



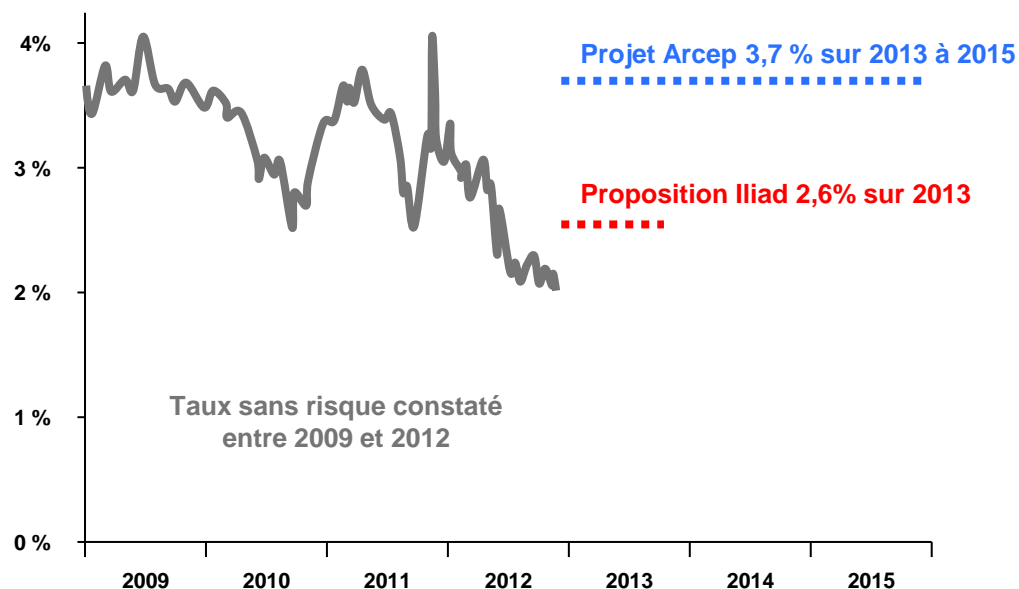
Taux de rémunération du capital des activités régulées sur les réseaux fixes de France Télécom

Décembre 2012

- L'Autorité a mis en consultation un projet de décision fixant le taux de rémunération du capital pour les activités régulées de France Télécom pour les trois prochaines années. Ce taux de rémunération participe à la formation du prix des offres régulées, en particulier le dégroupage et la location du génie civil.

- La taux de rémunération du capital résulte d'un calcul complexe, dont les principaux paramètres sont :
 - Le taux sans risque à 10 ans
 - La prime de dette de la société France Télécom, majorant ce taux sans risque
 - Le coût de la dette de France Télécom
 - Le coût des capitaux propres
 - L'effet de levier financier entre dette et coût du capital
 - Le coefficient de risque spécifique β

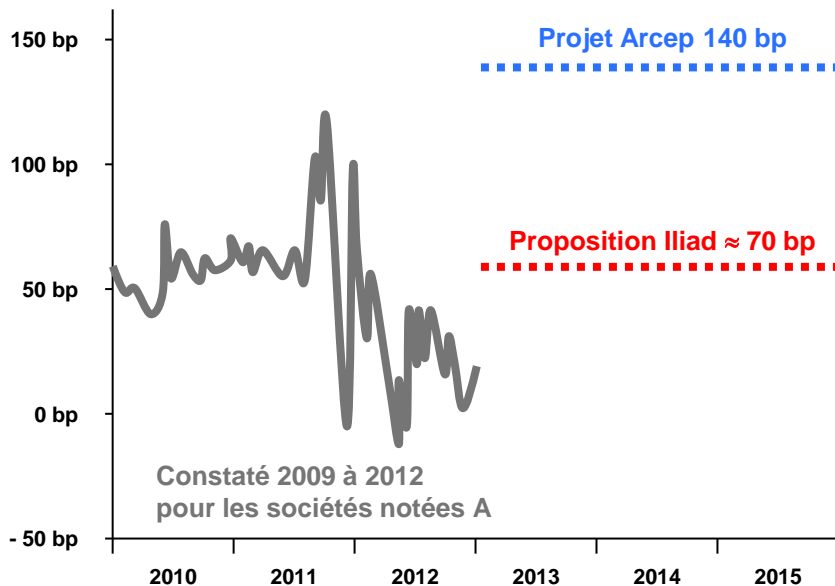
- Cette présentation vise à montrer que plusieurs de ces paramètres sont surévalués dans le projet de décision, et dans des proportions qui nous paraissent difficilement justifiables. Des propositions alternatives sont formulées.



L'Autorité propose de changer la méthode de calcul du taux sans risque, ce qui aboutit à une majoration de celui-ci par rapport aux taux constatés sur le marché. Or, rien ne semble indiquer à court terme une remontée du taux sans risque.

Iliad propose donc de maintenir la méthode habituellement utilisée par l'Autorité : décision annuelle de fixation du taux sans risque et fixation pour 2013 le taux moyen constaté en 2012, soit 2,6%.

Dans l'hypothèse d'une décision sur 3 ans, un taux de l'ordre de 3% paraîtrait plus crédible que le taux de 3,7%, qui ne semble avoir aucune chance d'être atteint de manière stable et en moyenne sur les trois prochaines années.



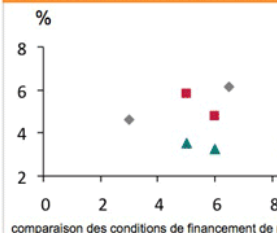
Le groupe France Télécom Orange est noté en moyenne A- (Moody's : A3 ; S&P : A- ; Fitch : BBB+). La prime de dette des sociétés A est de l'ordre de 50 points de base (bp) sur les trois dernières années.

Les émissions de dettes du groupe France Télécom sur les trois dernières années montrent une prime de dette comprise entre 60 et 75 points de base (novembre 2012 1,2 Mds€ à 70 bp ; juin 2012 1 Mds€ à 64 bp ; septembre 2012 500 M€ à 60 bp).

L'Autorité propose une prime de dette de 140 points de base, ce qui ne semble pas justifiable. Nous proposons une prime de dette de 60 à 70 points de base, identique à la prime de dette retenue par l'Autorité pour la régulation des activités mobile du groupe Orange.



continuer à bénéficier des r
du secteur...



- maturité moyenne en hausse, à 9,4 ans (contre 9 ans à fin 2011) soit la maturité moyenne la plus longue du secteur en Europe
- coût moyen de la dette obligataire à 5,24 % au T3 12 (après 6,20 % au S1 12)
- notation: :

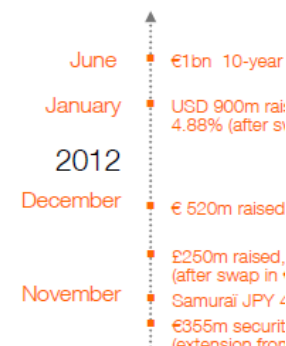
France Telecom has secured a solid liquidity position at attractive conditions

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

main debt raising transaction and early 2012

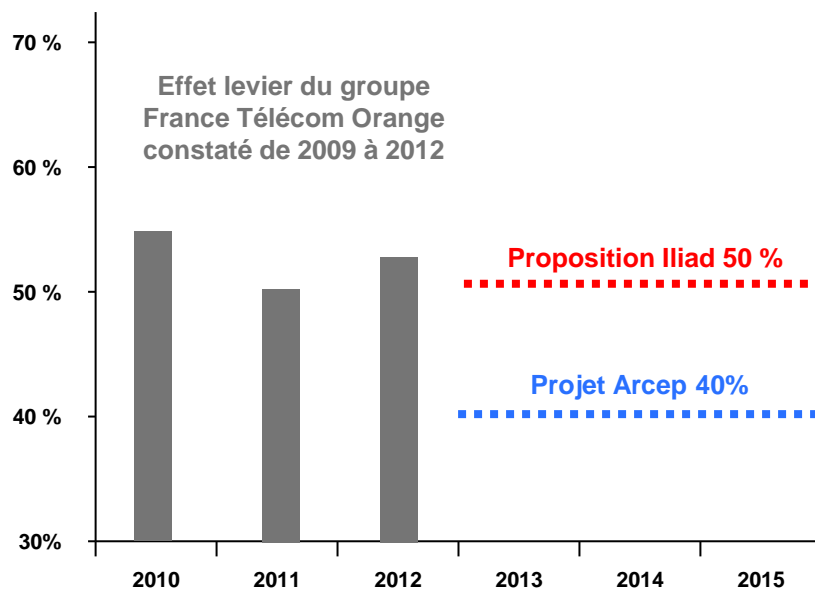


Extrait de la communication financière,
site Internet Orange, septembre 2012

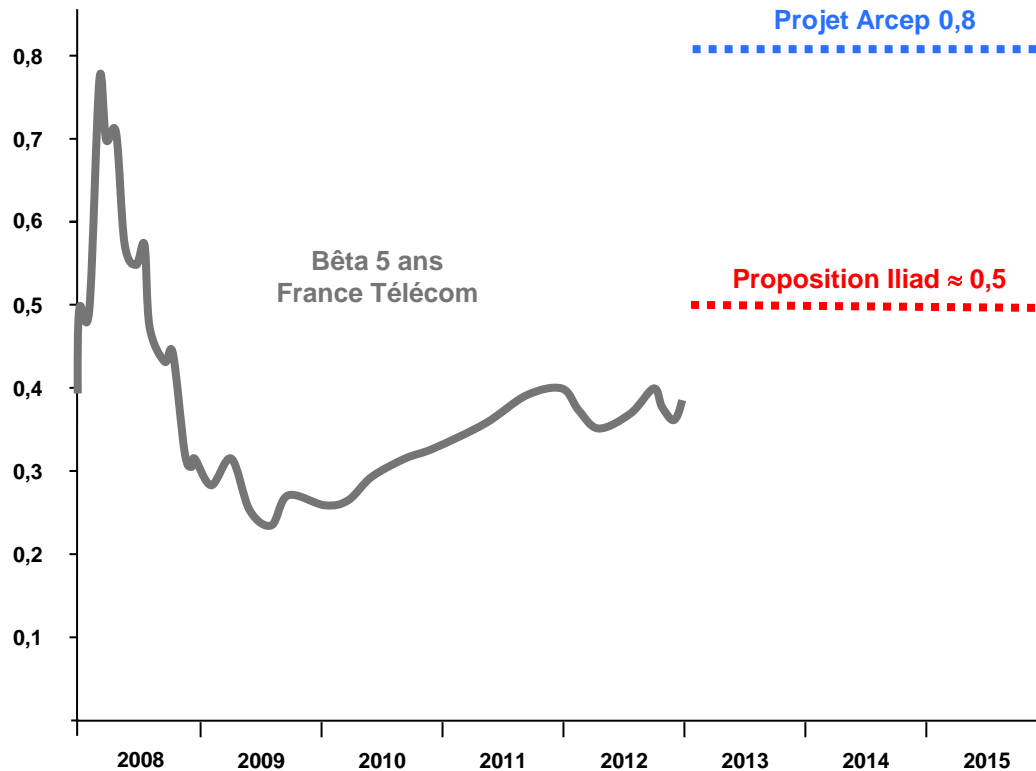
Extrait de la communication financière Orange
aux investisseurs obligataires, juin 2012

Le stock de dette est en moyenne était au taux moyen de de 5,24% en septembre. Le groupe France Télécom Orange emprunte désormais à un taux moyen de 3,82% en moyenne monde. Les dettes en euro ont été levées au taux moyen de 3,5% sur les trois dernières années, ce qui tend à faire baisser le taux moyen de la dette.

Nous proposons de retenir un taux compris de l'ordre 5% correspondant au taux réel de la dette de France Télécom en 2013 compte tenu de leur taux d'emprunt actuel. Le taux du projet Arcep à 5,8% ne peut être raisonnablement atteint.



L'effet levier proposé par l'Autorité pour les prochaines années paraît sensiblement inférieur à l'effet de levier réel sur les dernières années. Nous proposons de retenir un effet levier de l'ordre de 50%, en ligne avec la réalité.



Le β des activités télécoms a été très élevé après l'explosion de la bulle Internet et celui de France Télécom est resté élevé jusqu'à 2007, c'est-à-dire pendant la phase de développement de la concurrence en France. Ce cycle est désormais terminé, au moins sur le fixe.

Depuis quatre ans, le β de France Télécom est relativement stable et faible, compris entre 0,25 et 0,4. La Projet de décision fixe un β à 0,8, qui paraît très élevé au regard de la réalité du marché. Nous proposons de fixer un β plus réaliste, compris entre 0,3 et 0,5.

- Les paramètres concourant à fixer le taux de rémunération du capital figurant dans le projet de l'Autorité paraissent surévalués par rapport à la réalité du marché et, pour certains, difficiles à justifier.
- Avec ces paramètres, le taux de rémunération du capital Arcep serait supérieur de 60% à celui retenu par la CRE pour les réseaux d'électricité (9,6% vs 5,9%), sans qu'une telle différence n'ait d'explication évidente.
- Le groupe Iliad proposera donc, dans sa réponse à la consultation publique, une adaptation des paramètres retenus pour les rapprocher de la réalité de marché et revenir à taux de rémunération plus raisonnable pour les activités régulées.

	Décision CRE	Projet Arcep	Proposition Iliad
Taux sans risque	2,2%	3,7%	≈ 2,6%
Prime de dette (spread)	60 bp	140 bp	70 bp
Coût de la dette	2,8%	5,8%	≈ 5%
Effet levier	50%	40%	50%
Beta	0,46	0,8	≈ 0,5
Taux K	5,9%	9,5%	≈ 6,5%