimé par la *Treasury Method*

5.1.2 Passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres

Le tableau ci-dessous présente les éléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des capitaux propres retenus respectivement par les Banques et nous-mêmes :

Eléments de passage de la valeur d'entreprise à la valeur des fonds propres estimés au 31/12/2019		
m€	Banques	BM&A (valeur centrale)
Dette financière	(5 063)	(5 063)
Disponibilités et équivalents	453	453
Position financière nette au 30 juin 2019	(4 610)	(4 610)
Retraitements comptables de la position au 30 juin :		
Intérêts minoritaires	(21)	(21)
Provisions pour R&C	(38)	(38)
Engagements de retraite après IS	(13)	(14)
Actifs financiers (hors SME, hors dépôts et cautions)	40	40
Titres de SME (yc Eir)	368	368
Option d'achat NJJ Boru	16	16
Ajustements liés au S2 2019 :		
Participation résiduelle dans la FTTH	325	325
Produit de cession net FTTH	256	241
Participation résiduelle dans Tower Co ⁽¹⁾	684	684
Produit de cession net Tower Co	1 502	1 687
Rachat d'actions entre le 30/06 et le 31/10	(39)	(39)
Flux de trésorerie hors fréquences	(249)	(448)
Investissements en fréquences	(181)	(182)
Investissements en fréquences post 31/12/2019 :	(2 311)	(2 296)
Valeur présente des déficits reportables Italiens :	-	145
Autres éléments	339	468
Total	(4 271)	(4 142)

Les éléments de passage de la VE à la VCP retenus par l'Évaluateur diffèrent de ceux retenus dans nos travaux sur les points suivants :

- le produit de cession net d'impôt dégagé lors de l'opération Cellnex retenu par les banques ressort inférieur de 157 m€ à notre valeur centrale et de 30 m€ à notre fourchette basse. Cet écart s'explique par l'option prudente retenue par l'Évaluateur dans le calcul de l'imposition de la plus-value alors que nous avons retenu une approche tenant compte de deux scénarios de cession des titres de la part française (cf. 4.1.2) ;
- les Banques retiennent un montant de flux de trésorerie estimé pour le second semestre 2019 supérieur de 199 m€ à celui que nous retenons pour des raisons méthodologiques (estimation d'un cash-flow d'exploitation pour l'Évaluateur contre une variation de la position financière nette pour notre part) et de source de l'information (données exclusivement basées sur le consensus des analystes financiers pour les Banques, atterrissage 2019 dans nos travaux) ;
- les Banques ont fait le choix méthodologique de tenir compte de l'économie fiscale générée par les déficits italiens dans les flux via l'impôt sur les sociétés alors que nous avons tenu compte de la valeur présente estimée des économies fiscales dont bénéficiera potentiellement la filiale italienne dans les éléments de passage de la VE à la VCP.

5.2 Comparaison des méthodes d'évaluation retenues

5.2.1 Cours de bourse

Pour cette référence, nous comparons les cours de bourse du 8 novembre 2019 pour notre part, à ceux du 7 novembre 2019 pour les Banques (date de référence des cours du dernier projet de rapport de valorisation du 10 novembre 2019 qui nous a été communiqué). Les moyennes des cours de clôture pondérés par les volumes 3 mois, 6 mois et 12 mois sont quasi-identiques avec 0,01 € d'écart. Notre moyenne 20 jours, 92,1 €, ressort logiquement légèrement supérieure à la moyenne 3 mois présentée par les Banques.

La seule différence méthodologique que nous relevons a trait aux extrema : les Banques retiennent les maximum et minimum de clôture, respectivement 129,0 € et 77,7 €, alors que nous présentons les maximum et minimum absolus touchés en cours de séance, soit 131,5 € et 74,2 €.

5.2.2 Actualisation de flux de trésorerie (DCF)

5.2.2.1 Flux actualisés

Les Banques ont retenu une approche similaire à la nôtre en s'appuyant sur un consensus de marché 2020-2024 pour reconstituer les flux de trésorerie nécessaires à l'application de la méthode. Les flux actualisés diffèrent cependant de ceux que nous avons reconstitués sur les points suivants :

- L'Évaluateur retient une approche classique du consensus en agrégeant les prévisions des analystes via une moyenne sans retraiter les sorties de suivi (consensus que nous qualifions de niveau 1). L'éventuel biais induit par cette approche est cependant réduit par l'utilisation d'un consensus de ratios par rapport au chiffre d'affaires pour reconstruire les cash-flows libres. ;
- L'Évaluateur a extrapolé les années 2023 et 2024 directement à partir des données agrégées 2020-2022, qu'il a prolongées en retenant des hypothèses de convergence vers des niveaux normatifs, alors que nous avons prolongé les prévisions analyste par analyste avant leur agrégation afin de conserver une approche individualisée jusqu'à la fin de l'horizon, permettant de maintenir dans l'analyse les prévisions des quelques analystes dont l'horizon couvrait l'intégralité de la période visée ;
- L'Évaluateur utilise un impôt sur les sociétés consolidé en ligne avec le consensus des analystes financiers qui intègre l'économie fiscale liée aux pertes italiennes sur la période alors que nous avons préféré retenir cette économie dans les éléments de passage de la VE à la VCP. L'impôt retenu par les Banques ressort donc significativement plus faible que celui retenu dans nos travaux sur la période 2020-2022. Cet effet n'est pas complètement compensé par la valeur présente des déficits reportables du fait de l'horizon, relativement lointain selon nos estimations, où ces déficits pourront être imputés ;
- L'Évaluateur reprend les EBITDA publiés par les analystes pour estimer la marge d'EBITDA moyenne extériorisée par le consensus sans retraiter le biais induit par la nouvelle norme IFRS 16 chez les analystes qui ne prévoient pas des EBITDAaL (très minoritaires dans l'échantillon).

5.2.2.2 Taux d'actualisation

Estimation du taux d'actualisation Groupe	BM&A		Banques		
	Sans dette financière	Avec dette financière	France	Italie	Groupe
Bêta de l'actif économique : β_U	0,60	0,60	0,66	0,66	
Levier cible $L_e = DN / VFP$	0,0%	89,5%	54,6%	54,6%	
Bêta avec levier : β_L	0,60	1,00	0,92	0,92	
Taux sans risque	(0,4%)	(0,4%)	0,5%	2,0%	
Prime de risque actions : Π_E	9,5%	9,5%	9,1%	11,2%	
Prime MEDAF : Π_R	6,3%	6,3%			
$\Pi_E - \Pi_R$ Large Caps	3,3%	3,3%			
Prime Small Cap : Π_L	-	-			
Primes spécifiques	(0,3%)	1,8%			
Coût des fonds propres	6,3%	11,0%	8,9%	12,3%	
Coût de la dette avant IS : k_d		1,6%	1,9%	1,9%	
Charge d'intérêt après IS		1,2%	1,4%	1,4%	
Levier cible $L_{VE} = DN / VE$		47,2%	35,3%	35,3%	
CMPC	6,3%	6,4%	6,2%	8,4%	6,5%

Le taux d'actualisation retenu par les Banques résulte d'une pondération (90 % France et 10 % Italie) des taux applicables aux deux branches du Groupe. Le taux calculé s'appuie sur le modèle d'équilibre des actifs financiers et intègre une prime de risque (source Bloomberg) de 9,1% pour la France et de 11,2% pour l'Italie, cohérente avec nos approches (9,5% pour la zone euro⁵⁰, soit 11,2% après ajustement du risque pays italien, cf. §4.3.5.2). Les coefficients bêtas désendettés retenus ressortent très proches (0,60 vs 0,66).

Malgré des écarts sur les taux sans risque, expliqués par la maturité différente retenue, et sur le niveau des leviers cibles du Groupe (hypothèse de maintien du levier à un niveau élevé dans nos travaux contre une hypothèse de convergence sectorielle pour les Banques), le résultat final ressort à un taux combiné de 6,46 % pour l'Évaluateur contre 6,36 % dans nos travaux pour le Groupe.

5.2.2.3 Flux normatif

Les hypothèses normatives retenues par les Banques ressortent relativement cohérentes avec celles retenues dans nos travaux :

- Le taux de marge d'EBITDA de 36,0% ressort proche de notre taux de marge d'EBITDAaL de 36,6%, les deux objectifs étant rationalisés à partir de l'échantillon de sociétés comparables retenus pour l'application de la méthode des multiples boursiers ;
- Le taux d'investissements sur chiffre d'affaires de 20,0% retenu par les banques ressort en ligne avec le niveau de 20,6% retenu dans nos travaux ;
- Les banques ont retenu une hypothèse d'équilibre entre les investissements et les dotations aux amortissements en valeur terminale, alors que nous avons appliqué un taux surinvestissement de 104,5% pour tenir compte du décalage entre l'acquisition des immobilisations et leur renouvellement à l'infini (effet de l'inflation sur le prix des immobilisations) ;
- Les banques ont retenu une variation, peu significative, du BFR de -5,8% du chiffre d'affaires alors que notre approche retient un taux, également peu significatif, de -3,5% ;

⁵⁰ Source : Fairness Finance

- Le taux de croissance à l'infini retenu par les banques ressort à 0,5%, basé sur la médiane des prévisions des analystes qui ressort dans l'intervalle de confiance statistique à 95% de notre approche agrégée (Groupe + France), compris entre 0,5 % et 0,9 %, alors que nous avons retenu un haut de fourchette arrondi à 1%.

5.2.2.4 Conclusion

Globalement, l'Évaluateur retient des hypothèses de calcul des flux de trésorerie attendus à court terme plus volontaristes que celles que nous avons mises en œuvre, essentiellement causées par

- la prise en compte immédiate du bénéfice fiscal des pertes italiennes, alors que nous l'avons repoussé dans un futur relativement lointain ;
- l'intégration, dans son consensus, de quelques EBITDA IFRS 16 dans lesquels la charge de loyers opérationnels a été déportée en dotation aux amortissements et en frais financiers ;

L'écart entre les deux approches se normalise cependant assez rapidement pour converger sur la période 2023-2024 grâce à la diminution implicite des pertes italiennes, du fait de la convergence vers des niveaux de rentabilité sectoriels.

5.3 Comparables boursiers

Comme nous, les Banques retiennent cette méthode à titre secondaire en l'absence de concurrent coté directement comparable.

Les travaux des Banques reposent sur l'application du multiple d'EBITDA conduisant à une valeur moyenne de 96 €, inscrite dans une fourchette de 80,4 € à 114,7 €. Nos calculs intègrent en sus les multiple d'EBIT (ou d'EBITaL) et de résultat net, conduisant à une valeur moyenne centrale de 102 €, comprise dans une large fourchette de 66 € à 163 €.

L'analyse des écarts doit donc s'apprécier en premier lieu à partir des valeurs issues de l'application du seul multiple d'EBITDA ou d'EBITDAaL, qui présente les écarts les plus importants dans la mesure où notre approche présente une valeur centrale de 128 € à comparer avec la valeur moyenne par le multiple d'EBITDA des Banques de 96 €.

Nos travaux consistent à retenir comme valeur centrale le milieu de l'intervalle défini par la moyenne et la médiane des multiples. Cette divergence a principalement deux origines :

- Dans un premier temps, nos travaux divergent par la méthode de calcul des multiples. Nous retenons pour des multiples d'EBITDAaL, (i.e. nets des loyers ventilés entre amortissements et frais financiers à la suite de l'application de la norme IFRS 16). En moyenne, ces EBITDAaL sont inférieurs aux prévisions des analystes, les sociétés de l'échantillon communiquant tantôt sur le premier, tantôt sur le second. En moyenne, l'EBITDAaL que nous retenons est inférieur à la prévision d'EBITDA issue du consensus. Par ailleurs, les Banques retiennent une définition de la dette au sens strict, alors que nous y intégrons également les dettes de fournisseurs d'immobilisations nées principalement de l'acquisition passée de licences et les montants prévus pour l'acquisition des licences 5G. Ces choix méthodologiques différents, conduisent à une valeur de 98 € par action en retenant le même échantillon que celui des Banques⁵¹, soit à une augmentation de 2 € par rapport à la valeur centrale évoquée supra de à 96 €.
- La seconde source d'écart vient de ce que nous avons appliqué les multiples aux prévisions 2021 et 2022, afin de réduire l'impact des pertes italiennes sur le résultat de la méthode. A l'inverse, dans leur

⁵¹ Sauf Orange Belgique, que nous n'avons pas retenu dans notre échantillon, les sociétés belges y étant déjà représentés par 2 sociétés et le Groupe Orange étant également retenu par nous.

approche, les Banques retiennent les exercices 2019, 2020 et 2021. En retenant le même échantillon que les Banques, mais en appliquant nos multiples aux exercices 2021 et 2022, nous parviendrions à une valeur de 115 €. L'écart résiduel de 13 € entre cette valeur et celle de 128 € à laquelle nous parvenons finalement par le multiple d'EBITDAaL, s'explique par la composition de notre échantillon qui présente en moyenne des multiples plus élevés que ceux des Banques.

Pour notre part, nous avons aussi appliqué les multiples d'EBITaL/EBIT et de PER lesquels conduisent à des valeurs centrales respectives de 93 € et de 86 € par action, soit à 90 € en moyenne. Comme indiqué précédemment dans notre rapport, ces multiples correspondent à une vision à court terme des performances du Groupe, conduisant à capitaliser les pertes de l'Italie. Cette approche est équivalente à celle retenue les Banques, qui conduit pour les mêmes raisons, à une valeur moyenne de 96 €.

5.3.1 Objectifs de cours des analystes

Les Banques ont retenu, à titre principal, une approche qualitative du consensus des objectifs de cours de analystes financiers en privilégiant les *brokers* qui avaient mis à jour leur modèles financiers post annonce du plan Odyssee, des résultats du 1^{er} semestre 2019 et des opérations Cellnex et Infravia (qui modifient significativement la structure de charges et le levier financier de la Société).

Pour notre part, nous avons privilégié une approche plus systématique et statistique en considérant qu'un objectif de cours réitéré à la suite des annonces évoquées supra valait validation par l'analyste de son modèle et que cette information étant publique, elle participait à la formation du cours de bourse. Dans ce contexte, nous avons retenu un échantillon plus large d'objectifs de cours et en avons déduit une fourchette basée sur l'intervalle de confiance à 95 % de la moyenne observée, tout en retenant cette approche à titre secondaire tenant compte des importants écarts observés.

6 | CONCLUSION

Le tableau ci-après récapitule les fourchettes de valeurs de l'action Iliad auxquelles nous parvenons ainsi que les primes et décotes extériorisées par le prix de 120 € par action proposé dans le cadre de la présente Offre :

Méthodes / Critères		Valeur par action			Prime/(Décote) extériorisée par le Prix d'Offre
		basse	centrale	haute	
Cours de bourse (cours moyen pondéré) ⁽¹⁾	12 mois	74,2 €	97,1 €	131,5 €	23,5%
	6 mois	74,2 €	92,3 €	108,3 €	30,0%
	3 mois	74,2 €	87,1 €	97,3 €	37,8%
	20 jours	84,8 €	92,1 €	97,1 €	30,4%
	spot	93,9 €	94,8 €	96,2 €	26,5%
DCF ⁽¹⁾		100,4 €	109,9 €	120,2 €	9,2%
Comparables boursiers		89,0 €	102,4 €	133,1 €	17,2%
Objectifs de cours des analystes		114,4 €	127,1 €	139,8 €	(5,6%)
Somme des parties		112,3 €	122,4 €	133,4 €	(1,9%)
Actif net comptable au 30 juin 2019 ⁽²⁾			61,2 €		96,1%

⁽¹⁾ Référence (cours de bourse 20j. et 3 mois) et méthode retenues à titre principal

⁽²⁾ Référence présentée pour information

Nos travaux conduisent à des fourchettes d'évaluation relativement larges, exception faite de la référence aux cours de bourse retenus. Ces résultats témoignent à la fois :

- de la situation financière actuelle de la Société, dont l'endettement rend très sensible la valeur des capitaux propres à la moindre variation de la valeur d'entreprise, laquelle dépend fortement du poids de la valeur terminale dans l'approche par actualisation des flux futurs de trésorerie ;
- des incertitudes pesant sur les conséquences financières des opérations stratégiques actuellement en cours au sein du Groupe, à court et moyen terme s'agissant des partenariats relatifs aux infrastructures et du coût des fréquences 5G, et surtout, à plus long terme s'agissant de la génération d'un cash-flow positif en Italie.

Afin de déterminer ces fourchettes, nous avons retenu quatre méthodes ou références de valorisation complétées par une approche par la somme des parties.

S'agissant tout d'abord de la référence aux cours de bourse, retenue à titre principal, nos analyses conduisent à une fourchette centrale (sur la base des moyennes 3 mois et 20 jours) comprise entre 87,1 € et 92,1 € sur laquelle le prix d'Offre montre une prime comprise entre 30,4 % et 37,8 %.

La seconde référence de valorisation, les objectifs de cours des analystes, conduit à une moyenne de 127,1 €, qui s'inscrit dans une fourchette plus large, comprise entre 114,4 € et 139,8 €, laquelle atteste de la diversité des opinions des analystes qui suivent le titre et dont ils estiment la valeur à 12 mois, aux bornes extrêmes, comprise entre 70 € et 203 €. Par rapport à la valeur centrale de cette référence, le prix d'Offre extériorise une décote de 5,6 %. Ce prix d'Offre reste cependant supérieur à la borne basse de notre intervalle de confiance, estimée à 114,4 €.

La méthode des comparables conduit à une fourchette large qui permet de mieux comprendre l'étendue de la plage de valeurs issue des objectifs de cours, selon que l'on privilégie des multiples basés sur des agrégats plus ou moins affectés par les pertes attendues en Italie. Cette méthode ayant en pratique un horizon d'application limité à 2022, n'est pas pleinement satisfaisante et n'est présentée qu'à titre de recoupement. Appliquée pour cette raison aux seules prévisions de la France, elle corrobore en revanche la valeur de celle-ci obtenue par la somme des parties.

Enfin, la mise en œuvre de la méthode DCF, retenue à titre principal, appliquée à un plan d'affaires basé sur un consensus d'analystes, conduit à une valeur de l'action comprise entre 100,4 € et 120,2 €, et 109,9 € en valeur centrale, comparée à laquelle le prix d'Offre présente une prime de 9,2 %. Dans cette méthode, nous avons montré l'incidence sur la valeur des principales hypothèses d'évaluation, en retenant pour la valeur centrale, celles qui nous paraissaient les plus raisonnablement favorables, telles que le taux d'actualisation, le coût à venir de la 5G ou les produits nets de cession des participations relatives aux partenariats portant sur les infrastructures. Dans cette approche globale, la valeur d'entreprise implicite de l'activité en Italie ressort fortement négative, de l'ordre de 13,9 € par action Iliad. Toutefois, certains analystes, ceux qui distinguent la France de l'Italie, envisagent pour cette activité une valeur médiane quasi nulle, de l'ordre de -0,06 € par action Iliad.

Aussi, à titre de recoupement, nous avons approché la valeur du Groupe par la méthode de la somme des parties, en évaluant séparément la France et l'Italie, et notamment en déterminant la valeur de cette dernière en prolongeant ses prévisions jusqu'en 2034. Il ressort de cette approche une valeur de l'Italie légèrement négative, et une valeur globale du Groupe Iliad de 122,4 € par action, par rapport à laquelle le prix d'Offre extériorise une légère décote de 1,9 %.

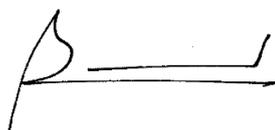
Ainsi, à travers l'offre de liquidité qui leur est proposée et à laquelle ils demeurent libres de répondre ou non, les actionnaires minoritaires sont appelés à se prononcer in fine sur le degré de confiance qu'ils placent dans la réussite de la stratégie menée par le Groupe en Italie, dont l'évolution est l'élément ayant l'impact le plus important sur la valeur du titre Iliad.

Le prix d'Offre se situe donc entre (i) la valeur issue de la méthode DCF, mise en œuvre globalement, qui tient compte d'une valeur négative de l'Italie, et (ii) celle découlant de la méthode de la somme des parties qui retient une valeur légèrement négative pour l'Italie dont il est proche, (iii) tout en extériorisant une prime très substantielle sur le cours de bourse.

Sur la base de ces éléments, notre opinion est que le prix de 120 € par action Iliad, proposé dans le cadre d'une offre publique de rachat est équitable, d'un point de vue financier, pour les actionnaires de la Société.

Fait à Paris, le 11 novembre 2019

BM&A Advisory & Support

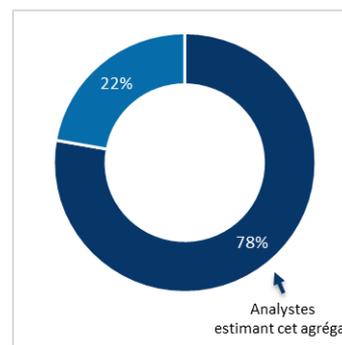
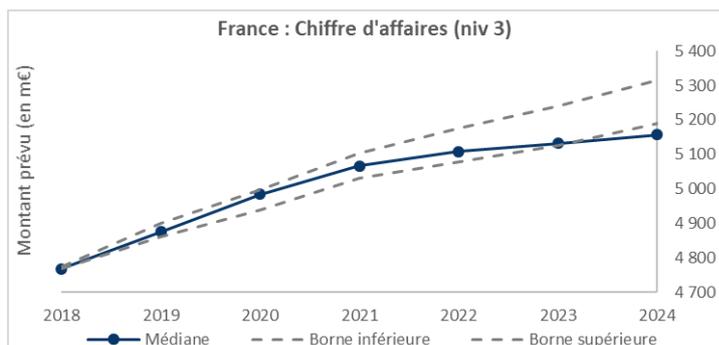


Pierre Béal
Associé

7.1 Détail par pays du consensus des prévisions des analystes

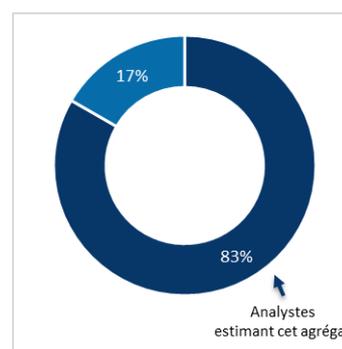
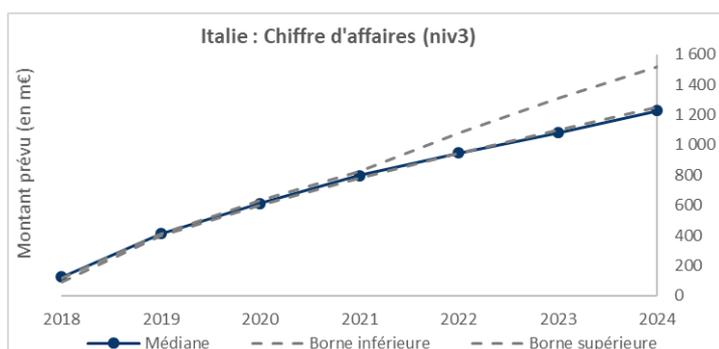
7.1.1 Consensus raisonné du chiffre d'affaires

7.1.1.1 France :



La stratégie initiée par le management combinant une montée en gamme dans les deux activités françaises (remplacement des abonnés à 2 € par des abonnés illimités dans l'activité mobile et lancement d'une nouvelle box combinée au développement d'offres BtoB pour l'activité fixe) est intégrée dans les prévisions de chiffre d'affaires des analystes qui prévoient un TMVA 2018-2024 du chiffre d'affaires moyen de 1,6 %. La fourchette de l'objectif 2024 ressort relativement étroite et comprise entre 5,2 et 5,3 mds€. Si nous considérons l'opinion de la majorité des analystes, matérialisée par la médiane, nous remarquons que les analystes sont relativement confiants sur la période 2019-2020 (médiane proche de la moyenne), mais qu'ils font preuve d'une certaine prudence sur la période 2021-2024 (médiane proche de la borne basse de la moyenne).

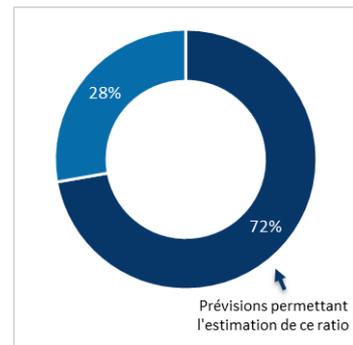
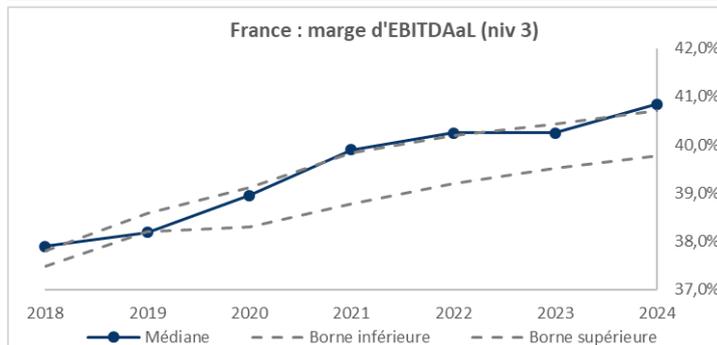
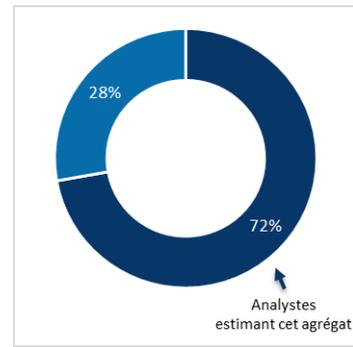
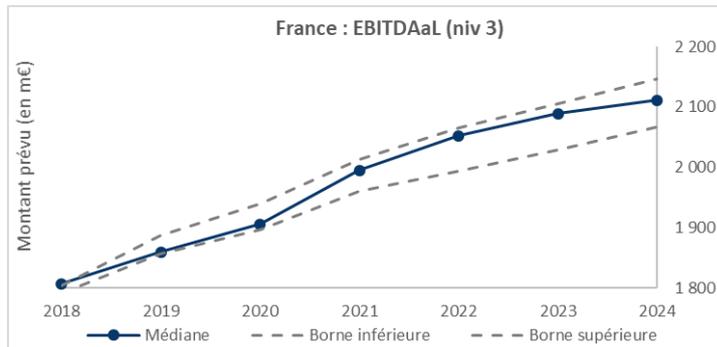
7.1.1.2 Italie :



Dans un contexte d'anticipation d'une forte croissance des volumes et des prix, les prévisions de chiffre d'affaires de l'activité mobile en Italie ressortent en forte croissance (TMVA 2020-2024 du chiffre d'affaires moyen de 14,4 %) avec un objectif à horizon 2024 compris dans une fourchette relativement étroite de 1,3 Md€ à 1,5 Md€ de chiffre d'affaires. Si nous considérons l'opinion de la majorité des analystes, matérialisée par la médiane, nous relevons une nette prudence avec une médiane très proche de la borne basse de la moyenne sur l'intégralité de l'horizon de prévision.

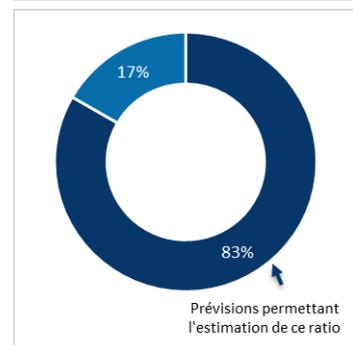
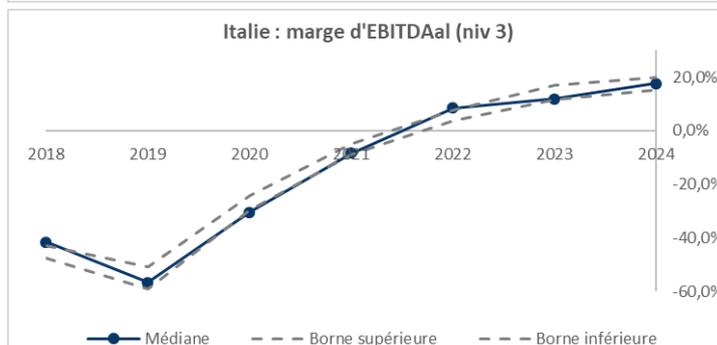
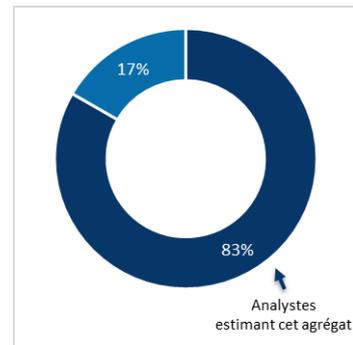
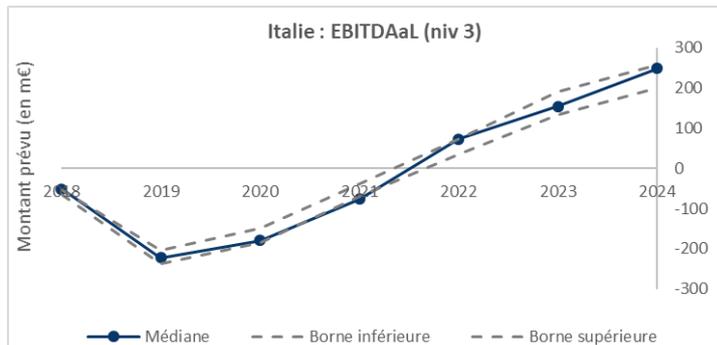
7.1.2 EBITDAaL et Marge d'EBITDAaL

7.1.2.1 France



La majorité des analystes anticipent une amélioration de la marge d'EBITDAaL à moyen terme avec un objectif à horizon 2024 compris entre 39,8 % et 40,7 % soit un TMVA de la prévision moyenne sur la période de 1,1 %. La médiane des prévisions reste cependant proche de la borne inférieure de l'intervalle de confiance, ce que nous interprétons comme une relative prudence de la majorité des analystes s'agissant de cet objectif.

7.1.2.2 Italie



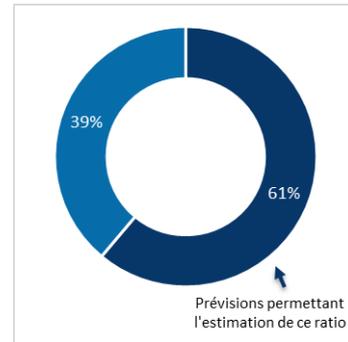
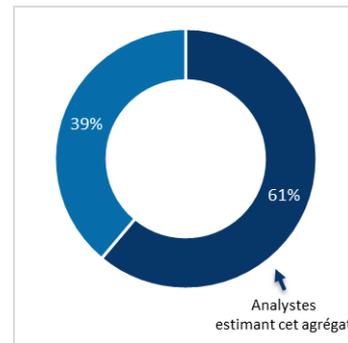
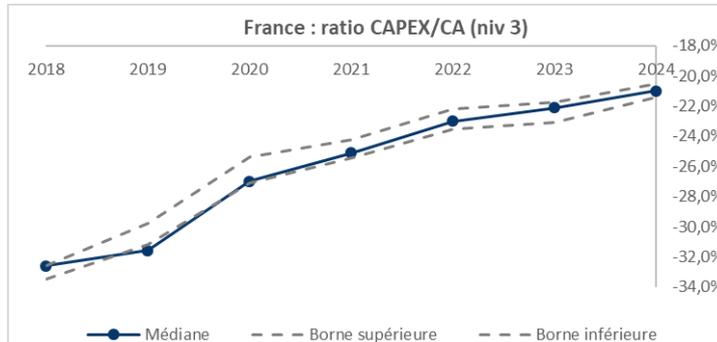
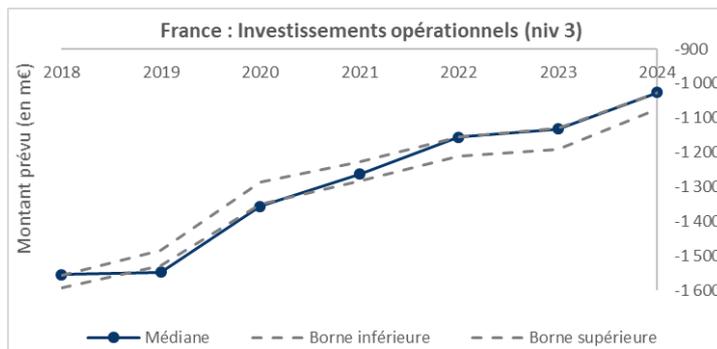
Du fait de la maturité insuffisante de la branche italienne du Groupe, les prévisions de marge d'EBITDAaL ressortent fortement négatives à court terme avant de viser à horizon 2024 un objectif assez dispersé compris entre 15,1 % et 19,8 % à horizon 2024. Si le consensus anticipe le franchissement du point mort d'EBITDAaL en 2022, 18 % des

analystes le fixent en 2021, 35 % en 2022 et 12 % en 2023 (le reste ne publiant pas de prévisions avec un horizon suffisant pour atteindre le point mort ou ne l'atteignant pas sur la période 2019-2024).

Dans ce contexte, nous pouvons qualifier l'incertitude pesant sur les prévisions de marge d'EBITDAaL en Italie comme forte, à la fois sur le montant d'EBITDAaL qui pourra être dégagé et sur l'horizon à partir duquel le business model italien atteindra le point mort.

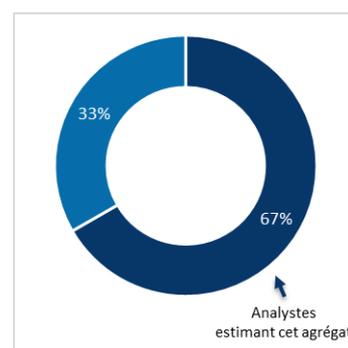
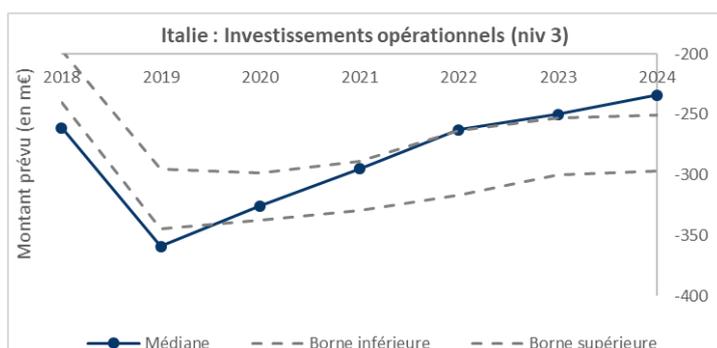
7.1.3 Investissements opérationnels (hors fréquences) rapportés au chiffre d'affaires

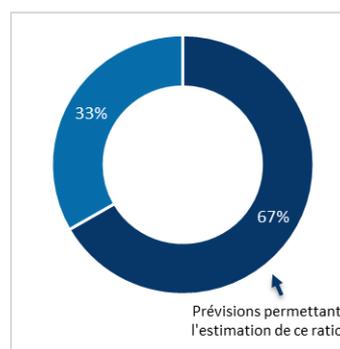
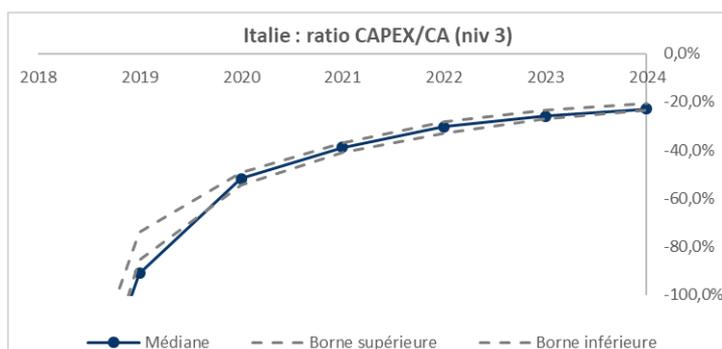
7.1.3.1 France



Selon les prévisions des analystes le Groupe affiche initialement en 2019 un taux d'investissement de l'ordre 32 % du chiffre d'affaires qui est relativement élevé, dans le prolongement de 2018. Cet effort résulte de la conjugaison des lancements des nouvelles *box*, du déploiement des réseaux THD fixe et mobile. Le Groupe subit donc actuellement un effet ciseau très visible sur le ratio investissements sur chiffre d'affaires ou sur EBITDAaL, dans la mesure où il est contraint d'investir des sommes importantes, alors que l'effet attendu sur les revenus ne sera constaté que dans le futur. Les prévisions d'investissement des analystes ressortent relativement resserrées (fourchette de 20,5 % à 21,5 % du chiffre d'affaires à horizon 2024) et intègrent une hypothèse de réduction sensible du volume d'investissements en France passé 2021. La médiane des prévisions ressort proche de la borne basse de la moyenne en début de période avant de rejoindre la borne haute en fin d'horizon. Cette évolution peut s'interpréter comme une prudence de la majorité des analystes s'agissant des investissements à court terme et une certaine confiance dans un retour à un niveau plus normatif à terme.

7.1.3.2 Italie





Pour des raisons similaires à celles évoquées supra pour la France, l'Italie se trouve dans une phase d'investissements exceptionnellement élevés (déploiement du réseau et passage à la 5G, acquisition de parts de marché) et présente un décalage investissements sur revenus encore plus marqué qu'en France du fait de son lancement récent. Malgré les incertitudes qui pèsent sur la forme et le rythme du développement d'Iliad en Italie, les prévisions d'investissements opérationnels des analystes sont assez groupées (objectif compris entre 251 m€ et 297 m€ par an à horizon 2024). À 5 ans, la fourchette du ratio cible d'investissements sur chiffre d'affaires ressort proche de celle constatée pour la France (objectif 2024 compris entre 20,6 % et 23,4 % du chiffre d'affaires) ce que nous interprétons comme une hypothèse de convergence du ratio investissements sur chiffre d'affaires vers le niveau français selon les prévisions des analystes.

7.1.1 Dotation aux amortissements

Les prévisions anticipant des niveaux de dotation aux amortissements pour la France et l'Italie de manière séparée étant trop peu nombreuses, nous n'avons pu mener une analyse qu'au niveau du Groupe.

7.2 Volatilité et changement de statut boursier

Comme évoqué précédemment, la division par deux du cours d'Iliad qui est intervenue au cours des trois dernières années s'est accompagnée d'importantes variations de cours, généralement associées à la publication des résultats annuels ou intermédiaires du Groupe.

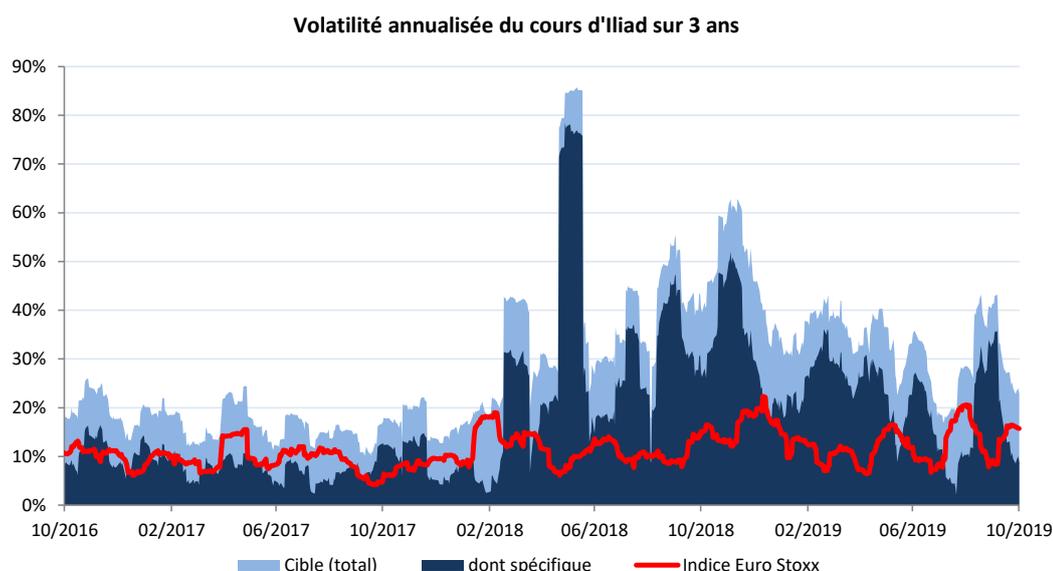
Cette période coïncide avec :

- le constat que le Groupe n'est plus immunisé en France contre une érosion de son fonds de commerce, même si ce recul porte principalement sur des abonnements à faible revenu unitaire (ou ARPU) ;
- une stratégie commerciale de montée en gamme qui n'a pas suscité l'enthousiasme habituellement observé au sein de la clientèle de Free face aux innovations techniques qui lui sont proposées ;
- la prise de conscience par le marché de l'ampleur des investissements réalisés en Italie entre 2016 et 2018 et des pertes à supporter pour recruter une base de clientèle suffisante pour atteindre le point mort opérationnel ;
- l'incertitude quant au prix futur des fréquences 5G à attribuer en France ;
- l'élévation continue de l'intensité capitalistique du groupe et de son levier d'endettement, les deux ayant doublé entre 2014 et 2018.

Partagé sans doute entre mauvaises surprises et incertitudes, le marché a donc fortement sanctionné le cours d'Iliad tout en faisant preuve d'une apparente hyper-réactivité aux informations relatives aux performances financières du Groupe. Dans ce contexte, il convient de se demander si la volatilité du cours de l'action, et donc son risque systématique sont à la mesure de ces performances ou, au contraire, excessives.

7.2.1 Une volatilité élevée chez Iliad

Comme l'indique le graphique ci-après, la volatilité du cours de l'action Iliad a changé d'ampleur et de nature depuis mars 2018, c'est-à-dire depuis la publication des résultats annuels 2017. Depuis cette date, la variabilité du cours de l'action n'a pas retrouvé son niveau antérieur, excepté durant une courte fenêtre relevée au mois d'août 2019, qui du fait de la trêve estivale, est sans doute peu transposable aux mois à venir.



En moyenne, la volatilité spécifique représente 59% de la volatilité totale

Pour mieux souligner ce changement de statut, et l'appréhender sous un angle plus sectoriel, nous avons mesuré la volatilité de l'ensemble des cours des actions des sociétés de notre échantillon de comparables boursiers à fin

octobre 2019 et au 4 juillet 2016. Cette seconde période est choisie car elle précède l'annonce par le Groupe de son intention d'acquérir les licences en Italie auprès de Wind et de H3G.

Comme indiqué dans le tableau ci-dessous, avant d'annoncer son intention de s'implanter en Italie, Iliad voyait la volatilité du cours de son action s'établir légèrement en dessous de la moyenne des sociétés du secteur, soit entre 95 % et 98 % de cette moyenne selon la fenêtre de calcul retenue pour la collecte des cours de bourse.

Le même calcul effectué à fin octobre 2019, fait ressortir une volatilité du cours de l'action Iliad désormais égale à 142 % de la moyenne du secteur, ce ratio étant compris dans une fourchette comprise entre 134 % à 149 %.

Volatilité des comparables	au 25/10/2019				au 04/07/2016			
	6 mois	1 an	2 ans	3 ans	6 mois	1 an	2 ans	3 ans
Orange SA	14,2%	14,5%	14,7%	14,9%	30,9%	31,6%	30,9%	29,6%
Swisscom AG	11,3%	14,9%	15,0%	13,9%	22,4%	21,5%	19,7%	17,7%
Telefonica SA	16,9%	18,4%	17,5%	17,9%	43,0%	37,1%	30,0%	26,5%
Telia Company AB	17,3%	17,1%	18,6%	17,2%	30,1%	27,5%	23,4%	21,3%
NOS SGPS SA	18,4%	18,8%	19,1%	18,9%	31,6%	28,1%	28,0%	27,9%
Koninklijke KPN NV	17,7%	20,5%	20,1%	20,3%	26,2%	28,5%	27,6%	29,1%
Sunrise Communications Group AG	19,8%	21,8%	21,5%	20,7%	29,5%	30,5%	27,9%	27,9%
Telekom Austria AG	17,1%	21,0%	21,7%	20,7%	23,7%	23,1%	22,6%	23,7%
Proximus NV	21,1%	23,1%	22,1%	20,1%	24,1%	24,9%	23,3%	23,4%
Vodafone Group PLC	25,6%	26,0%	23,5%	21,3%	25,1%	25,1%	23,7%	23,3%
BT Group PLC	25,0%	25,0%	24,3%	26,5%	34,4%	29,5%	24,9%	22,8%
Telefonica Deutschland Holding AG	27,1%	25,3%	24,7%	24,1%	29,8%	27,8%	26,0%	25,4%
Telenet Group Holding NV	23,4%	27,1%	27,5%	24,2%	25,5%	23,4%	22,4%	21,1%
Telecom Italia SpA	26,2%	30,9%	29,7%	27,8%	55,0%	47,4%	40,3%	40,0%
Iliad SA	31,5%	37,9%	38,7%	33,3%	34,7%	30,7%	32,3%	32,6%
Tele Columbus AG	61,8%	63,6%	65,1%	54,3%	30,7%	35,0%	34,1%	34,1%
Altice Europe NV	51,8%	60,7%	73,0%	61,2%	54,5%	59,7%	50,4%	48,5%
EURO STOXX	14,1%	14,1%	13,0%	12,2%	26,3%	25,6%	22,1%	19,7%
Moyenne	25,1%	27,4%	28,1%	25,7%	31,5%	30,4%	27,7%	26,7%
Moyenne hors extrêmes μ^*	23,5%	25,9%	26,0%	24,1%	30,7%	29,3%	26,8%	25,9%
Médiane	21,1%	23,1%	22,1%	20,7%	29,6%	27,9%	25,4%	24,6%
Iliad / moyenne μ^*	134%	146%	149%	138%	97%	95%	97%	98%
Moyenne μ^* / Euro Stoxx	166%	183%	199%	198%	117%	115%	121%	132%

Il faut relever que, dans le même temps, l'ensemble du secteur a également vu augmenter sa volatilité relative par rapport à l'indice Euro Stoxx, la moyenne passant de 121 % à 187 %. Ceci ne doit pas s'analyser selon nous comme une montée du risque du secteur, mais plutôt comme l'effet mécanique de la baisse de la volatilité de l'indice européen des sociétés cotées. Comme l'indique ce tableau, la volatilité moyenne des sociétés du secteur a peu varié alors que celle de l'indice a presque été réduite de moitié. Il n'en reste pas moins, comme indiqué plus bas, que l'augmentation de la volatilité relative d'un titre par rapport à celle du marché tend à accroître la mesure de son risque systématique.

Ainsi, la volatilité du secteur est bien demeurée assez stable alors que celle de l'action Iliad a fortement augmenté en trois ans. Le statut boursier de l'action est ainsi passé de celui d'un titre à la volatilité proche de celle du secteur à celui d'un titre fortement volatil.

7.2.2 Une volatilité en partie spécifique chez Iliad, largement expliquée par ses caractéristiques structurelles

Une seconde particularité de la volatilité du cours d'Iliad constatée depuis 18 mois dans le graphique précédent, est qu'elle présente une forte composante spécifique, c'est-à-dire non-synchronisée avec le marché dans son ensemble (i.e. non-systématique au sens du MEDAF). Le degré de synchronisation de la volatilité d'un titre est toujours une

question difficile à anticiper. Elle relève en partie du pari pour un investisseur qui voudrait apprécier le risque d'une action au-delà du simple constat statistique tiré de données historiques.

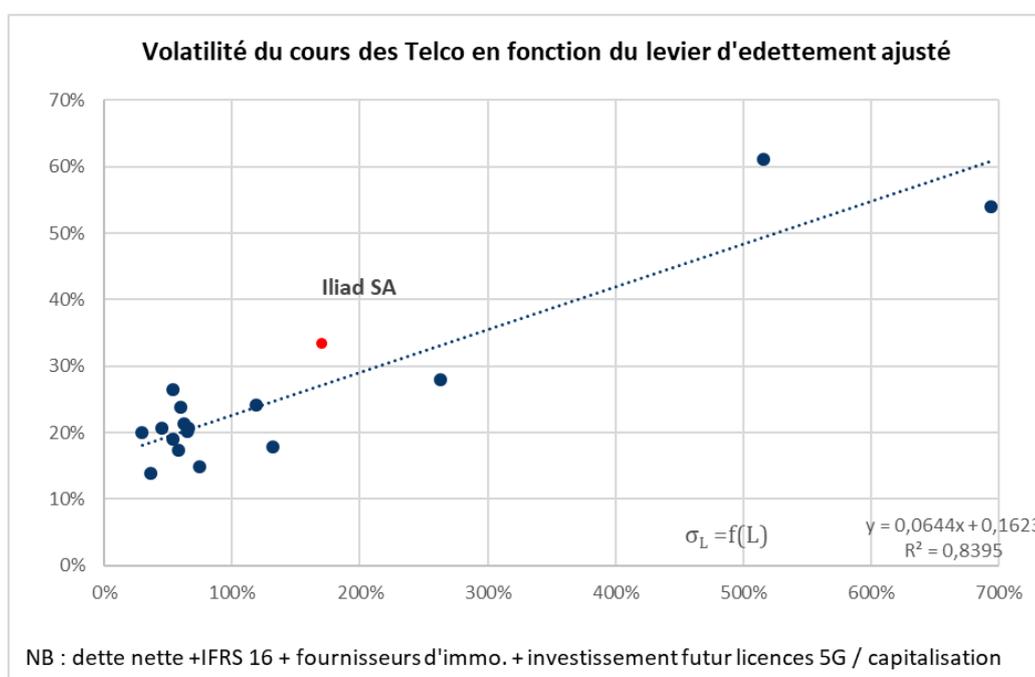
Il n'en reste pas moins qu'une partie de la volatilité d'une action relève sans doute de caractéristiques financières spécifiques et fondamentales, qui seraient durablement attachées à la Société qui l'a émise.

En premier lieu, nous avons vu que le levier financier du Groupe s'était fortement accru au cours des trois dernières années. Or il est assez constant et établi que ce dernier a pour effet d'accroître la volatilité du cours des actions. Après analyse, il ressort que cette notion de levier doit être prise au sens le plus large possible.

En l'espèce, nous avons considéré l'endettement financier augmenté de passifs comptables au titre des baux locatifs résultant de l'application de la norme IFRS 16. En effet, ce retraitement comptable permet d'appréhender aisément le poids des charges fixes dans les comptes d'exploitation et ainsi d'élargir la notion de levier financier à celle de levier opérationnel. Ainsi le levier opérationnel est supposé accroître le risque systématique pour autant que l'expérience servant à la mesure de son effet soit menée sur une population de sociétés appartenant au même secteur d'activité. En l'espèce, le levier IFRS est ici standardisé en retenant la durée résiduelle apparente moyenne des baux, soit un peu plus de 5 ans pour notre échantillon.

Nous intégrons aussi dans le levier la dette fournisseurs d'immobilisations de chaque entreprise ainsi que l'estimation par les analystes des investissements à réaliser pour l'acquisition de licences 5G qui n'auraient pas encore été payées ou donné lieu à la comptabilisation d'un passif fournisseur.

Le résultat de ces analyses est résumé dans le graphique ci-dessous. Comme indiqué ci-après, le levier au sens large explique 84 % de la variance des données observées. Ainsi, la volatilité (1 an dans le cas présent) est bien une fonction du levier, linéairement croissante, avec un plancher théorique proche de 16 %.



S'agissant de la volatilité de l'action Iliad, le modèle en explique 82 %. Par conséquent, le levier d'endettement étant une contrainte s'imposant durablement à Iliad, il semble probable que sa volatilité demeure supérieure à la moyenne des comparables du secteur.

Une analyse complémentaire permet de relier la volatilité hors dette (au sens large) des sociétés du secteur, i.e. la volatilité supposée de leur actif économique, en fonction de différentes variables fondamentales que sont :

- la marge d'EBITDAaL, afin d'intégrer la distance au point mort opérationnel ;
- la valeur d'entreprise (en logarithme) afin d'appréhender un effet taille ;
- le ROCE pour appréhender l'intensité capitalistique de la marge dégagée ;
- le coefficient de variation (sur trois ans) de l'EBITDAaL, afin de tenir compte de la dispersion des marges.

Cette approche permet d'expliquer 92 % de la variance des données observées⁵² pour 70 % des sociétés de notre échantillon, les 30 % exclus (5 sociétés sur 17) répondant à des variables non identifiées à ce stade, la taille réduite de l'échantillon limitant les possibilités d'accroissement du nombre de variables explicatives.

À ce stade, il est impossible d'établir si cette volatilité inexpliquée doit être interprétée comme un "excès" ou une "anomalie" qui devrait se résorber (toutes choses égales par ailleurs) ou s'il s'agit d'une caractéristique durable susceptible potentiellement d'être prise en compte par le marché en tant que paramètre de risque.

7.2.3 La corrélation sans doute anormalement faible des rendements de l'action Iliad

Il convient maintenant d'envisager la question précédemment évoquée de la corrélation des variations de cours d'une société avec celles de son secteur ou avec le marché. Selon nos calculs, sur une base de variations hebdomadaires sur trois ans, le coefficient de corrélation du rendement⁵³ de l'action Iliad avec celui du marché s'établit à 23 %. Il convient de noter qu'en moyenne, elle ressort à 43 % pour notre échantillon de comparables avec un espace interquartile⁵⁴ compris entre 32 % et 47 %. Le coefficient de corrélation de l'action Iliad semble donc atypique et relativement faible. L'actionnaire peut-il faire le pari du maintien de ce fort pouvoir diversifiant (au sens du MEDAF) pour investir en action Iliad ?

En effet, il convient de rappeler ici que le bêta d'une action " β " (au sens du MEDAF) peut être défini comme le produit du quotient " $\frac{\sigma_S}{\sigma_M}$ " de sa volatilité rapportée à celle du marché et du coefficient de corrélation " $\rho_{S,M}$ " des rendements de l'action avec ceux du marché. Tout comme une volatilité relative forte peut accroître le bêta, un coefficient faible peut au contraire le faire baisser.

$$\beta = \rho_{S,M} \times \frac{\sigma_S}{\sigma_M}$$

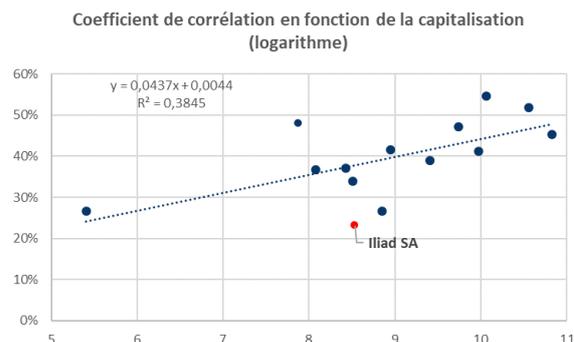
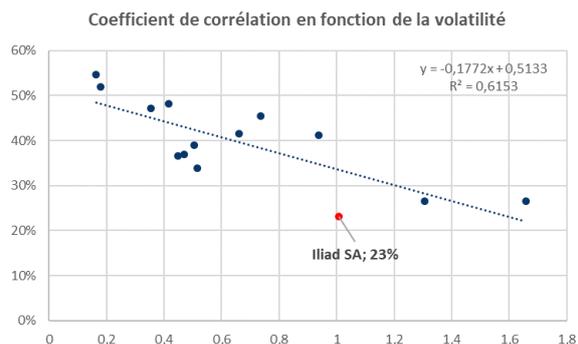
S'agissant d'Iliad, la faiblesse de la corrélation de ses variations de cours avec le marché a conduit à un bêta de 0,63.

Des analyses complémentaires sur les sociétés de notre échantillon indiquent que la corrélation est une fonction décroissante de la volatilité dans ce secteur et, qu'à l'inverse, la taille a tendance à l'accroître. Dans un cas comme dans l'autre, comme l'indiquent les deux graphiques ci-dessous, le coefficient de corrélation de l'action Iliad semble anormalement faible. La réunion du paramètre de volatilité et du paramètre de taille permet d'expliquer 70 % de la variance des observations de notre échantillon pour 82 % des sociétés qui le composent, ce modèle ne permettant pas d'expliquer les observations relevées pour trois d'entre elles.

⁵² Les coefficients de la régression étant tous significatifs au seuil de 5%, excepté l'un d'entre eux, qui ne l'est qu'au seuil de 12 %.

⁵³ Au sens de variations de cours et de coupons de dividendes.

⁵⁴ C'est-à-dire qu'une fois classées par ordre croissant, la moitié des observations se situe entre 32 % et 47 %.



Selon ce modèle, la corrélation des variations de cours d'Iliad aurait dû se situer à 34 % plutôt qu'à 23 %.

À titre de recoupement, nous avons également refait ce calcul sur la base de variations de cours quotidiennes au lieu de variations hebdomadaires. Cette approche a l'avantage de donner moins de poids relatif aux quelques variations exceptionnelles que nous avons mentionnées précédemment dans la description de l'évolution du cours de l'action Iliad. Par cette approche, le coefficient de corrélation s'établit à 32 %, soit un niveau proche des 34 % précédemment attendus avec le modèle de régression présenté plus haut. Sur cette base, le bêta calculé sur des données journalières ressort à 0,89 contre 0,62 sur des données hebdomadaires.

7.2.4 Conclusion

La corrélation des cours de l'action Iliad avec le marché a été particulièrement faible ces trois dernières années, en raison de quelques variations de cours extrêmes. Cette faible corrélation pourrait être vue comme résultant d'un hasard statistique puisqu'un calcul basé sur des données relevées sur une autre périodicité conduit à un niveau de corrélation plus cohérent avec les caractéristiques intrinsèques de la Société.

En d'autres termes, la volatilité de l'action Iliad devrait être plus faible au vu de ses caractéristiques intrinsèques, tout en restant plus élevée que la moyenne du fait de son niveau d'endettement. L'excès de volatilité non expliqué demeure toutefois une question pour l'actionnaire qui ne peut être garanti de sa disparition.

Par ailleurs, affirmer que cette volatilité demeurera durablement décorrélée à l'évolution du marché, et ce faisant qu'elle n'a pas à être rémunérée dans l'estimation du risque systématique de l'action Iliad, ne nous semble pas être fondé. Par conséquent, nous faisons une hypothèse de recorrélation pour l'estimation du bêta qui doit être retenu pour le calcul du taux d'actualisation (cf. §4.3.3.1).

7.3 Méthodologie de détermination du taux d'actualisation

Comme évoqué précédemment, nos travaux reposent sur les prévisions des analystes financiers "sell side"⁵⁵ qui suivent la valeur. Ce consensus raisonné de troisième niveau est la meilleure estimation possible des prévisions émanant de cette catégorie de prévisionnistes. Ce n'est pas pour autant l'exact reflet des anticipations de marché retenues par les investisseurs professionnels susceptibles de détenir des titres Iliad. En effet, il existe une abondante littérature démontrant le caractère biaisé des prévisions des analystes :

- elles sont en effet entachées d'un biais d'optimisme, les prévisions à deux ans et au-delà étant régulièrement démenties à la baisse par les réalisations effectives des entreprises suivies ;
- elles intègrent généralement avec retard les effets des chocs exogènes frappant à la hausse ou à la baisse la rentabilité des sociétés.

Ces principes étant connus, il convient donc d'inférer l'anticipation de marché à partir des prévisions des analystes en retenant un modèle aussi adapté que possible.

Dans un contexte de ralentissement de la croissance économique, les avis des conjoncturistes sont actuellement très partagés sur la possible survenance d'une récession à horizon 2020 – 2022 et plus encore sur son ampleur éventuelle. Certains s'inquiètent quoi qu'il en soit, du niveau de croissance bénéficiaire attendu en moyenne par les analystes "sell side" qui n'anticipent pas encore de ralentissement marqué d'activité dans leurs prévisions.

Dans ce contexte, il convient de souligner néanmoins que le secteur, avec un risque systématique inférieur à la moyenne des sociétés cotées, demeure plutôt résilient à la conjoncture économique. Si l'on examine maintenant les comptes d'Iliad sur longue période, la rentabilité opérationnelle et le niveau d'activité du Groupe ne semblent pas avoir été particulièrement affectés par la crise économique de 2008. Tout au plus, le résultat opérationnel avait-il baissé en 2008, en dépit d'une hausse du chiffre d'affaires, pour reprendre, dès 2009, sa trajectoire haussière dans le prolongement de la tendance dessinée en 2006-2007.

Le changement de statut boursier de l'action Iliad étant sans doute achevé (cf. notre analyse de cours), nous formons donc l'hypothèse que l'effet de la stratégie de développement en Italie et l'impact du passage à la 5G sont désormais largement intégrés par les analystes, qui ont eu 18 mois, entre la publication des comptes 2017 et ceux du 1^{er} semestre 2019 pour anticiper les impacts.

Ceci étant précisé, l'estimation du coût du capital de la Société intègre trois dimensions :

- la première concerne le risque systématique de l'action Iliad ce qui implique d'en estimer la volatilité et la corrélation avec le marché, la combinaison de ces deux anticipations formant son "bêta" au sens de la théorie du portefeuille. Cette première phase intègre nécessairement un objectif de levier d'endettement financier, lequel affecte le risque systématique d'un titre ;
- la seconde porte sur le risque de défaut de la Société. En effet, les prévisions des analystes sont établies en cas de survie des entreprises. Ce ne sont donc pas des espérances mathématiques, contrairement au prérequis du modèle d'équilibre des actifs financiers. Or, la Société n'emprunte pas au taux sans risque. Il convient donc d'estimer le spread de défaut de la Société et d'en déduire la prime de risque de défaut à appliquer pour actualiser des flux en cas de survie, comme on le ferait pour évaluer une obligation ;
- enfin, il convient de tenir compte d'une prime de risque pour biais d'optimisme des prévisions d'analystes, étant précisé que, selon notre expérience, les prévisions établies par les entreprises, si elles sont parfois plus réactives, ne sont guère plus prudentes en moyenne.

⁵⁵ Analystes des bureaux de recherche par opposition aux analystes des fonds d'investissement, qualifiés de "buy side".

a) Estimation du risque systématique

À mi-octobre 2019, le bêta historique calculé sur trois ans à partir des variations de cotations hebdomadaires des sociétés comparables de notre échantillon varie entre 0,49 et 1,39, avec une médiane à 0,67. Ce niveau est proche du bêta d'Iliad calculé selon la même périodicité, lequel ressort à 0,63. Un tel bêta peut sembler surprenant, la Société étant plus endettée que la moyenne de l'échantillon. Par ailleurs, le bêta moyen de l'échantillon s'établit à 0,80. Si l'on cherche à privilégier les bêtas les plus significatifs d'un point de vue statistique, la moyenne pondérée par les coefficients de détermination de leur calcul par régression (ou R^2), ressort quant à elle à 0,86. Cette forte dispersion des données, avec un coefficient de variation⁵⁶ de 32 %, n'est pas significativement réduite si l'on envisage les bêtas "désendettés" selon la formule usuelle d'Hamada⁵⁷. En effet, selon cette approche, le bêta "hors dette", calculé en ne tenant compte que de l'endettement financier, i.e. hors dette IFRS 16 au titre des locations simples⁵⁸ (ou "opérationnelles"), ressort en moyenne à 0,47, avec un coefficient de variation de 29 %, qui n'est donc pas significativement différent du précédent. L'application mécanique de la formule d'Hamada au bêta moyen de l'échantillon et en tenant compte du levier d'endettement au sens strict de la Société, conduirait à un bêta théorique de 0,78.

Il nous semble que le bêta d'Iliad tel qu'il ressort à 0,62 ne peut être retenu pour l'avenir au regard des analyses que nous avons menées précédemment sur l'évolution du cours de bourse de la Société. Quant au bêta de 0,78 mentionné plus haut, il nous semble que ce calcul doit être affiné en élargissant la notion d'endettement aux dettes liées aux achats de licences et à la 5G, ainsi qu'en tenant compte du levier opérationnel qui a pour effet lui aussi d'accroître le risque systématique.

Comme évoqué précédemment, la modélisation de la volatilité du cours de l'action Iliad conduirait plutôt à retenir un niveau plus faible que celui constaté au cours des 3 dernières années de cotation. Inversement, ces variations de cours ont été faiblement corrélées avec le marché des actions en général. Il est probable que cette décorrélation ne soit pas durable, le changement de statut de l'action étant désormais intégré dans les esprits, ainsi que les conséquences financières des objectifs stratégiques du management.

Selon que l'on retient une vision plutôt optimiste ou plutôt prudente, le bêta de l'action Iliad se situe selon nous dans une fourchette comprise entre 0,9 et 1,1.

- le bas de fourchette de 0,9 correspond à la moyenne de deux approches ressortant respectivement 0,88 et 0,91. La valeur de 0,88 résulte elle-même d'une régression des bêtas des sociétés cotées de notre échantillon en fonction du levier. Celle de 0,91 est le résultat d'une approche par régressions multiples qui aboutissent à une volatilité cible de 30 % et un coefficient de corrélation cible de 34 %⁵⁹ ;
- le haut de fourchette de 1,1 correspond à la moyenne de deux sous-approches conduisant à des bêtas respectifs de 1,09 et 1,13. La première consiste à retenir le bêta médian hors dette au sens large⁶⁰ des comparables, soit 0,42 selon nos calculs, et de le "réendetter" du levier d'endettement au sens large. La seconde approche consiste à retenir le coefficient de corrélation médian des comparables, soit 0,41 %.

⁵⁶ Soit l'écart-type rapporté à la moyenne des observations. Ce rapport permet d'apprécier la dispersion en proportion de la moyenne, afin de comparer des séries de données de moyenne différentes.

⁵⁷ Formule établie en 1976 par Robert Hamada et se basant sur les travaux préalables de Modigliani et Miller. Cette approche est suivie par plus de 90 % des évaluateurs en France et dans le Monde.

⁵⁸ Retraité du crédit-bail (ou des locations "financement").

⁵⁹ Ces régressions expliquent 92 % et 72 % des variances observées.

⁶⁰ Le levier au sens large inclut en plus de la dette financière, la dette IFRS 16, les dettes fournisseurs d'immobilisations, l'investissement 5G et est diminué des produits de cession à Cellnex et Infravia et de la trésorerie disponible. Voir également la définition exposée lors de notre analyse de la volatilité.

Ces deux approches se distinguent donc par la signification de leurs modèles sous-jacents. La première est une approche basée sur un modèle endogène d'estimation du risque systématique de l'action Iliad, basé sur des paramètres financiers fondamentaux, propres à la Société, et jugés structurants. La seconde approche consiste à intégrer des paramètres médians des actions des sociétés du secteur, dans une perspective de "retour à la valeur centrale", le seul paramètre endogène retenu étant le levier d'endettement. Ces deux approches nous semblent aussi valides l'une que l'autre, et il appartient à chacun, en fonction de sa sensibilité au risque de choisir l'une plutôt que l'autre, notre parti étant de retenir une situation moyenne, soit un bêta égal à 1, i.e. neutre au sens de la théorie du portefeuille.

b) Estimation du coût de la dette et de la prime de risque de défaut

Selon le modèle Fairness Finance, cette notation fait ressortir une courbe de taux d'emprunt à taux fixe in fine en ligne avec les conditions d'émission de l'emprunt "schuldschein"⁶¹ (pour la partie fixe) émis par la Société le 16 mai dernier. Ces résultats sont établis à fin octobre, à partir de la moyenne sur trois mois des résultats issus des abaques de Fairness Finance. Par la suite, toutes les données mentionnées comme étant issues de cette même source sont calculées à la même date selon la même approche.

Maturité en années	Taux fixes in fine	
	Schuldschein	BM&A
4,0	1,40%	1,42%
5,0	nd	1,62%
7,0	1,85%	1,98%
8,0	2,04%	2,15%

Au vu de la maturité de l'endettement du Groupe et de celle de l'émission "schuldschein", nous retenons une maturité cible de cinq ans pour estimer le coût de refinancement de la dette du Groupe, soit 1,62 %. Selon les abaques du modèle Fairness Finance, le coût de la dette incorpore une prime de défaut de 1,35 % qui se traduit par une prime de risque de défaut pour l'actionnaire de 2,7 %.

c) Estimation de la prime de risque de biais d'optimisme

Les EBITDA 2017, 2018 et 2019 publiés par le Groupe ont été inférieurs aux prévisions à 36 mois qui avaient été établies par les analystes et dont nous reportons l'évolution dans le tableau ci-après. Le biais d'optimisme des anciennes prévisions demeure pour l'exercice 2018, si on limite la comparaison des anciennes prévisions avec la seule contribution du segment français.

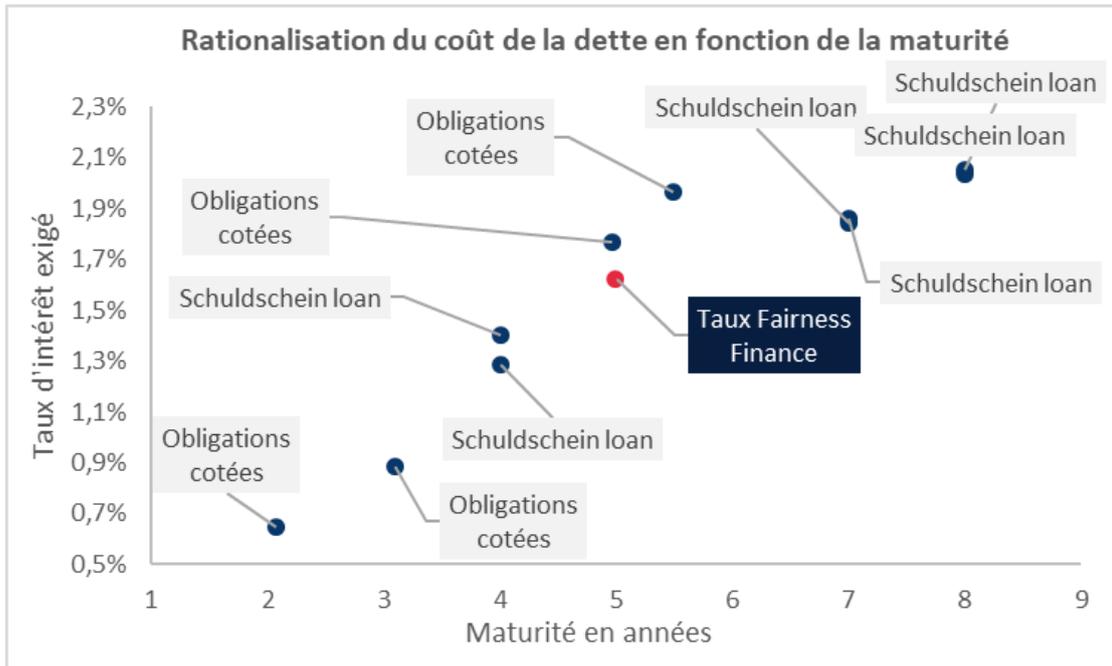
Si les résultats 2017 et 2018 ont pu décevoir les attentes des analystes, il nous semble que les raisons pour lesquelles ces dernières se sont révélées être trop optimistes sont désormais mieux prises en compte dans leurs modèles de prévisions. Le risque de retard d'ajustement des modèles de prévisions nous semble donc s'être fortement réduit comparé à la situation prévalant par exemple fin 2016.

Pour cette raison, et dans la mesure où notre évaluation repose elle-même sur le consensus des analystes, nous retenons comme hypothèse centrale l'existence d'un biais d'optimisme au niveau moyen en zone euro, estimé par Fairness Finance et qui se traduit par une prime de risque de 2,06 %⁶².

⁶¹ Il s'agit d'une dette privée, d'un montant de 500 m€, comportant des tranches à taux fixes et variables et plusieurs maturités (4 à 8 ans), de rang chirographaire ("senior unsecured").

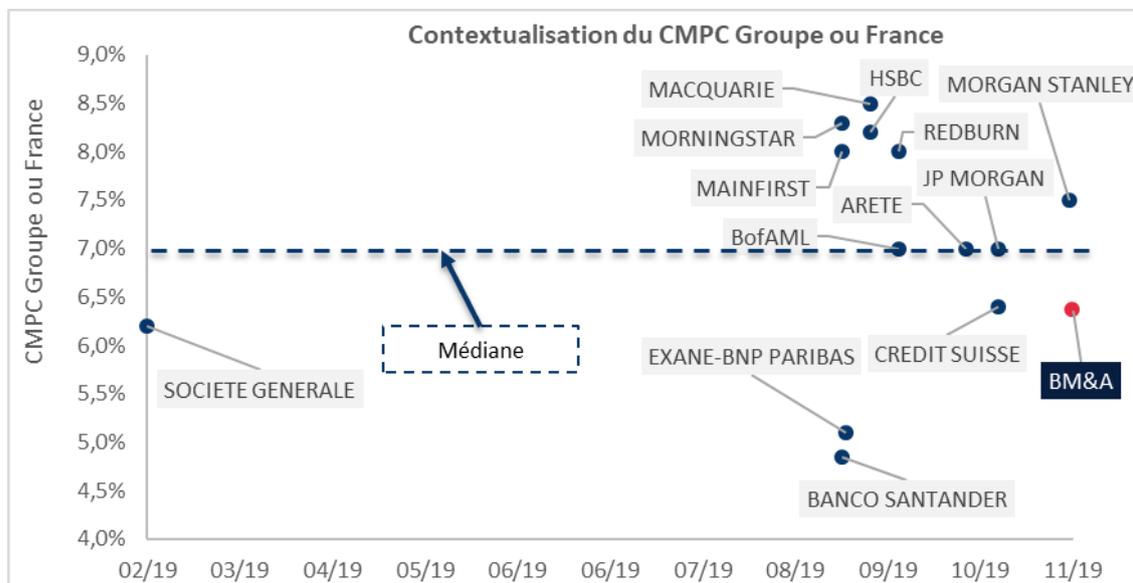
⁶² Cette donnée se base sur l'observation des écarts de prévisions de cash flows sur près de 9 ans, d'environ 700 sociétés cotées.

7.4 Rationalisation du coût de la dette Iliad à fin octobre 2019 :



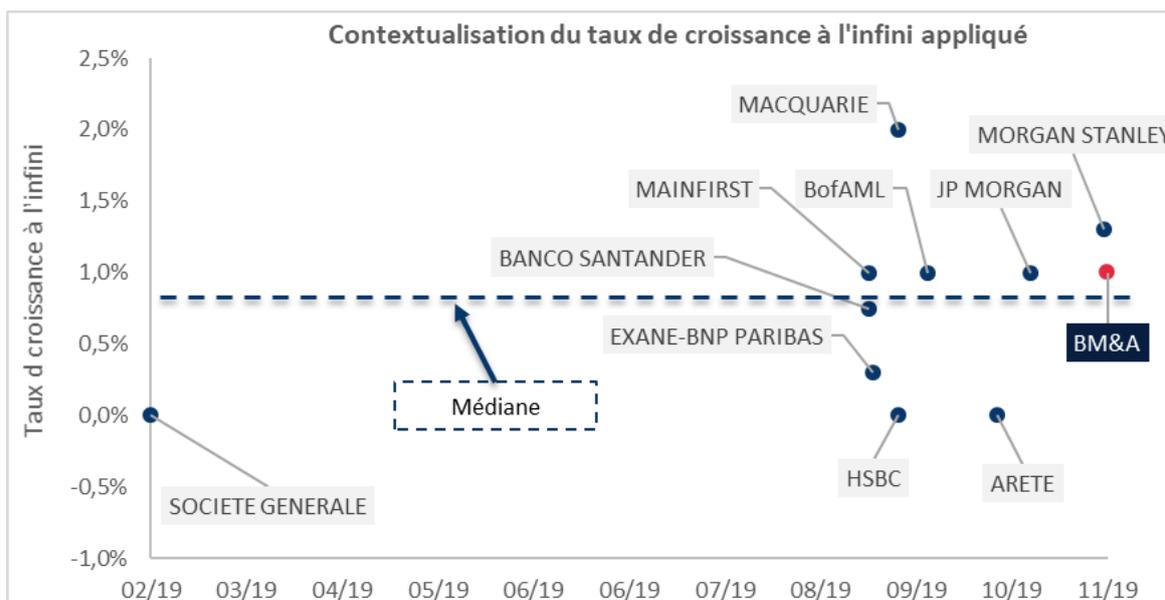
Le coût de la dette Fairness Finance utilisé dans nos travaux est issu d'une régression multifactorielle en fonction d'indicateurs de risque crédit des rendements anticipés à date pour un large échantillon d'obligations *corporate* de sociétés industrielles⁶³ cotées émises en euros (950 références au 31 octobre 2019).

7.5 CMPC publiés par les analystes financiers

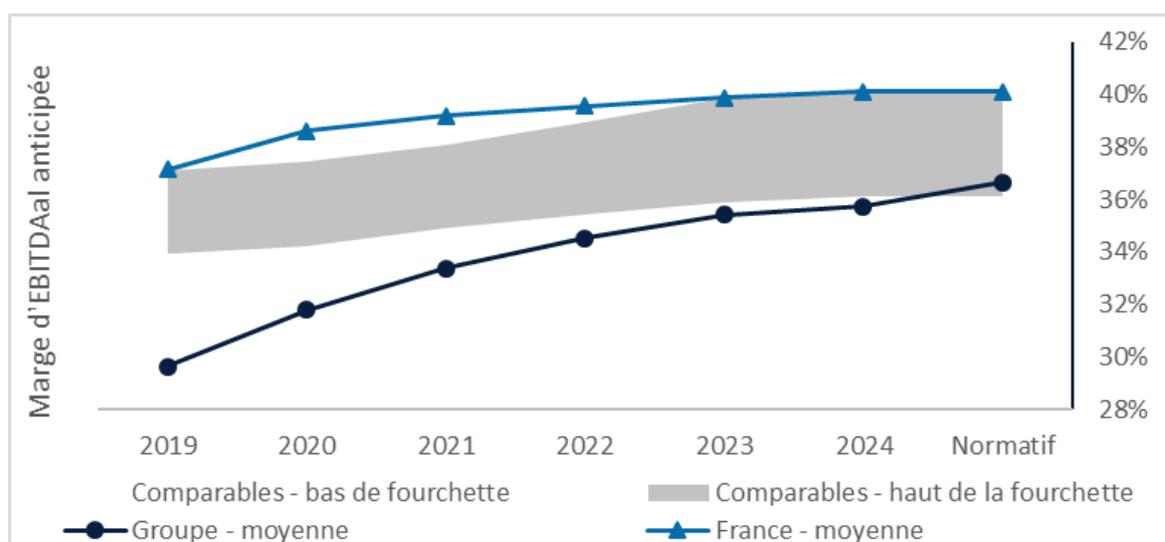


⁶³ Hors banques, assurances, services financiers, holding et immobilier.

7.6 Taux de croissance à l'infini publiés par les analystes financiers

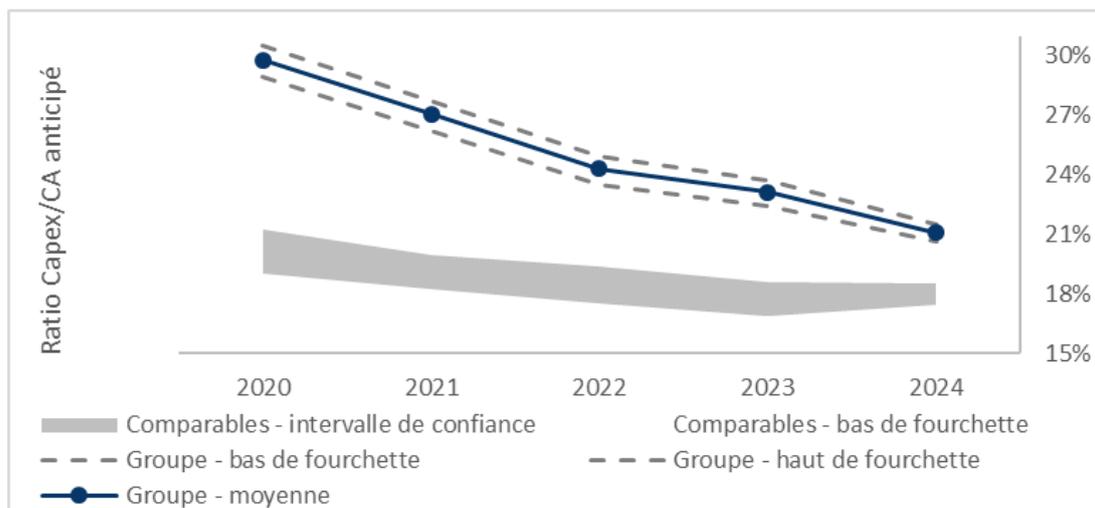


7.7 Marge d'EBITDAaI anticipée chez les comparables boursiers



NB : les données sectorielles sont calculées à partir du consensus Refinitiv Eikon, qui ne redresse pas de l'effet de base induit par les sorties de suivi. Nous considérons donc les objectifs sectoriels représenté supra comme haut de fourchette.

7.8 Ratios investissements sur chiffre d'affaires prévus chez les comparables boursiers



NB : les données sectorielles sont calculées à partir du consensus Refinitiv Eikon, qui ne redresse pas l'effet de base induit par les sorties de suivi. Nous considérons donc les objectifs sectoriels représentés supra comme bas de fourchette.

7.9 Ajustements liés à la prise en compte de la norme IFRS 16 dans la méthode des comparables

Au sein de l'échantillon de 17 sociétés, 15 d'entre elles clôturent leurs comptes au 31 décembre et ont, par conséquent, appliqué pour la première fois (hors adoptions par anticipation) la nouvelle norme IFRS 16. Celle-ci a pour effet d'activer un droit d'utilisation des actifs loués et de conduire à la comptabilisation d'une dette financière d'un montant identique lors de la signature du bail. Dans le compte de résultat, les loyers cessent ainsi majoritairement d'être des charges décaissées (pour la partie fixe), en étant remplacés par la dotation aux amortissements de l'actif de droit d'utilisation et par la comptabilisation d'une charge financière.

Ce retraitement consiste à généraliser aux contrats de location simple (ou "opérationnels") le retraitement de consolidation du crédit-bail (ou "locations-financement"), en vigueur dans la plupart des référentiels comptables depuis de nombreuses années. L'innovation se situe ici dans le fait qu'IFRS 16 n'instaure aucune distinction entre crédits-bails et locations simples. Il est communément admis qu'un crédit-bail est un moyen de financer un actif par un emprunt disposant d'un super-nantissement (l'organisme de prêt étant propriétaire de l'actif jusqu'à la fin de sa "vie" utile ou jusqu'à l'exercice de l'option d'achat par le preneur). En revanche, une location simple n'a pas vocation à conférer la propriété de l'actif au preneur, et le loyer correspond à une charge essentiellement fixe (un "OPEX"), qui doit être capitalisée à l'infini par les évaluateurs pour le calcul d'une valeur d'entreprise. Cette interprétation est d'ailleurs celle retenue par les normes comptables américaines.

Compte tenu des durées des baux activés selon IFRS 16, il y a peu de chance que le montant de dette locative engendrée par IFRS 16 soit à la mesure de la contribution réelle des loyers opérationnels décaissés par les entreprises du secteur. En effet, la durée apparente des dettes locatives des sociétés de notre échantillon s'établit à 5 ans en moyenne (2,5 ans pour Iliad). Par comparaison, les sociétés du secteur présentent un multiple de résultat opérationnel (EBIT) de l'ordre de 16 à 17. En d'autres termes, l'application naïve de multiples basés sur des comptes conformes à la norme IFRS 16 aurait pour conséquence de diviser en moyenne par 3 la juste valeur des charges de loyers à prendre en compte pour calculer la valeur d'entreprise (VE) d'une société du secteur.

Pour cette raison, nombre des sociétés de notre échantillon ont opté pour la publication d'un indicateur extra-comptable, afin de continuer à fournir au marché une information qui permette de suivre l'évolution de l'excédent brut d'exploitation entre 2018 et 2019. Il s'agit de l'EBITDAaL ou résultat opérationnel augmenté de la dotation aux amortissements des actifs autres que celui de droit d'utilisation. Il peut être aussi vu comme un EBITDA calculé après loyers opérationnels⁶⁴.

Dans nos travaux, nous avons opté pour un retraitement systématique des comptes des sociétés et des prévisions afin d'annuler l'effet d'IFRS 16 sur les calculs de multiples. Néanmoins, si ne pas faire ce retraitement conduit à des résultats aberrants⁶⁵, il ne peut être opéré sans engendrer une certaine marge d'erreur :

- pour la dernière année, il est encore possible d'estimer les encours de crédit-bail à partir des montant montants publiés à fin 2018. Néanmoins, ces montant ont pu évoluer au 1^{er} semestre. Par chance, le crédit-bail n'est pas la principale source d'emprunt pratiquée dans ce secteur et des erreurs de retraitement n'auraient qu'un impact minime sur les calculs de VE ;
- la moitié des sociétés de notre échantillon publient des EBITDAaL. Pour ces dernières, nous nous sommes assurés que les prévisions des analystes correspondaient bien à cette définition. Pour les autres, nous avons diminué les prévisions d'EBITDA du montant de loyer figurant dans les décaissements locatifs visés par IFRS 16. Certaines prévisions insuffisamment explicites pourraient néanmoins être prises pour des EBITDAaL du fait de leur niveau relativement bas, alors qu'elles ne sont que des prévisions d'EBITDA non retraitées d'IFRS 16 particulièrement prudentes ;
- tous les analystes et toutes les sociétés n'ont pas la même définition de l'EBITDAaL. En effet, au lieu de corriger cet agrégat de la totalité du montant du loyer décaissé, certains ne tiennent compte que de la composante de charge calculée au titre de l'amortissement IFRS, omettant la composante de frais financiers. Ainsi la meilleure estimation de l'EBITDAaL est égale au résultat opérationnel publié en normes IFRS 16, augmenté des dotations aux amortissements (hors actif de droit d'utilisation), diminué i) de la composante "cash" des intérêts et ii) des décaissements (de remboursement en principal) comptabilisés au titre de la dette de droit d'utilisation figurant dans le tableau de financement.
- enfin peu d'analystes retraitent encore le résultat opérationnel tel qu'il ressort des comptes IFRS lorsque l'émetteur ne publie pas un EBITaL, i.e. de résultat opérationnel retraité d'IFRS 16. Sa meilleure estimation possible est égale à l'EBITDAaL diminué i) de la composante "cash" des intérêts et ii) des décaissements (de remboursement en principal) comptabilisés au titre de la dette de droit d'utilisation figurant dans le tableau de financement.

En conclusion, la première application de la norme IFRS 16 crée une incertitude sur le cash-flow opérationnel, et une confusion entre dette financière et engagements opérationnels qui nuisent à la fiabilité de la méthode des multiples. Cette situation perdurera tant qu'il ne sera pas mis bon ordre dans l'information des émetteurs en rétablissant la distinction entre crédit-bail (location financement) et location simple (location opérationnelle) et en adoptant une définition standardisée de l'EBITDAaL et de l'EBITaL ou en adoptant comme dans la norme américaine une présentation du compte de résultat non affectée par l'activation d'un actif de droits d'usage au titre des loyers opérationnels.

Compte tenu de ces éléments, il devient nécessaire de compléter l'application des multiples d'EBITDAaL et d'EBITaL par celle du multiple de résultat net ou PER. En effet, le résultat net est l'agrégat du compte de résultat le moins affecté par la norme IFRS 16, pour autant que la société soit suffisamment profitable. La déformation du résultat net du fait d'IFRS 16 provient de ce que l'actif de droit d'usage s'amortit linéairement, alors que le remboursement en

⁶⁴ D'où l'acronyme d'EBITDAaL pour "earnings before interest, tax, depreciation and amortization, and after leases".

⁶⁵ Les durées résiduelles des baux retenues pour le calcul de la dette locative étant trop courtes et qui plus est disparates au sein d'un même secteur.

capital d'un emprunt à annuité constante retenu pour comptabiliser une dette locative est progressif. Toutes choses égales par ailleurs, le bénéfice baisse après application d'IFRS 16 de l'écart, net d'impôt, entre la dotation aux amortissements de l'actif de droit d'utilisation et la part de remboursement de capital de la dette de droit d'utilisation.

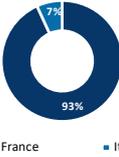
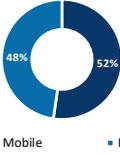
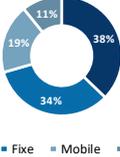
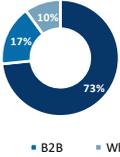
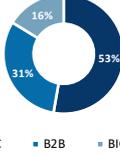
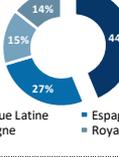
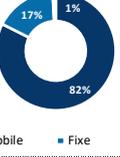
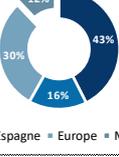
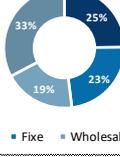
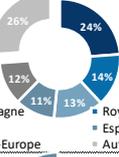
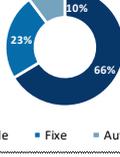
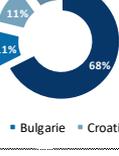
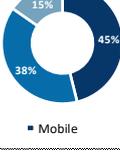
D'autres retraitements sont pris en compte dans la méthode des comparables boursiers. En effet, il est possible de démontrer que l'endettement net à prendre en compte dans le calcul d'un multiple de valeur d'entreprise est le plus élevé sur l'horizon d'application de la méthode. En d'autres termes, son application ne devrait pas être remise en cause, surtout à brève échéance, du simple fait de l'augmentation de l'endettement de la société évaluée.

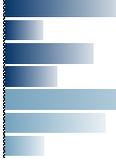
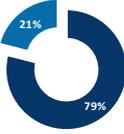
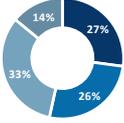
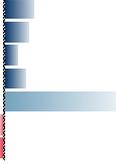
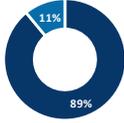
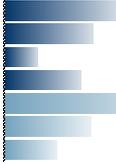
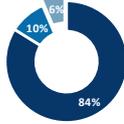
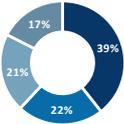
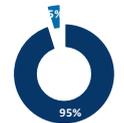
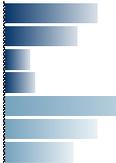
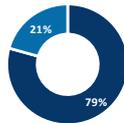
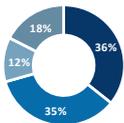
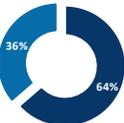
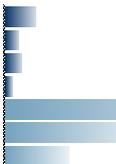
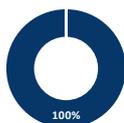
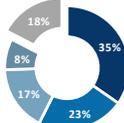
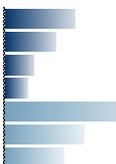
Pour cette raison, il nous a semblé justifié d'augmenter la dette de la Société des dettes de fournisseurs d'immobilisation et de l'estimation par les analystes du coût futur des licences 5G. Inversement, la dette financière est réduite des produits de cession d'immobilisations qui résultent des opérations prévues avec Cellnex et Infravia. Il est tenu compte enfin de la valeur des reports déficitaires d'Iliad (passés et futurs) telle qu'elle ressort de l'approche par le DCF.

7.10 Sociétés comparables

Société	Activité	Acteur basé en Europe de l'Ouest	Essentiel de l'activité réalisée en Europe occidentale	Essentiellement présent sur marché national	Majoritairement présent en France	Présent en Italie	Activités significatives et équilibrées mobile et fixe	Majorité du CA réalisé en services telecom
	<ul style="list-style-type: none"> Historiquement en France, présence croissante en Italie Structuré autour de 2 divisions aux revenus similaires ADSL en dégroupage/Propriétaire en FTTH 	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	<ul style="list-style-type: none"> Leader sur le marché néerlandais Taille (CA) et performances relativement similaire à celles d'Iliad Propriétaire ADSL/FTTH 	✓	✓	✓	✗	✗	✓	✓
	<ul style="list-style-type: none"> Activité concentrée en Suisse Performances relativement similaire à celles d'Iliad ADSL/FTTH en dégroupage 	✓	✓	✓	✗	✗	✗	✓
	<ul style="list-style-type: none"> Acteur diversifié géographiquement Présence forte aux Etats-Unis jusqu'en 2018 Groupe considérablement endetté Propriétaire ADSL/FTTH 	✓	✓	✓	✓	✗	✓	✓
	<ul style="list-style-type: none"> Activité concentrée en Belgique Taille (CA) et performances relativement similaire à celles d'Iliad Propriétaire ADSL/FTTH 	✓	✓	✓	✗	✗	✗	✓
	<ul style="list-style-type: none"> Activité diversifiée géographiquement, en Europe et Amérique Latine Segment mobile relativement faible rapporté au fixe Propriétaire ADSL/FTTH 	✓	✗	✗	✗	✗	✗	✓
	<ul style="list-style-type: none"> Majorité de l'activité en France, mais diversifié géographiquement Equilibre entre activités mobile/fixe Propriétaire ADSL/FTTH 	✓	✓	✓	✓	✗	✓	✓
	<ul style="list-style-type: none"> Diversifié géographiquement Vente de 44% de SFR à Vivendi en 2011 pour 8 mds€ CA et marges proches de celles d'Iliad Propriétaire ADSL/FTTH 	✓	✓	✗	✗	✓	✗	✓
	<ul style="list-style-type: none"> Présence en Europe de l'Est Relatif équilibre entre activités fixe et mobile CA et marges opérationnelles proches de celles d'Iliad Propriétaire ADSL/FTTH 	✓	✓	✓	✗	✗	✓	✓

Société	Activité	Acteur basé en Europe de l'Ouest	Essentiel de l'activité réalisée en Europe occidentale	Essentiellement présent sur marché national	Majoritairement présent en France	Présent en Italie	Activités significatives et équilibrées mobile et fixe	Majorité du CA réalisé en services telecom
 	<ul style="list-style-type: none"> Leader en Italie et présent au Brésil Relatif équilibre entre activités fixe et mobile Propriétaire ADSL/FTTH 	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✓
 	<ul style="list-style-type: none"> Filiale allemande du groupe Telefonica Marges dégradées après l'acquisition de E-Plus Group en 2014 Absence d'activité B2B VDSL dégroupé, FTTH dégroupé (press release) 	✓	✓	✓	✗	✗	✗	✓
 	<ul style="list-style-type: none"> Présence essentiellement au Royaume-Uni mais aussi en Italie Marge d'EBITDAAL similaire à celle d'Iliad Propriétaire ADSL/FTTH 	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✓
 	<ul style="list-style-type: none"> Présence exclusivement au Portugal Marge d'EBITDAAL similaire à celle d'Iliad FTTH en site propre et avec échange de réseau avec Vodafone 	✓	✓	✓	✗	✗	✓	✓
 	<ul style="list-style-type: none"> Présence en Suisse et en Italie Equilibre entre activités mobile/fixe FTTH en propre et avec échange de réseau avec TIM, ADSL en propre 	✓	✓	✓	✗	✓	✓	✓
 	<ul style="list-style-type: none"> Présence exclusivement en Allemagne Fort endettement Marge nette négative liée à son fort endettement FTTH et ADSL en propre 	✓	✓	✓	✗	✗	✗	✗
 	<ul style="list-style-type: none"> Présence exclusivement en Belgique VE et capitalisation boursière similaires à celles d'Iliad FTTH en dégroupé, ADSL en propre 	✓	✓	✓	✗	✗	✗	✓
 	<ul style="list-style-type: none"> Présence en Scandinavie Marge d'EBITDAAL similaire à celle d'Iliad FTTH et VDSL en propre 	✓	✓	✓	✗	✗	✗	✓

Société	Principaux agrégats	Répartition de l'activité	
		Segments	Géographie
	Valeur d'entreprise: 11 942 m€ Capitalisation boursière: 4 618 m€ Dette nette: 9 192 m€ Chiffre d'affaires: 5 261 m€ Marge d'EBITDAaL: 31,9% Marge d'EBIT: 10,0% Marge de Résultat net: 4,8%		
	Valeur d'entreprise: 19 284 m€ Capitalisation boursière: 12 303 m€ Dette nette: 7 908 m€ Chiffre d'affaires: 5 504 m€ Marge d'EBITDAaL: 40,3% Marge d'EBIT: 15,6% Marge de Résultat net: 8,9%		
	Valeur d'entreprise: 4 559 m€ Capitalisation boursière: 3 358 m€ Dette nette: 1 455 m€ Chiffre d'affaires: 1 697 m€ Marge d'EBITDAaL: 34,7% Marge d'EBIT: 10,4% Marge de Résultat net: 5,8%		
	Valeur d'entreprise: 40 504 m€ Capitalisation boursière: 8 540 m€ Dette nette: 37 108 m€ Chiffre d'affaires: 14 639 m€ Marge d'EBITDAaL: 41,0% Marge d'EBIT: 10,0% Marge de Résultat net: -1,6%		
	Valeur d'entreprise: 12 596 m€ Capitalisation boursière: 9 979 m€ Dette nette: 2 815 m€ Chiffre d'affaires: 5 703 m€ Marge d'EBITDAaL: 32,9% Marge d'EBIT: 14,4% Marge de Résultat net: 9,3%		
	Valeur d'entreprise: 96 191 m€ Capitalisation boursière: 40 617 m€ Dette nette: 56 472 m€ Chiffre d'affaires: 48 626 m€ Marge d'EBITDAaL: 33,7% Marge d'EBIT: 13,8% Marge de Résultat net: 7,1%		
	Valeur d'entreprise: 66 879 m€ Capitalisation boursière: 39 469 m€ Dette nette: 30 681 m€ Chiffre d'affaires: 41 782 m€ Marge d'EBITDAaL: 28,0% Marge d'EBIT: 13,3% Marge de Résultat net: 6,5%		
	Valeur d'entreprise: 81 607 m€ Capitalisation boursière: 50 114 m€ Dette nette: 32 692 m€ Chiffre d'affaires: 45 203 m€ Marge d'EBITDAaL: 32,3% Marge d'EBIT: 10,4% Marge de Résultat net: 5,3%		
	Valeur d'entreprise: 6 802 m€ Capitalisation boursière: 4 586 m€ Dette nette: 3 008 m€ Chiffre d'affaires: 4 527 m€ Marge d'EBITDAaL: 33,9% Marge d'EBIT: 14,1% Marge de Résultat net: 8,5%		

Société	Principaux agrégats	Répartition de l'activité		
		Segments	Géographie	
 	Valeur d'entreprise Capitalisation boursière Dette nette Chiffre d'affaires Marge d'EBITDAaL Marge d'EBIT Marge de Résultat net	 40 928 m€ 13 227 m€ 30 946 m€ 18 484 m€ 41,9% 18,9% 7,5%	 21% 79% ■ Italie ■ Brésil	 14% 27% 33% 26% ■ B2C - Mobile ■ B2C - Fixe ■ B2B ■ Wholesale
 	Valeur d'entreprise Capitalisation boursière Dette nette Chiffre d'affaires Marge d'EBITDAaL Marge d'EBIT Marge de Résultat net	 10 078 m€ 8 243 m€ 4 614 m€ 7 343 m€ 21,4% -1,1% -2,3%	 100% ■ Allemagne	 11% 89% ■ Mobile ■ Fixe
 	Valeur d'entreprise Capitalisation boursière Dette nette Chiffre d'affaires Marge d'EBITDAaL Marge d'EBIT Marge de Résultat net	 40 648 m€ 30 943 m€ 11 603 m€ 26 703 m€ 33,9% 16,3% 10,0%	 10% 5% 84% ■ Royaume-Uni ■ EMEA excl. RU ■ Autres	 17% 39% 21% 22% ■ Fixe ■ Mobile ■ Réseaux gérés ■ Equipements / autres
 	Valeur d'entreprise Capitalisation boursière Dette nette Chiffre d'affaires Marge d'EBITDAaL Marge d'EBIT Marge de Résultat net	 3 975 m€ 2 760 m€ 1 416 m€ 1 595 m€ 33,9% 12,4% 10,6%	 100% ■ Portugal	 5% 95% ■ Services Telecom (B2C et B2B) ■ Audiovisuel
 	Valeur d'entreprise Capitalisation boursière Dette nette Chiffre d'affaires Marge d'EBITDAaL Marge d'EBIT Marge de Résultat net	 32 201 m€ 25 473 m€ 8 572 m€ 10 388 m€ 37,7% 17,3% 12,9%	 21% 79% ■ Suisse ■ Italie	 18% 36% 12% 35% ■ Fixe ■ Mobile ■ B2B ■ Autres
 	Valeur d'entreprise Capitalisation boursière Dette nette Chiffre d'affaires Marge d'EBITDAaL Marge d'EBIT Marge de Résultat net	 1 814 m€ 245 m€ 1 588 m€ 499 m€ 43% 10,8% -1,2%	 100% ■ Allemagne	 36% 64% ■ Télévisuel ■ Internet et téléphonie
 	Valeur d'entreprise Capitalisation boursière Dette nette Chiffre d'affaires Marge d'EBITDAaL Marge d'EBIT Marge de Résultat net	 10 784 m€ 4 960 m€ 5 934 m€ 2 553 m€ 51,5% 26,6% 12,1%	 100% ■ Belgique	 18% 35% 8% 17% 23% ■ Fixe ■ Video ■ Mobile ■ B2B ■ Autres
 	Valeur d'entreprise Capitalisation boursière Dette nette Chiffre d'affaires Marge d'EBITDAaL Marge d'EBIT Marge de Résultat net	 24 813 m€ 17 772 m€ 10 071 m€ 8 033 m€ 31,2% 15,1% 11,2%	 18% 7% 14% 43% 18% ■ Suède ■ Finlande ■ Norvège ■ Danemark ■ Autres	 26% 45% 12% 17% ■ Mobile ■ Equipement ■ Fixe ■ Autres

7.12 Détail de l'estimation des flux d'exploitation utilisés dans la méthode de la somme des parties

7.12.1 Flux d'exploitation estimés à partir du consensus pour la France :

DCF France (m€)					
Agrégat	2020e Consensus	2021e Consensus	2022e Consensus/BM&A	2023e Consensus/BM&A	2024e Consensus/BM&A
Chiffre d'affaires	4 967	5 067	5 127	5 184	5 253
<i>Taux de croissance</i>	<i>-2,4%</i>	<i>2,0%</i>	<i>1,2%</i>	<i>1,1%</i>	<i>1,3%</i>
EBITDAal	1 918	1 986	2 029	2 067	2 107
<i>En % du CA</i>	<i>38,6%</i>	<i>39,2%</i>	<i>39,6%</i>	<i>39,9%</i>	<i>40,1%</i>
Dotation aux amortissements	(981)	(1 001)	(1 013)	(1 024)	(1 038)
<i>En % du CA</i>	<i>-19,8%</i>	<i>-19,8%</i>	<i>-19,8%</i>	<i>-19,8%</i>	<i>-19,8%</i>
EBIT	937	985	1 016	1 043	1 070
<i>En % du CA</i>	<i>18,9%</i>	<i>19,4%</i>	<i>19,8%</i>	<i>20,1%</i>	<i>20,4%</i>
IS théorique (pré-tax shield)	(323)	(305)	(289)	(296)	(303)
<i>En % de l'EBIT</i>	<i>-34,5%</i>	<i>-31,0%</i>	<i>-28,4%</i>	<i>-28,4%</i>	<i>-28,3%</i>
Investissement hors fréquences	(1 333)	(1 261)	(1 172)	(1 167)	(1 090)
<i>En % du CA</i>	<i>-26,8%</i>	<i>-24,9%</i>	<i>-22,9%</i>	<i>-22,5%</i>	<i>-20,8%</i>
<i>En % des DAP</i>	<i>135,9%</i>	<i>126,0%</i>	<i>115,8%</i>	<i>113,9%</i>	<i>105,1%</i>
Variation du BFR d'exploitation	2	(2)	(1)	(1)	(1)
<i>En % de la Var. du CA</i>	<i>-2,0%</i>	<i>-2,0%</i>	<i>-2,0%</i>	<i>-2,0%</i>	<i>-2,0%</i>
Frais financiers IFRS 16	(22)	(22)	(22)	(22)	(22)
<i>En % de l'EBITDAal</i>	<i>-0,6%</i>	<i>-0,6%</i>	<i>-0,5%</i>	<i>-0,5%</i>	<i>-0,5%</i>
Cash flow libre d'exploitation	243	396	545	582	691

7.12.2 Flux d'exploitation estimés à partir du consensus pour l'Italie :

DCF Italie (m€)					
Agrégat	2020e Consensus	2021e Consensus	2022e Consensus/BM&A	2023e Consensus/BM&A	2024e Consensus/BM&A
Chiffre d'affaires	577	735	893	1 061	1 215
<i>Taux de croissance</i>	<i>45,6%</i>	<i>27,5%</i>	<i>21,4%</i>	<i>18,8%</i>	<i>14,6%</i>
EBITDAal	(156)	(49)	49	144	204
<i>En % du CA</i>	<i>-27,1%</i>	<i>-6,7%</i>	<i>5,5%</i>	<i>13,6%</i>	<i>16,8%</i>
Dotation aux amortissements	(221)	(256)	(298)	(379)	(404)
<i>En % du CA</i>	<i>-38,2%</i>	<i>-34,8%</i>	<i>-33,4%</i>	<i>-35,7%</i>	<i>-33,3%</i>
EBIT	(377)	(305)	(249)	(235)	(200)
<i>En % du CA</i>	<i>-65,4%</i>	<i>-41,4%</i>	<i>-27,9%</i>	<i>-22,1%</i>	<i>-16,5%</i>
IS théorique (pré-tax shield)	-	-	-	-	-
<i>En % de l'EBIT</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>
IS théorique (après déficits reportables)	-	-	-	-	-
Investissement hors fréquences	(318)	(309)	(290)	(276)	(274)
<i>En % du CA</i>	<i>-55,1%</i>	<i>-42,0%</i>	<i>-32,5%</i>	<i>-26,0%</i>	<i>-22,5%</i>
<i>En % des DAP</i>	<i>144,1%</i>	<i>120,9%</i>	<i>97,3%</i>	<i>73,0%</i>	<i>67,7%</i>
Variation du BFR	(3)	(16)	(28)	(2)	(2)
<i>En % de la var. du CA</i>	<i>-1,9%</i>	<i>-10,4%</i>	<i>-17,5%</i>	<i>-1,2%</i>	<i>-1,2%</i>
Frais financiers IFRS 16	-	-	-	-	-
<i>En % de l'EBITDAal</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>	<i>0,0%</i>
Cash flow libre d'exploitation	(477)	(375)	(269)	(134)	(72)



Audit



*Conseil et support
opérationnels*



Conseil financier



*Conseil et support opérationnels
aux établissements financiers*

BMA

Advisory & Support

11 rue de Laborde • 75008 Paris
+33(0)1 40 08 99 50 • www.bma-groupe.com

Société d'expertise comptable
Société par actions simplifiée au capital de 1 287 474 €
RCS Paris 513 273 763