

NOTE DE POSITION ILIAD SUR LES TAUX DE REMUNERATION DU CAPITAL DES ACTIVITES REGULEES
DU SECTEUR FIXE POUR 2013-2015

La proposition de l'Autorité pour la fixation du taux de rémunération du capital des activités régulées semble très discutable pour le Groupe Iliad. Effectivement, nous démontrerons dans cette note que

- 1) l'application d'une méthode de calcul constante aboutie non pas à une hausse du coût du capital, mais à une baisse de ce dernier
- 2) les paramètres retenus par l'Autorité ne reflètent pas une réalité de marché et surévalue de manière certaine le risque de l'activité lié à la boucle local, au détriment des opérateurs alternatifs.

DUREE DE VALIDITE DU TAUX REGLEMENTAIRE DE REMUNERATION DU CAPITAL

Le groupe Iliad est favorable à une révision annuelle du taux de rémunération du capital et de ces principaux paramètres de calcul. Une périodicité annuelle de révision des taux paraîtrait cohérente. Les offres de référence des opérateurs évoluent en effet régulièrement, au moins sur une base annuelle. De même, les comptes réglementaires sont produits annuellement. Les taux pourraient être fixés par l'Autorité pour une année fiscale, avec un préavis suffisant d'au moins trois mois.

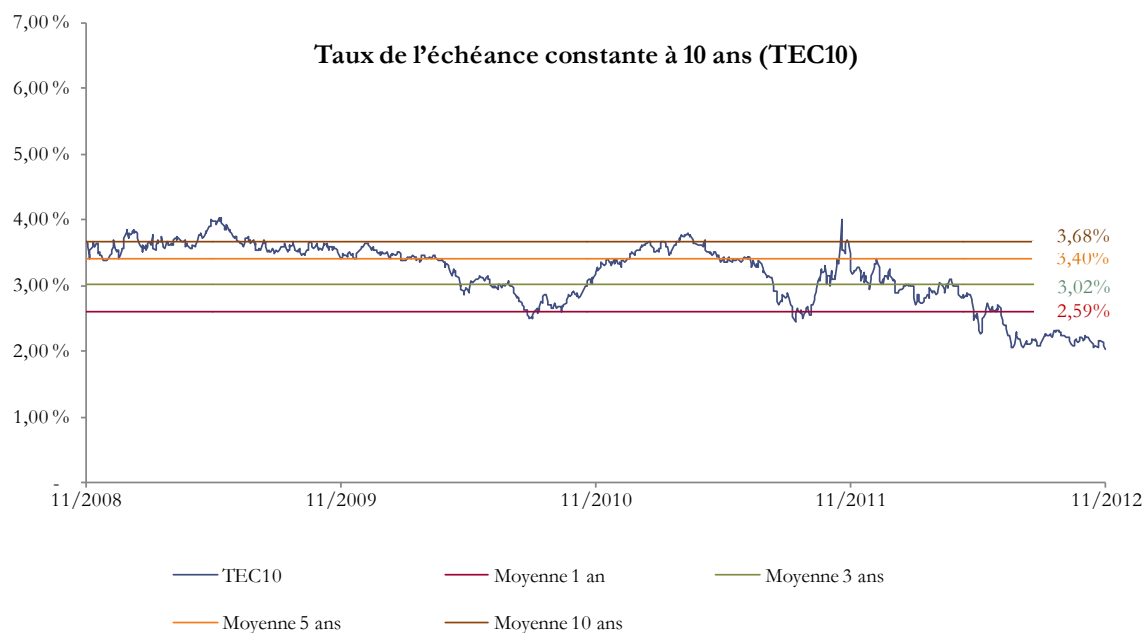
La fixation d'un taux réglementaire de rémunération du capital pour une période plus longue, sur la base des paramètres actuels, loin des niveaux constatés sur les marchés, reviendrait à maintenir sur cette période la surévaluation de ce taux déjà constatés depuis plusieurs années.

Le taux de rémunération du capital doit assurer une rentabilité raisonnablement proportionnée au risque, n'octroyant pas de rente de situation, notamment sur une activité fixe régulée et en quasi monopole. Le taux de rémunération doit également être relativement stable et prévisible dans le temps. Dès lors nous proposons le maintien de la méthode actuelle avec une révision de l'estimation des principaux paramètres.

TAUX SANS RISQUE

La proposition de modification de la méthode de détermination du taux sans risque ne nous semble pas acceptable car cela aboutirait à une hausse du taux sans risque dans un contexte où les taux sont historiquement et durablement bas. De plus prendre une moyenne 10 ans avec rétroactivité n'est pas en ligne la durée de vie des cycles économiques de 5.5 ans

La proposition de retenir dorénavant une moyenne de cet indicateur sur 10 ans, reviendrait à fortement augmenter le taux sans risque retenu (moyenne TEC 10 sur 10 ans de 3,7%). Cette méthode serait d'autant plus défavorable que lors des périodes précédentes (dans un environnement de taux plus élevé) la méthode utilisée a permis à l'opérateur historique de répercuter les variations annuelles de ce taux. Dès lors, l'utilisation d'une moyenne de cet indicateur sur 10 ans permettrait à ce dernier de générer un surprofit sur le marché de gros. Une hausse du taux sans risque serait d'autant plus incompréhensible, que nous sommes dans un environnement de taux historiquement bas comme le montre le graphique ci-dessous.



Dans ses précédentes décisions, l'Autorité a fixé la valeur du taux sans risque (Rf) sur la base d'une moyenne sur un an du Taux de l'échéance Constante à 10 ans (TEC 10 ans). Ainsi, nous proposons de maintenir la méthode appliquée historiquement par l'Autorité aboutissant à Taux sans risque (Rf) 2,59%.

PRIME DE DETTE

Historiquement l'Autorité a retenu pour estimer la prime de dette supportée par l'opérateur historique pour les activités fixes régulées, la valeur du « spread » des obligations émises par des sociétés non financières de notation BBB et d'une maturité moyenne de 10 ans incluses dans les indices Bloomberg. Cette référence semble très contestable, compte tenu des meilleurs niveaux de notation de France Telecom et du niveau de risque excessivement faible d'une activité régulée.

Un rating proposé (BBB) très inférieur à celui de France Telecom :

Le choix de cette référence semble très désavantageux dans l'évaluation du « spread » de crédit des activités fixes régulées de l'opérateur historique. Effectivement, le Groupe France Telecom au sens large, c'est-à-dire en intégrant les activités concurrentielles fixe et mobile en France ainsi que les activités étrangères bénéficie aujourd'hui d'une notation des agences de rating plus favorables à l'échantillon proposé (BBB) :

- Moody's : A3, soit 2 crans au-dessus du seuil proposé,
- S&P : A-, soit 2 crans au-dessus du seuil proposé,
- Fitch : BBB+, soit un cran au-dessus du seuil proposé.

Un rating proposé ne tenant pas compte du très faible risque de l'activité de la boucle locale fixe :

La notation théorique de l'activité fixe régulées devrait donc être largement plus favorable à celle retenue et ce compte tenu du très faible niveau de risque associé à cette activité. En raison notamment de la très faible volatilité des revenus, de l'absence de concurrence sur ce marché et de la participation de l'Etat au capital.

Dès lors, nous proposons de retenir pour estimer la prime de dette supportée par l'opérateur historique pour les activités fixes régulées, la valeur du « spread » des obligations émises par les sociétés non financière de notation A et d'une maturité moyenne de 7-10 ans. La moyenne de cet indice depuis 2009 fait ressortir une prime moyenne de risque d'un peu plus de 0,50% (cf. graph ci-dessous). Afin d'avoir une prime de risque sur 10 ans, nous proposons de retenir un spread pour la dette des activités fixes régulées de 0,70%

Indices des primes de risques des émetteurs non financiers de notation A

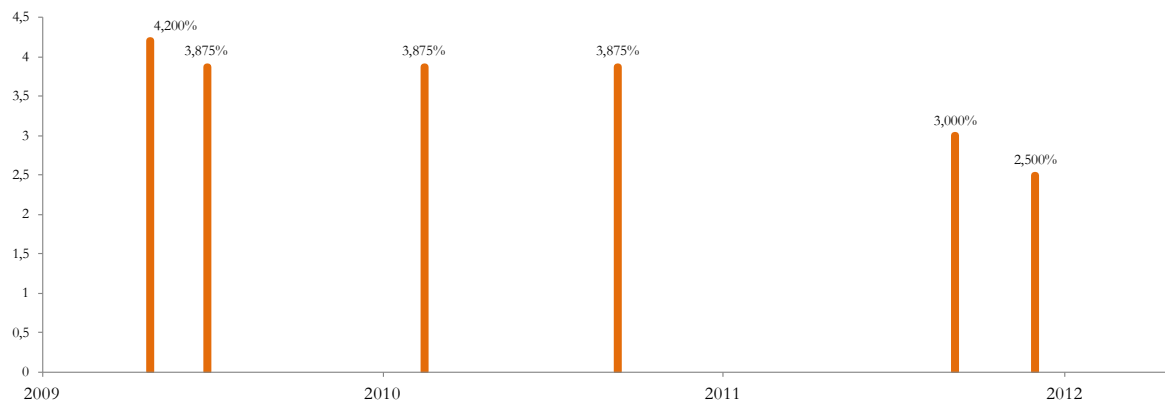


LE COUT DE LA DETTE

Compte tenu des éléments évoqués précédemment concernant la détermination du taux sans risque (R_f) et la prime de dette « spread », les taux proposés par l'Autorité sur les années 2013-2015 pour le coût de la dette à émettre (5,5%) et pour le coût de la dette avant impôts retenu (5,8%) semblent surévalués et éloignés des niveaux de marché.

Comme l'illustre le graphique ci-après, depuis 3 ans les taux des émissions de France Telecom se sont fortement contractés. Sur les près de 4 milliards d'euros émis au travers des 6 dernières émissions, le taux moyen d'emprunt ressort à 3,53%. Ce taux est très largement en-dessous de la référence retenue par l'Autorité à 5,50%.

Evolution du coupon des émissions France Telecom 10 ans depuis 2009



France Telecom confirme d'ailleurs cette baisse durable de ses taux de financement dans sa dernière communication auprès des investisseurs obligataires (juin 2012), en indiquant que le Groupe se finance à un taux très attractif de 3,82%.

France Telecom has secured a solid liquidity position at very attractive conditions

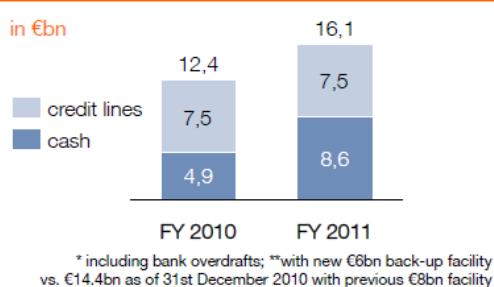
insight

- €6.1bn debt raised since January 2011(1) with a wide diversification: 10 different markets tapped in total
- very attractive cost of funding at 3.82%
- 96% of the €6bn back up line successfully extended by 1 year to January 2017, demonstrating continued strong support from a wide range of 29-core banks
- very strong liquidity position at approx. €16bn
- low dependence on bank funding with 88% of outstanding debt directly from debt capital markets

(1) including \$ 900m + JPY 7.5bn in January 2012

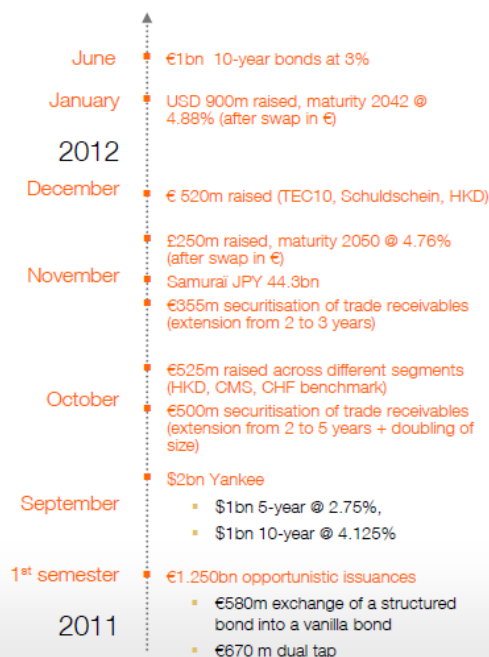
Group liquidity position

in €bn



14

main debt raising transactions in 2011 and early 2012



Dès lors, les taux de financement proposés par l'Autorité (5,8% et 5,5%) ne prennent pas en compte la très forte baisse des coûts de financement de France Telecom depuis 2009 et viennent donc fortement surévaluer son coût de financement de ses activités fixes régulées. Cet écart est d'autant plus inconcevable pour les opérateurs alternatifs, que compte tenu de la nature quasi « sans risque » des activités régulées, le taux de financement de France Telecom devrait représenter un maximum et non un minimum.

Ainsi, nous proposons d'appliquer un coût de la dette à 5%. Ce taux permet à la fois de prendre en compte la très forte baisse des coûts de financement, ainsi que le nature moins risquées des activités fixes régulées.

LEVIER FINANCIER

Le coût du capital retenu par l'Autorité pour l'activité considérée, est une moyenne pondérée, en fonction de la structure de financement, entre :

- le coût des capitaux propres, correspondant au taux de rentabilité demandé par les actionnaires, avant impôts ;
- le coût de la dette de l'opérateur.

Dès lors, la pondération de l'importance dans le financement total de chacune des sources de financement va directement influencer sur le taux de rendement moyen du capital. Ainsi, une hausse raisonnable du levier financier (D/D+FP) permettra d'abaisser le coût du capital.

Pour la période 2013-2015, l'Autorité propose de retenir un levier financier de 40% pour ses calculs. Ce taux semble particulièrement conservateur compte tenu du taux constaté depuis 2010 sur France Telecom.

En prenant les valeurs de marché pour les capitaux propres et la dette nette du Groupe, il est possible de déterminer le levier du Groupe. Depuis 2010, le levier financier du Groupe est compris entre 49% et 55%.

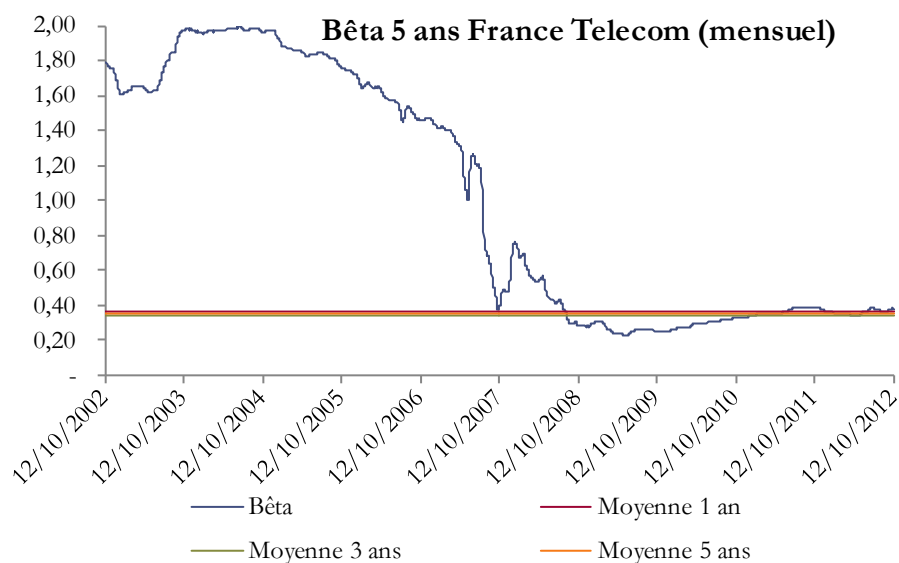
Evolution du levier financier de France Telecom depuis 2010

	2010	2011	S1 2012
Dette nette (M€)	31 840	30 895	31 177
Nbre d'actions	1 648 858 606	2 648 885 383	2 648 885 383
Cours action (€)	15,6	12,14	10,38
Valeur FP (m€)	25 722	32 157	27 495
Levier financier	55%	49%	53%

Nous proposons de retenir un levier financier pour les activités fixes régulées de 50%, en ligne avec le niveau constaté sur France Telecom. Toutefois, il est important de souligner que ce niveau nous semble très conservateur pour une activité régulée dont les revenus sont totalement récurrents et prédictibles.

COEFFICIENT DE RISQUE SPECIFIQUE (BETA)

L'Autorité propose de retenir un bêta de 0,8 pour la période 2013-2015. L'analyse de sa variation sur les dernières périodes laisse penser que cette valeur est largement surévaluée. Les télécommunications constituent un service indispensable dont la rémunération est payée sous forme d'abonnement. L'activité est donc structurellement moins soumise aux aléas conjoncturels que celles d'autres secteurs et les opérateurs télécoms paraissent être des valeurs refuges. A ce titre, il est intéressant de noter que le Beta de France Telecom a fortement baissé depuis 5 ans. La moyenne 5 ans du Beta ressort ainsi à 0,36, comme l'illustre le graphique ci-dessous.



Source : Bloomberg

Par ailleurs, il est important de souligner que l'activité fixe régulée bénéficie d'un environnement unique, non concurrentiel, avec une très forte récurrence des profits et décorrélée en grande partie du marché des actions.

Dès lors et dans un logique conservatrice nous proposons de retenir un Beta de 0,5 pour la période 2013-2015.

CONCLUSION

Le groupe Iliad souhaite faire part de sa surprise concernant la proposition d'augmenter le coût du capital à 9,5% des activités régulées de la boucle locale fixe, compte tenu (i) qu'à méthode constante, le coût du capital baisse, (ii) que les paramètres de marchés font ressortir un coût du capital pour France Telecom très inférieur à celui retenu (iii) que la remise à plat des paramètres fait ressortir un coût du capital pour la boucle locale de 6,5%.

	Proposition 2013-2015	Methode constante	France Telecom	Proposition Iliad
Rf	3,70%	2,59%	2,59%	2,59%
B	0,8	0,8	0,4	0,5
Rm-Rf	5%	5%	5%	5%
Rd	1,4%	1,4%	0,6%	0,7%
T	36,1%	36,1%	36,1%	36,1%
TE	60%	60%	47%	50%
TD	40%	40%	53%	50%
ke	7,7%	6,6%	4,6%	5,1%
kd	5,8%	5,8%	5,2%	5,0%
K	9,5%	8,5%	6,2%	6,5%

(i) un coût du capital en légère baisse à méthode constante :

Nous sommes surpris que la proposition de l'Autorité sur le coût du capital aboutisse à une hausse de ce dernier, alors que nous sommes dans un environnement de taux historiquement bas. Notre incompréhension est d'autant plus forte qu'à méthode constante, le taux du capital aurait du légèrement reculer pour s'établir à 8,5%.

Dans sa proposition l'Autorité retient un coût du capital en valeur nominal avant impôts à 9,5%, en hausse de 0,9 point par rapport à celui établi par la décision n° 2011-1466 du 22 décembre 2011. Cette hausse résulte uniquement du changement de méthode d'évaluation du taux sans risque (Rf) proposé par l'Autorité.

(ii) des paramètres de marché faisant ressortir un coût du capital à 6,2% pour France Telecom :

Une hausse du coût du capital paraît d'autant moins justifiée, que cela aboutirait à renforcer la position actuelle de surprofit généré par France Telecom sur les activités fixes régulées. Effectivement, le coût du capital calculé du Groupe France Telecom sur la base des éléments de marché pour le bêta, le coût de la dette et le levier financier fait ressortir un coût du capital avant impôts de 6,2%, soit 3,9 points de moins que celui proposé.

(iii) la remise à plat des paramètres fait ressortir un coût du capital de 6,5% :

En intégrant les évolutions proposées sur l'estimation des principaux paramètres, le calcul établit un taux du capital de 6,5%, ce qui paraîtrait plus cohérent que le taux actuel (ainsi que le taux proposé). Un taux de rémunération du capital de 6,5% permet ainsi d'assurer une rentabilité raisonnable proportionnée au risque, et n'octroyant pas de rente de situation sur la boucle locale filaire en quasi monopole. Ce niveau serait d'ailleurs assez comparable à celui calculé pour France Telecom ainsi qu'à celui appliqué dans d'autres activités régulées (cf. Taux du capital GrDF présenté ci-après).

	GrDF
<i>Organisme</i>	<i>CRE</i>
<i>Source</i>	<i>JO</i>
<i>Date</i>	<i>09/06/2012</i>
Taux sans risque	2,20 %
Spread de la dette	0,60 %
Coût dette avant IS	2,80 %
Beta des actifs	0,46
Beta des fonds propres	0,76
Prime de marché	5,00 %
Levier	50,00 %
Taux IS	34,43 %
Coût fond propres av IS	9,15 %
K avant IS	5,98 %