



# Services de télécom. mobile



15 avril 2005

Pondération sectorielle  
**Surpondérer**

**Sélection de valeurs**

La préférée

**Deutsche Telekom**

La moins attractive

**KPN**

**Données sectorielles**

|                             |                  |
|-----------------------------|------------------|
| Pondération MSCI            | 8.7              |
| Pondération SG              | 10.1             |
| Bêta moyen (5 ans)          | 1.12             |
| Bêta actuel (2 ans)         | 0.75             |
| Var. 1m estimation BPA IBES | -                |
| <b>Performance (%)</b>      | <b>1m 3m 12m</b> |
| Ind. sect. MSCI             | -0.3 -1.9 7.5    |
| Rel. MSCI Europe            | -0.5 -6.6 -1.7   |

## Marché mobile français : la palme à SFR dans un environnement en ralentissement

- Comme dans le reste de l'Europe, la croissance du marché français poursuivra son ralentissement en 2005. Avec une hausse des clients estimée à moins de 6% (8% en 2003, 7% en 2004/effet de base progressivement moins favorable), soit 2.6 millions de nouveaux clients tout de même, le rythme de croissance faiblit. Au niveau du chiffre d'affaires, les *guidances* sont prudentes, mais reflètent l'inévitable maturité du marché : chiffre d'affaires réseau en augmentation de 7% pour Bouygues Telecom (11% en 2004), 7-8% pour Orange (8% en 2004) et 3-5% chez SFR (8% en 2004), avec un ARPU marché en faible croissance (1.7% contre 1.9% en 2004). Après 2005, l'augmentation du nombre de clients devrait diminuer à quelques points de pourcentage par an, celle de l'ARPU s'accroissant (moindre baisse des prix régulés/maturité de la base). Enfin, les *guidances* prudentes de marge (peu ou pas d'amélioration hors Bouygues Telecom) indiquent que les stratégies d'amélioration de rentabilité ont porté leurs fruits et que la croissance est derrière nous.
- Dans cet environnement en stabilisation, les performances ressortent assez divergentes : le profil d'Orange est dominé par la baisse inéluctable de sa part de marché (malgré l'efficacité du travail de rétention de clients) et par une rentabilité insuffisamment supérieure à celle de SFR. Ce dernier combine l'impact visible d'une politique commerciale dynamique (part de marché des nouveaux clients élevée) et d'un niveau de rentabilité honorable, mais ressort pénalisé en fin de période si son taux de résiliation ne recule pas. Bouygues Telecom, enfin, bénéficie du meilleur potentiel de croissance, qui aurait néanmoins pu être mieux exploité, et sa rentabilité demeure structurellement en retrait par rapport à celle des deux leaders.
- Au total, notre analyse du marché mobile français n'induit pas de changement de nos recommandations, prudentes sur les différents titres marqués par un ralentissement des profils de croissance, des résultats de plus en plus prévisibles, et un appauvrissement du flux de nouvelles : Achat sur France Télécom, mais dans un *trading range* de 22 €-25 € (FV : 27 €) ; Conserver sur Vivendi (FV : 25.9 €, potentiel de valorisation limité à court terme) ; Vendre sur Bouygues (FV : 30 €, croissance qui va diminuant et valorisation de marché trop élevée).

**Recommandations clés**

| Reco           | Cours au 14/04 | FV 12m | PER 05 (x) | VE/Ebitda 05 (x) | Rdt div. 04 (%) | Commentaires   |
|----------------|----------------|--------|------------|------------------|-----------------|--|
| France Télécom | Achat 23.27 €  | 27.0   | 10.8       | 5.4              | 2.1             | Incertitudes accrues avant de rencontrer le nouveau management lors de l' <i>investor day</i> prochain |
| Vivendi        | Csv 23.44 €    | 25.9   | 15.4       | 6.6              | 2.5             | Dynamique bénéficiaire en ralentissement/politique de dividendes non optimisée                         |
| Bouygues       | Vendre 31.46 € | 30.0   | 14.4       | 5.6              | 2.4             | Maturité progressive + interrogations sur la stratégie de développement/réemploi du cash excédentaire  |

**Edwin Hagan-Emmin (V. Spéc.)**  
(44) 20 7762 5732  
edwin.hagan-emmin@sgcib.com

**Thierry Cota**  
(33) 1 42 13 84 45  
thierry.cota@sgcib.com

**Stéphane Beyazian**  
(33) 1 42 13 45 04  
stephane.beyazian@sgcib.com

**Aude de Bretteville**  
(33) 1 42 18 05 14  
aude.de-bretteville@sgcib.com



## Sommaire

### **4 Résumé conclusion**

4 Un *soft landing* de moins en moins attrayant

### **7 Parts de marché : Bouygues profite modestement du recul d'Orange**

7 Pénétration : encore un bon cru en 2004, ralentissement prévu à partir de 2005

8 Parts de marché : convergence structurelle mais stratégies différenciées

12 Des profils de clients relativement proches

13 MVNO : les réseaux jouent la montre

### **16 Chiffre d'affaires : le plus petit croît le plus vite**

16 ARPU : prime au leader

17 Chiffre d'affaires : des performances contrastées mais un ralentissement général

### **19 Rentabilité : des effets d'échelle évidents... pour qui sait les générer**

19 Marge EBITDA : une performance étonnante de SFR

21 Un chiffre d'affaires réseau plus élevé en pourcentage du chiffre d'affaires total pour le leader

22 SAC et SRC : le coût de la croissance

### **24 Investissements industriels : prime à la taille**

## Résumé conclusion

### **Un soft landing de moins en moins attrayant**

#### **Avantages et inconvénients du statu quo**

Deux jugements sont possibles sur le marché mobile français : un statu quo qui avantage tous les opérateurs ou bien un statu quo qui n'attire plus les investisseurs. En effet, le marché français présente des caractéristiques bien ambiguës :

- En positif, il ne progresse pas moins vite en nombre de clients que les autres marchés européens (environ 0.3%-0.5% par mois pendant les neuf premiers mois de l'année et 1%-1.5% par mois au quatrième trimestre). Le retard du taux de pénétration est largement compensé par un chiffre d'affaires par client nettement supérieur aux niveaux observés à l'étranger. Les taux de résiliation des différents opérateurs sont honorables (moyenne marché de 21%) mais devraient permettre au marché d'évoluer. La rentabilité moyenne des trois opérateurs ressort très proche du niveau médian des sociétés européennes mobiles cotées (marge EBITDA de 38% sur le chiffre d'affaires total) tandis que les investissements industriels, à un ratio moyen de 12% du chiffre d'affaires attendu pour 2005, se situent plutôt en retrait par rapport à la moyenne européenne (moindre duplication des réseaux/chiffre d'affaires par client plus élevé), permettant de dégager des cash flows libres attrayants.

- Moins favorablement, on peut observer que le marché est devenu de plus en plus statique et mature : le ralentissement de la croissance s'observe autant qu'ailleurs ; on ne constate pas de convergence rapide, et pourtant naturelle, des parts de marché (Bouygues Telecom reste à une part de marché aux environs de 20%, quels que soient les critères utilisés) et les marges ne semblent plus pouvoir progresser au-delà des niveaux moyens actuels, sauf pour Bouygues Telecom. A noter que ce scénario de non convergence serait encore conforté si Orange retournait à une politique plus agressive de gain de clients, passée la phase de désendettement de France Télécom. Toutefois, la maturité du marché mobile français empêche, à nos yeux, une remontée très marquée de la part de marché d'Orange sans un niveau d'investissements commerciaux probablement peu rationnel. Au total, la croissance générale ralentit rapidement.

Certes, pour les maison mères, après avoir été des moteurs de croissance, le rôle de « vache à lait » des filiales mobiles françaises se met avantageusement en place : réintégration d'Orange dans France Télécom et participation active au désendettement du groupe ; principe de distribution de la quasi-totalité du résultat de SFR après le dividende exceptionnel en 2004 ; pour Bouygues Telecom, après le remboursement des prêts d'actionnaires (actuellement accéléré par rapport au remboursement de la dette bancaire), mise en place probable d'un dividende significatif dans le futur. Au total, la prévisibilité de la performance et la génération de cash flows libres des sociétés mobiles françaises ressortent très attractives pour les maisons mères et déterminantes pour le profil de résultats de Vivendi et de Bouygues particulièrement.

Pour les investisseurs, en revanche, l'appauvrissement du flux de nouvelles et l'aplatissement de toutes les courbes de croissance empêchent les bonnes surprises, tant au niveau des résultats que des statuts boursiers.

### **Opérateurs : des rôles bien définis**

Dans ce contexte général, les performances de chacun des trois opérateurs, bien que proches en tendance, présentent des caractéristiques particulières et confortent nos recommandations globalement plutôt prudentes sur les trois titres.

#### ***Orange : une honorable maturité***

Orange subit inévitablement la maturité du secteur de manière plus prononcée que ses concurrents, avec une érosion progressive de sa part de marché qui devrait se poursuivre. A noter toutefois deux éléments contradictoires :

- La performance remarquable en termes de rétention des clients (coûts de rétention unitaires et taux de résiliation les plus bas du marché/une position normale pour l'opérateur historique mais réalisée avec succès) réussit à freiner la baisse de parts de marché clients à un niveau très progressif (au maximum un point de pourcentage par an).
- En revanche, la part de marché élevée du groupe devrait lui permettre d'atteindre un niveau de marge plus attractif que celui observé aujourd'hui. De fait, à 42% en 2005e au niveau de l'EBITDA, il ressort très proche de celui de SFR et plus bas que celui de la plupart des filiales nationales des opérateurs historiques européens. Nous maintenons notre recommandation d'Achat sur le titre France Télécom, mais dans une fourchette de *trading* de l'ordre de 22 €-25 €. En effet, le titre ne devrait pas varier fortement avant la réunion d'investisseurs prévue en mai-juin, qui permettra de présenter le nouveau président du groupe.

#### ***SFR : le profil le plus attractif***

SFR présente, à nos yeux, la meilleure combinaison d'agressivité commerciale (hausse de la part de marché des nouveaux actifs bruts depuis le début de la décennie de 32% à 40%, soit un niveau maintenant équivalent à celui d'Orange) et de rentabilité (marge d'EBITDA 2005e de 39%, soit une performance en ligne avec les comparables européens mais étonnamment proche de celle d'Orange France). En revanche, le taux de résiliation particulièrement élevé de SFR (24% contre 19% pour Orange et 21% pour Bouygues Telecom en 2005e) pourrait pénaliser la société en fin de décennie s'il n'est pas corrigé. En effet, avec la maturité du secteur, la performance commerciale de chaque opérateur dépend de sa capacité à conserver ses clients plus qu'à en acquérir de nouveaux. Le maintien du niveau actuel des performances de rétention de clients entraîne, en fin de période, un recul très progressif de la part de marché totale de SFR, qui demeure toutefois autour de 35%.

En termes boursiers, les analystes médias de SG Equity Research recommandent de Conserver le titre Vivendi, notamment en raison d'un potentiel de revalorisation limité et d'une capacité de bonnes surprises réduit à court terme, les deux commentaires s'appliquant particulièrement bien à SFR. Il convient de noter que les commentaires de SFR sur son propre profil de croissance d'activité (clients, ARPU, marge, etc.) sont les plus prudents des trois opérateurs, un paradoxe au regard d'une performance de l'actif, à nos yeux, globalement supérieure.

#### ***Bouygues Telecom : de l'art de la gestion des contraintes***

Bouygues Telecom tire les bénéfices et subit les conséquences d'une stratégie encadrée par des contraintes significatives : d'une part un opérateur historique et un numéro deux commercialement très présents, et d'autre part une orthodoxie financière rigoureuse et constante dans le financement de son développement commercial. Les résultats sont assez éclairants : quelle que soit la mesure utilisée, la part de marché de Bouygues Telecom en volume, en valeur, en chiffre d'affaires et en

résultats opérationnels n'atteint pas le quart d'un marché de trois opérateurs, même si son profil de croissance apparaît un peu plus dynamique que celui de ses concurrents. Du fait d'un réseau de distribution en propre nettement plus réduit que celui des deux autres opérateurs, d'un quasi-retrait du marché des prépayés (encore près de 40% du marché), et d'une politique très raisonnable sur les clients forfaits, Bouygues Telecom ne converge que très progressivement vers la part de marché de ses concurrents et surtout (au moins en termes de parts de marché clients) plus lentement que les opérateurs européens comparables.

Cette performance globalement mitigée est réalisée malgré un niveau de marge d'environ 30% qui ressort nettement plus élevé que celui de ses pairs européens, et que la société estime pouvoir faire encore progresser. Toutefois, l'amélioration attendue des marges ne suffit pas à compenser la lenteur de la hausse de la part de marché chiffre d'affaires et la taille du groupe reste notoirement inférieure à celle de ses concurrents. Si l'option stratégique de concentration sur l'amélioration des marges avait été reportée d'un ou deux ans, et si Bouygues avait pleinement tiré parti de la situation financière difficile de Vivendi et France Télécom en 2002-2003, la convergence des tailles respectives des différents acteurs aurait été plus rapide. De plus, le pari stratégique fait sur les MVNO pourrait fragiliser les positions du groupe s'ils parvenaient à se développer rapidement. Dans ce contexte, notre analyse du positionnement de Bouygues Telecom sur le marché mobile français ne nous amène pas à modifier notre recommandation de Vendre l'action Bouygues, fondée sur une valorisation de marché proche de notre fair value de 30 € et sur un ralentissement global de la croissance du groupe.

## Parts de marché : Bouygues profite modestement du recul d'Orange

### Pénétration : encore un bon cru en 2004, ralentissement prévu à partir de 2005

Le nombre de clients mobiles français a progressé de 7% en 2004 après +8% en 2003, soit 2.9 millions de nouveaux clients sur un total de 41.7 millions fin 2003 et un taux de pénétration de 74% à fin 2004. L'année a encore été marquée par une quasi-stabilité du nombre de clients prépayés (baisse de 15 000 sur un total de 17 millions), après la modeste hausse de 41 000 l'année précédente. La proportion de clients contrats atteint maintenant 62%, contre 59% à fin 2003.

Pour 2005, nous anticipons une progression un peu moins forte, avec une hausse de près de 6% du nombre total de clients mobiles, soit un taux de pénétration de 78%, la proportion de contrats progressant à 63%. A partir de 2006, et au-delà d'une pénétration de 80%, nous prévoyons un ralentissement de la croissance à environ 2.5% par an, soit un peu plus de un million de nouveaux clients chaque année.

#### Profil du marché français

|                                   | 2000   | 2001   | 2002   | 2003   | 2004   | 2005e  | 2006e  | 2007e  | 2008e  | 2009e  | 2010e  |
|-----------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Taux de pénétration total         | 49.4%  | 61.6%  | 64.0%  | 69.1%  | 73.9%  | 78.2%  | 80.5%  | 82.5%  | 84.5%  | 86.5%  | 88.5%  |
| Taux de croissance (%)            | 44.0%  | 24.6%  | 3.9%   | 8.0%   | 6.9%   | 5.8%   | 2.9%   | 2.5%   | 2.4%   | 2.4%   | 2.3%   |
| Nombre total de clients mobiles   | 29 681 | 36 997 | 38 585 | 41 683 | 44 552 | 47 144 | 48 531 | 49 737 | 50 943 | 52 148 | 53 354 |
| Hausse du nombre de clients (%)   | 44.0%  | 24.6%  | 4.3%   | 8.0%   | 6.9%   | 5.8%   | 2.9%   | 2.5%   | 2.4%   | 2.4%   | 2.3%   |
| Hausse du nombre de clients (000) | 9 062  | 7 316  | 1 588  | 3 098  | 2 869  | 2 592  | 1 387  | 1 206  | 1 206  | 1 206  | 1 206  |

Source : SG Equity Research

Un tel ralentissement de la croissance attendue peut paraître surprenant pour un pays dont le taux de pénétration est si visiblement inférieur au taux moyen de 90% qui vient d'être dépassé en Europe occidentale (dont la France) et sachant que l'on se situe à plus de 100% dans certains pays (Royaume-Uni). A noter toutefois :

- Les indications en provenance de l'industrie indiquent un taux de double carte SIM inférieur à 10% en France contre 10%-20% dans la plupart des pays européens.
- Les indications de niveaux d'inactivité sont différentes suivant les pays, et probablement plus précises en France en raison de la prédominance des clients contrats.
- La France n'a pas été une exception dans le ralentissement progressif observé en Europe.
- Un succès des MVNO à attirer de nouveaux clients pourrait nous conduire à relever nos prévisions de marché (meilleure dynamisation de l'environnement commercial).

## Parts de marché : convergence structurelle mais stratégies différenciées

Les parts de marché des trois opérateurs sont entrées depuis 2003 dans une phase de convergence, certes inéluctable, mais qui ressort extrêmement progressive au regard des positions de départ très différentes, et avec un scénario qui recèle certaines surprises.

### Part de marché par opérateur sur le marché mobile français

|                    | 2000  | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  | 2005e | 2006e | 2007e | 2008e | 2009e | 2010e |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Orange France      | 48.2% | 48.2% | 49.8% | 48.8% | 47.7% | 46.9% | 46.3% | 45.9% | 45.5% | 45.3% | 45.1% |
| SFR                | 34.2% | 33.9% | 35.1% | 35.3% | 35.5% | 35.5% | 35.4% | 35.2% | 35.1% | 35.1% | 35.0% |
| Bouygues Telecom   | 17.6% | 17.9% | 15.1% | 15.9% | 16.8% | 17.4% | 17.9% | 18.3% | 18.6% | 18.9% | 19.1% |
| Dauphin + Outremer |       |       |       |       | 0.0%  | 0.2%  | 0.4%  | 0.6%  | 0.7%  | 0.8%  | 0.8%  |
| <b>Total</b>       | 100%  | 100%  | 100%  | 100%  | 100%  | 100%  | 100%  | 100%  | 100%  | 100%  | 100%  |

Source : SG Equity Research

### Nouveaux clients bruts : avantage à SFR

L'analyse de la dynamique du marché des nouveaux clients bruts permet d'appréhender l'efficacité de la politique commerciale des opérateurs. Suivant nos estimations, après 40.9% en 2003, la part de marché d'Orange a un peu reculé à 40.5% en 2004. En revanche, celle de SFR a progressé à 39.8% et celle de Bouygues Telecom a de nouveau augmenté de 20.1% à 20.7%.

Sur plus longue période, on observe que la convergence n'est que très progressive. Bouygues Telecom n'est pas encore revenu au niveau de 20%-21% observé au début de la décennie. Rappelons que la société a apuré sa base de clients en 2002 et s'est en grande partie concentrée sur l'amélioration de ses marges depuis ce moment là. En revanche, SFR maintient à nouveau en 2004 un niveau de part de marché des nouveaux recrutements bruts particulièrement élevé, à près de 40% contre moins de 33% au début de la décennie. C'est donc surtout SFR, plutôt que Bouygues Telecom, qui bénéficie de l'affaiblissement de la position d'Orange depuis 2002 et du changement global de stratégie de France Télécom vers une plus grande attention à l'amélioration de ses marges.

### Part de marché par opérateur pour les nouveaux clients bruts

|                    | 2000  | 2001  | 2002  | 2003  | 2004  | 2005e | 2006e | 2007e |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Orange France      | 47.3% | 46.7% | 45.7% | 40.9% | 40.5% | 39.8% | 39.5% | 39.2% |
| SFR                | 32.8% | 32.0% | 37.6% | 39.0% | 39.8% | 39.8% | 39.4% | 39.4% |
| Bouygues Telecom   | 19.9% | 21.3% | 16.7% | 20.1% | 19.6% | 19.8% | 20.0% | 20.3% |
| Dauphin + Outremer |       |       |       |       | 0.1%  | 0.6%  | 1.1%  | 1.1%  |

Source : SG Equity Research

La performance de SFR est d'autant plus remarquable que Vivendi, comme France Télécom, se trouvait à l'époque dans une situation financière très difficile. Les performances des filiales mobiles françaises des deux groupes reflètent les options stratégiques très différentes retenues par leurs managements pour résoudre les problématiques de surendettement : France Télécom n'a vendu aucune activité importante, mais chaque filiale doit apporter sa contribution au désendettement du groupe, et le cash flow libre d'Orange France est l'un des facteurs importants de réduction de la dette de France Télécom (22% de l'EBITDA - investissements du groupe en 2004). En revanche, Vivendi a largement réduit son périmètre de consolidation (programme de cessions de grande ampleur) mais les activités restantes ont conservé toute leur marge de manœuvre pour poursuivre leur expansion commerciale.

Pour le futur, il nous semble difficile d'anticiper le retour à une part de marché d'Orange très élevée des nouveaux clients bruts et nous prévoyons une légère poursuite de l'érosion, à un niveau que la société estime pouvoir maintenir à long terme (environ 40%). A noter qu'il existe un scénario alternatif : il est possible qu'une fois achevée la phase indispensable de désendettement et d'amélioration des marges, Orange retourne à une politique plus agressive de gains de clients, dans un contexte où la croissance organique est devenue une des priorités du groupe France Télécom. Toutefois, la maturité du marché mobile français empêche, à nos yeux, une remontée très marquée de la part de marché d'Orange sans un niveau d'investissements commerciaux probablement peu rationnel. Par ailleurs, en raison de sa gestion prudente, Bouygues Telecom ne devrait pas être en mesure de se rapprocher d'un taux normatif de 33% du marché des nouveaux clients bruts, tandis que les 40% de SFR en 2004 devraient avoir été un maximum. Nos prévisions de part de marché des nouveaux clients bruts demeurent inchangées après 2007.

Nous n'avons pas pris en compte dans nos estimations l'impact des MVNO (voir commentaires détaillés plus bas). Si leurs projets se réalisent - plus de 3 millions de clients acquis d'ici 2008 en excluant les trois accords de licence (AOL/SFR, Universal Mobile/Bouygues Telecom, M6 Mobile/Orange) - ils pourraient avoir un impact favorable sur les parts de marché d'Orange et de SFR. A noter toutefois que si l'ART confirme l'obligation d'ouverture des réseaux, il est possible que Bouygues Telecom soit aussi amené à accueillir des MVNO sur son réseau. Dans un tel scénario, très éloigné de la situation actuelle, l'impact MVNO, réparti entre opérateurs, pourrait se révéler quasi nul en termes de part de marché. Nous attendons plus de visibilité sur la performance des MVNO pour modifier nos estimations.

### **Taux de résiliation : revanche du leader et mauvaise performance de SFR**

Face à la dynamique commerciale des ses deux challengers, Orange jouit d'un taux de résiliation nettement plus faible, à 18.9% en 2004 (bien qu'en légère hausse par rapport aux 18.3% de 2003), que celui de ses deux concurrents (stable à 24% chez SFR et en recul à 21% chez Bouygues Telecom). Cette meilleure performance est légitime pour l'opérateur historique à deux égards : d'une part il attire traditionnellement la clientèle la plus loyale (clientèle plus âgée et provinciale pour Orange France que pour ses concurrents), et d'autre part, du fait de sa taille, il se concentre plus naturellement sur la rétention des clients que sur le gain de nouveaux clients.

La stratégie des différents opérateurs ressort donc assez clairement : moindres gains de nouveaux clients bruts pour le leader, mais meilleure rétention des clients. Inversement, les deux challengers mènent une politique plus agressive de gains de clients bruts avec deux objectifs : gagner des parts de marché et compenser un taux de résiliation comparativement plus élevé et qu'ils n'ambitionnent plus de faire baisser. Rappelons qu'une part importante des résiliations (entre un tiers et la moitié) des clients contrats sont décidées par l'opérateur lui-même (créances non recouvrées, etc.).

**Taux de résiliation par opérateur**

|                    | 2000         | 2001         | 2002          | 2003         | 2004         | 2005e        | 2006e        | 2007e        |
|--------------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Orange France      | 20.5%        | 20.6%        | 21.6%         | 18.3%        | 18.9%        | 18.3%        | 18.0%        | 18.0%        |
| SFR                | 22.8%        | 20.0%        | 26.4%         | 23.6%        | 24.0%        | 23.8%        | 23.5%        | 23.5%        |
| Bouygues Telecom   | 22.3%        | 28.8%        | 44.5%*        | 24.4%        | 21.5%        | 21.0%        | 21.0%        | 21.0%        |
| Dauphin + Outremer |              |              |               |              | 0.0%         | 3.0%         | 5.0%         | 10.0%        |
| <b>Marché</b>      | <b>21.6%</b> | <b>21.9%</b> | <b>27.0%*</b> | <b>21.1%</b> | <b>21.1%</b> | <b>20.7%</b> | <b>20.4%</b> | <b>20.4%</b> |

\*2002 a été une année exceptionnelle pour Bouygues Telecom avec l'apurement de sa base de clients prépayés  
Source : SG Equity Research

Le taux global de marché présente des caractéristiques particulières :

- Le taux moyen reste quasiment stable, à 20% - 22% depuis plusieurs années.
- Cette stabilité masque les évolutions très fortes et opposées des deux segments. Ainsi, le peu d'intérêt des opérateurs de réseau pour la clientèle prépayée (reflété par un coût d'acquisition symbolique de moins de 30 €) ne devrait pas permettre d'abaisser le taux de résiliation de cette clientèle qui, dans nos estimations (pas d'indications de Bouygues Telecom), a doublé par rapport à 2000.

**Taux de résiliation des clients prépayés**

|                    | 2000         | 2001         | 2002         | 2003         | 2004         | 2005e        | 2006e        | 2007e        |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Orange France      | 17.1%        | 23.4%        | 29.4%        | 27.2%        | 31.3%        | 30.0%        | 30.0%        | 30.0%        |
| SFR                | 14.3%        | 25.2%        | 33.6%        | 36.3%        | 38.4%        | 38.4%        | 38.4%        | 38.4%        |
| Bouygues Telecom   | 21.2%        | 32.4%        | 72.0%        | 33.0%        | 32.0%        | 31.0%        | 31.0%        | 31.0%        |
| Dauphin + Outremer |              |              |              |              | 0.0%         | 3.0%         | 5.0%         | 10.0%        |
| <b>Marché</b>      | <b>17.0%</b> | <b>25.7%</b> | <b>37.8%</b> | <b>31.3%</b> | <b>34.0%</b> | <b>33.1%</b> | <b>33.0%</b> | <b>32.8%</b> |

Source : SG Equity Research

- En revanche, le recul prononcé du taux de résiliation contrat (baisse de moitié en quatre ans) l'amène à un niveau moyen d'environ 13%, que les opérateurs considèrent comme un plancher et qui ressort parmi les plus bas d'Europe.

**Taux de résiliation des clients contrats**

|                    | 2000         | 2001         | 2002         | 2003         | 2004         | 2005e        | 2006e        | 2007e        |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Orange France      | 22.7%        | 18.5%        | 15.0%        | 11.4%        | 10.4%        | 11.0%        | 10.9%        | 11.2%        |
| SFR                | 26.9%        | 15.6%        | 19.7%        | 13.4%        | 14.1%        | 14.8%        | 15.0%        | 15.4%        |
| Bouygues Telecom   | 24.3%        | 25.1%        | 21.3%        | 19.3%        | 15.6%        | 16.0%        | 16.1%        | 16.2%        |
| Dauphin + Outremer |              |              |              |              | 0.0%         | 3.0%         | 5.0%         | 10.0%        |
| <b>Marché</b>      | <b>24.3%</b> | <b>18.6%</b> | <b>17.7%</b> | <b>13.4%</b> | <b>12.6%</b> | <b>13.2%</b> | <b>13.3%</b> | <b>13.7%</b> |

Source : SG Equity Research

Alors que le taux de résiliation plus bas de l'opérateur historique est sans surprise, la performance de SFR s'avère plus surprenante, avec un taux particulièrement élevé et stable. Il est exact que le taux de résiliation élevé de SFR s'explique surtout par un taux supérieur à celui de ses concurrents pour les prépayés, dont le coût d'acquisition est particulièrement bas. Par ailleurs, la clientèle comparativement plus urbaine, jeune et exigeante de SFR correspond bien à un profil de taux de résiliation élevé. Enfin, selon la société, environ 55% des clients résiliataires sont en réalité des migrations internes, un taux qui pourrait être supérieur à celui observé chez les concurrents. Pour autant, dans une performance globale plutôt plus flatteuse que pour ses deux concurrents, le taux de résiliation élevé ressort comme l'un des rares exemples de sous-performance de la filiale de Vodafone et impacte sa performance en part de marché clients nets.

Nos prévisions de taux de résiliation sur le marché français ne présentent pas de rupture de tendance par rapport à la performance actuelle et nous les maintenons inchangées après 2007. Le risque sur nos prévisions provient non pas de la portabilité (de l'ordre de 50 000 par trimestre, en attendant toutefois un probable raccourcissement de la période intermédiaire entre seulement deux opérateurs) mais des MVNO (voir plus bas). Toutefois, l'hypothèse vraisemblable d'une maturité progressive du marché entraînant mécaniquement une baisse du taux de résiliation, non reflétée dans nos estimations, prend partiellement ce risque en compte.

### **Efficacité globale des stratégies commerciales : moins clair qu'on ne l'imagine**

Au total, Bouygues Telecom est le seul opérateur à voir sa part de marché progresser sur le marché mobile français, mais la performance d'Orange (en taux de résiliation) et de SFR (en part de marché des nouveaux clients bruts) empêche une convergence rapide. A cet égard, on peut constater qu'elle est nettement plus lente que dans le reste de l'Europe.

#### **Parts de marché combinées des challengers (3<sup>e</sup>, 4<sup>e</sup> et 5<sup>e</sup> opérateurs) par pays**

| Pays          | Opérateurs                 | Part de marché |              |              | Var. annuelle (%) |
|---------------|----------------------------|----------------|--------------|--------------|-------------------|
|               |                            | Déc. 2003      | Juin. 2004   | Déc. 2004    |                   |
| Autriche      | One, Tele. ring, 3 Austria | 28.8%          | 30.5%        | 33.8%        | 5.0%              |
| Pays-Bas      | T-Mobile, Telfort, Orange  | 27.1%          | 40.2%        | 40.8%        | 13.7%             |
| Grèce         | Stet Hellas, Q-Telecom     | 27.0%          | 28.5%        | 30.2%        | 3.2%              |
| Danemark      | Telia, 3 Denmark, Orange   | 21.9%          | 23.1%        | 26.8%        | 4.9%              |
| Espagne       | Amena                      | 22.0%          | 22.7%        | 24.5%        | 2.5%              |
| Portugal      | Optimus                    | 20.6%          | 20.1%        | 20.1%        | -0.5%             |
| Italie        | Wind, 3 Italy              | 17.9%          | 19.2%        | 22.0%        | 2.1%              |
| Suède         | Vodafone, 3 Sweden         | 15.8%          | 18.0%        | 19.6%        | 2.8%              |
| Suisse        | Orange                     | 17.8%          | 17.8%        | 17.4%        | -0.4%             |
| <b>France</b> | <b>Bouygues Telecom</b>    | <b>15.9%</b>   | <b>16.3%</b> | <b>16.8%</b> | <b>0.9%</b>       |
| Belgique      | Base                       | 13.0%          | 14.8%        | 16.7%        | 3.7%              |
| Finlande      | Finnnet Network            | 16.3%          | 13.7%        | 12.6%        | -0.7%             |
| Irlande       | Meteor                     | 5.3%           | 6.2%         | 7.9%         | 2.6%              |

Source : SG Equity Research

Le marché reste donc largement dominé par les deux opérateurs leaders, avec Bouygues Telecom en position de numéro 3 assez lointain. Certes, la part de marché du leader dans les nouveaux clients nets s'est (probablement définitivement) éloignée des niveaux proches de 50% observés encore en 2000 et 2001 et, à 32% en 2004, atteint un niveau mécaniquement tenable dans un marché à trois opérateurs. En revanche, au fur et à mesure que le marché devient de plus en plus mature, nos estimations montrent l'importance relative du taux de résiliation sur une base de clients de plus en plus grande par rapport à l'impact des nouveaux clients. Dans ce contexte, à taux de résiliation et part de marché dans les nouveaux clients bruts inchangés, la part de marché d'Orange dans les nouveaux clients nets atteint un point bas en 2007, puis se redresse assez sensiblement.

**Part de marché par opérateur pour les nouveaux clients nets**

|                    | 2000  | 2001  | 2002   | 2003  | 2004  | 2005e | 2006e | 2007e | 2008e | 2009e | 2010e |
|--------------------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Orange France      | 47.0% | 48.0% | 87.9%  | 35.9% | 32.2% | 32.5% | 28.7% | 27.9% | 31.0% | 33.8% | 35.7% |
| SFR                | 31.2% | 32.8% | 62.2%  | 38.0% | 38.2% | 36.0% | 29.8% | 29.6% | 30.9% | 32.2% | 32.8% |
| Bouygues Telecom   | 21.8% | 19.2% | -50.1% | 26.0% | 29.2% | 28.8% | 33.5% | 34.6% | 32.0% | 30.0% | 28.1% |
| Dauphin + Outremer |       |       |        |       | 0.4%  | 2.7%  | 8.0%  | 7.9%  | 6.1%  | 3.9%  | 3.4%  |
| <b>Total</b>       | 100%  | 100%  | 100%   | 100%  | 100%  | 100%  | 100%  | 100%  | 100%  | 100%  | 100%  |

Source : SG Equity Research

En revanche, la remontée spectaculaire de SFR, de moins d'un tiers au début de la décennie à 38% en 2003 et 2004, s'interrompt en 2006 (impact du taux de résiliation élevé sur un marché plus mature), tandis que celle de Bouygues Telecom fluctue autour de 30% sur l'ensemble de la période. De fait, contrairement à SFR, le numéro 3 du marché bénéficie de la baisse rapide de son taux de résiliation sur la période récente, qui compense sa performance mitigée sur les nouveaux clients bruts, alors que la situation de SFR est inverse. A noter toutefois qu'au total, SFR est en mesure de maintenir une part de marché mobile français stable à 35%, alors que Bouygues Telecom ne progresse que de deux points de pourcentage entre 2004 et 2010e, malgré une base de clients nettement plus faible.

**Des profils de clients relativement proches****Part des prépayés dans le total des clients**

|                    | 2000       | 2001       | 2002       | 2003       | 2004       | 2005e      | 2006e      | 2007e      | 2008e      | 2009e      | 2010e      |
|--------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| Orange France      | 45%        | 47%        | 44%        | 42%        | 39%        | 38%        | 37%        | 36%        | 35%        | 34%        | 33%        |
| SFR                | 42%        | 49%        | 47%        | 42%        | 39%        | 37%        | 36%        | 35%        | 34%        | 33%        | 32%        |
| Bouygues Telecom   | 49%        | 52%        | 38%        | 36%        | 34%        | 33%        | 33%        | 32%        | 32%        | 31%        | 30%        |
| Dauphin + Outremer |            |            |            |            | 87%        | 68%        | 68%        | 68%        | 67%        | 66%        | 66%        |
| <b>Total</b>       | <b>45%</b> | <b>49%</b> | <b>44%</b> | <b>41%</b> | <b>38%</b> | <b>37%</b> | <b>36%</b> | <b>35%</b> | <b>34%</b> | <b>33%</b> | <b>33%</b> |

Source : SG Equity Research

Le profil de clientèle illustre assez clairement les stratégies convergentes des opérateurs en place, de concentration sur les clients forfaits. A noter que les prépayés deviennent légèrement plus importants chez Orange que chez ses concurrents, reflétant une part de marché qui s'érode moins vite chez les prépayés que parmi les clients contrats.

**Part de marché prépayés**

|                    | 2000   | 2001   | 2002   | 2003   | 2004   | 2005e  | 2006e  | 2007e  | 2008e  | 2009e  | 2010e  |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Orange France      | 48.6%  | 46.4%  | 49.9%  | 50.0%  | 48.9%  | 48.1%  | 47.5%  | 47.0%  | 46.6%  | 46.3%  | 46.1%  |
| SFR                | 32.1%  | 34.4%  | 37.2%  | 36.3%  | 36.3%  | 35.8%  | 35.3%  | 35.0%  | 34.7%  | 34.6%  | 34.5%  |
| Bouygues Telecom   | 19.3%  | 19.2%  | 12.9%  | 13.8%  | 14.8%  | 15.8%  | 16.5%  | 16.9%  | 17.3%  | 17.6%  | 17.7%  |
| Dauphin + Outremer |        |        |        |        | 0.1%   | 0.3%   | 0.8%   | 1.1%   | 1.4%   | 1.6%   | 1.7%   |
| <b>Total</b>       | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

Source : SG Equity Research

**Part de marché contrats**

|                    | 2000   | 2001   | 2002   | 2003   | 2004   | 2005e  | 2006e  | 2007e  | 2008e  | 2009e  | 2010e  |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Orange France      | 47.9%  | 49.9%  | 49.7%  | 47.9%  | 47.0%  | 46.1%  | 45.7%  | 45.3%  | 45.0%  | 44.8%  | 44.6%  |
| SFR                | 35.9%  | 33.5%  | 33.5%  | 34.6%  | 35.0%  | 35.4%  | 35.4%  | 35.4%  | 35.3%  | 35.3%  | 35.3%  |
| Bouygues Telecom   | 16.2%  | 16.6%  | 16.8%  | 17.4%  | 18.0%  | 18.4%  | 18.7%  | 19.0%  | 19.3%  | 19.5%  | 19.7%  |
| Dauphin + Outremer |        |        |        |        |        | 0.1%   | 0.2%   | 0.3%   | 0.4%   | 0.4%   | 0.4%   |
| <b>Total</b>       | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% |

Source : SG Equity Research

En effet, deux facteurs se sont combinés :

- La stratégie des deux concurrents, plus concentrée sur les forfaits. Ainsi, parmi les clients contrat, la part de marché dans les nouveaux clients bruts d'Orange est maintenant inférieure à 38% et équivalente à celle de SFR, si bien que, malgré un taux de *churn* remarquablement plus bas que ses concurrents et en baisse (10% en 2004 contre 14% pour SFR et 19% pour Bouygues Telecom), la part de marché du leader recule de 1 point en 2004, à 47%.
- Une détérioration du taux de résiliation prépayés moins forte que celle de la moyenne du marché. Le taux moyen du marché a doublé de 17% en 2001 à 34% en 2004, alors que celui d'Orange (qui représente pourtant la moitié du marché) a augmenté de 17% à 31%.

## **MVNO : les réseaux jouent la montre**

### **Plusieurs manières de contourner l'obstacle**

Dans notre étude d'octobre dernier, nous avons détaillé les risques que représente, à nos yeux, le développement des MVNO pour les opérateurs établis. Le risque le plus important, à notre avis, recouvre une baisse importante des prix de marché que permettraient des conditions particulièrement attractives de coût de connectivité.

Dans ce contexte, les trois opérateurs de réseau affichent des stratégies très différenciées sur le sujet, mais toutes très prudentes, voire réticentes, et peu à même d'entraîner un bouleversement du marché.

### ***SFR : probablement le plus habile***

SFR apparaît comme l'opérateur le plus proactif et ressort à nos yeux comme le plus astucieux. La société compte cinq MVNO nationaux sur son réseau (Debitel, NRJ Mobile, Futur Telecom, neuf telecom et Cegetel) et a conclu un accord de licence avec AOL. Toutefois, les relations entre SFR et ses MVNO n'apparaissent pas particulièrement chaleureuses ou bienveillantes (voir les commentaires acides de neuf telecom sur les caractéristiques du marché mobile français, rapportés par la presse le jour même de l'annonce de lancement de son MVNO).

Ainsi, il est frappant de noter que SFR suit de près les développements commerciaux des MVNO présents sur son réseau et n'hésite pas à répliquer leurs offres. Plusieurs exemples militent dans ce sens : peu après le lancement par Debitel de son offre au compteur + abonnement mensuel, SFR a relancé (nouveau nom, nouveaux avantages) une offre similaire (Debitel a depuis interrompu la sienne alors que SFR continue à en proposer une). De même, Cegetel a annoncé son MVNO ciblant les PME (après des déclarations antérieures des dirigeants de SFR hostiles à un tel projet) le jour même où celui de neuf telecom était rendu public. Enfin, l'offre de NRJ Mobile est concentrée sur la musique alors que le produit UMTS de SFR se distingue de celui d'Orange par un accent plus fort sur l'offre musicale. Au total, nous estimons que la stratégie de SFR est particulièrement habile : accueillir largement les MVNO sur son réseau (bénéficiaire du chiffre d'affaires de gros éventuel/affichage d'une politique appréciée des autorités politiques et réglementaires) mais leur laisser une marge de manœuvre commerciale limitée.

**Orange : une approche nettement plus restrictive... jusqu'à la semaine dernière**

En revanche, Orange ressortait rétrospectivement comme nettement moins proactive : la société comptait seulement la semaine dernière deux MVNO, Breizh Mobile (limité pour l'instant à la Bretagne) et M6 Mobile, avec lequel il s'agit d'un accord de licence dans un premier temps. Certes, le groupe a négocié avec d'autres candidats MVNO, mais certains sont aujourd'hui sur le réseau SFR (NRJ Mobile). En revanche, le groupe vient de signer un accord avec Tele2 à des conditions très en retrait de celles demandées initialement par l'opérateur alternatif et très proches de celles de la majorité des autres MVNO (GSM seulement, contrat de 9 ans, approche retail minus, exclusivité de trois ans).

**Bouygues Telecom : une position hostile affichée**

Bouygues Telecom continue à être très réticente sur les projets MVNO, aussi bien au niveau du discours (position publique très affirmée) que dans les faits (pas de MVNO sur son réseau pour l'instant). Il n'est pas impossible qu'une action plus musclée du régulateur contraigne le troisième opérateur français à ouvrir son réseau.

**L'ART au pied du mur ?**

Il nous paraît peu vraisemblable que la situation actuelle demeurera en l'état, au regard du flux de nouvelles actualités :

- L'ART a déjà intégré dans sa revue de marché les commentaires des différents acteurs du secteur, et l'avis du Conseil de la concurrence (non coercitif mais publié) cautionne entièrement l'analyse du régulateur et dresse d'ailleurs un tableau encore plus sévère que l'ART sur le niveau de concurrence du marché mobile français. La notification par l'ART de son analyse de marché à la Commission européenne vient d'intervenir et un ultime blanc-seing est attendu. A terme, il nous semble que le régulateur pourrait être amené à prendre des positions plus affirmées en termes de coût de connectivité, sans pouvoir rester sur le principe général de « conditions raisonnables ». A noter que le Conseil de la concurrence (présidé depuis peu par Bruno Lasserre, qui a passé l'essentiel des années 1990 à des postes de régulation ou d'analyse économique du secteur télécoms) a détaillé le concept de « conditions raisonnables » en indiquant qu'elles devaient permettre aux MVNO d'en exiger à tout moment une révision/adaptation afin qu'ils puissent sécuriser leur développement.
- Lors de l'annonce du lancement de son MVNO, neuf telecom a clairement indiqué que dès que les conditions de connectivité et de contrôle du réseau se seront améliorées, la société a l'intention de lancer un MVNO élargi, ciblant non seulement les PME, mais également le grand public. En termes de contrôle de réseau, neuf telecom a deux requêtes : utiliser son propre réseau fixe pour l'acheminement des communications (et non celui de TD au travers de son accord avec SFR), et conclure ses propres accords d'itinérance internationaux. La société insiste bien qu'elle ne mentionne pas de contrôle d'éléments du réseau mobile lui-même et notamment des HLR (alors que l'avis du Conseil de la concurrence cite le nonaccès aux infrastructures comme un frein à la concurrence MVNO).
- Rappelons enfin la position du gouvernement. M. Devedjian a déclaré, fin février, que l'arrivée des MVNO n'avait pas encore produit l'effet escompté sur le niveau de concurrence en France. Il reste à voir si la position du ministre de l'Industrie sera modifiée par l'arrivée de M. Breton comme ministre de tutelle. Il faut noter que le ministre délégué ne s'est plus fait entendre sur ce sujet depuis la prise de fonction, certes récente, du nouveau ministre de l'Économie.

Au total, il est probable que le lancement de quelques MVNO, ciblant souvent des clientèles relativement limitées, ne saurait durablement satisfaire les autorités politiques et réglementaires françaises. Certes, le marché français nous paraît encore trop bien contrôlé pour mettre en péril les plans d'affaires des opérateurs établis, nos prévisions probablement jusqu'en 2007, et les statuts boursiers des titres. De plus, il nous paraît probable que l'ART ne souhaitera pas, à court terme, aller au-delà de son exigence actuelle d'ouverture « raisonnable » du réseau. En revanche, la visibilité sur la période ultérieure ressort, à nos yeux, moins claire que par le passé.

#### Objectifs commerciaux annoncés par les MVNO (hors Tele2)

|               | Cible commerciale  | Objectif fin 2005 | Objectif fin 2006 | Objectif mi-2008 |
|---------------|--------------------|-------------------|-------------------|------------------|
| Debitel       | Générale           | 100 000           | 500 000           |                  |
| Breizh Mobile | Ouest de la France | 100 000           |                   |                  |
| Futur Telecom | PME et TPE         | 20 000            |                   |                  |
| NRJ Mobile    | 9-19 ans           |                   |                   | 1 000 000        |
| Cegetel       | PME et TPE         |                   |                   |                  |
| Neuf telecom  | PME et TPE         |                   |                   |                  |

Source : SG Equity Research

Si les objectifs publics des MVNO sont atteints, on comptera plus de 1 million de clients fin 2008 pour chacun des deux MVNO nationaux (Debitel, NRJ) et non concentrés sur la clientèle entreprises, et l'ensemble des MVNO pourraient dépasser 3 millions de clients à cette date. Sur la base de nos estimations, un tel objectif représente environ 7% de part de marché dans les nouveaux clients bruts (dont on compte environ 11 millions par an au total). Nous ne modifions pas pour l'instant nos prévisions de marché dans l'attente du lancement effectif de certains acteurs (NRJ, neuf telecom) et d'une meilleure visibilité sur les plans d'affaires. Tele2 n'a pas annoncé d'objectif officiel mais une hypothèse de 10% de sa clientèle fixe chaque année aboutirait à 300/400 000 clients acquis annuellement (soit 10% de part de marché des clients bruts pour les MVNO, contre 7% hors Tele2).

Une part de marché des nouveaux clients bruts de 10% serait considérable et correspondrait à l'équivalent de 50% de celle de Bouygues Telecom ou de 25% de celle de SFR ou Orange. Sachant que la majorité serait attribuable aux MVNO présents sur le réseau de SFR et le reste sur celui d'Orange, sur la période considérée, les impacts pourraient être les suivants (hors effet de l'augmentation du marché liée à l'action commerciale des MVNO) :

#### Impact des MVNO sur le profil commercial des opérateurs de réseau

|   | Orange | SFR   | Bouygues | Autres |
|---|--------|-------|----------|--------|
| Part de marché actuelle clients bruts 2005e - 2008e   | 39.5%  | 39.5% | 20%      | 1%     |
| Part de marché clients bruts 2005e - 2008e avec MVNO  | 41.9%  | 43.9% | 14.2%    | 1%     |
| Delta du nombre de clients (en milliers)/Hypothèse : un tiers des clients pris au réseau hôte | 1 150  | 2 000 | -3 150   | 0      |
| Delta du nombre de clients (en % du nombre de clients fin 2004) pour chaque réseau hôte       | 51%    | 13%   | 42%      |        |

Source : SG Equity Research

Dans le calcul ci-dessus, nous n'avons pris en compte ni le nombre potentiel de clients Universal Mobile (120 000 début 2005), ni celui de M6 Mobile (1 million attendu mi-2008), ni celui d'AOL (pas d'objectif public) dont les accords avec les opérateurs sont pour l'instant des accords de licence et non de MVNO, ni surtout une expansion plus forte qu'attendu du marché mobile français.

## Chiffre d'affaires : le plus petit croît le plus vite

### ARPU : prime au leader

L'évolution des ARPU reflète les positionnements différents des trois opérateurs : progression de 4% de l'ARPU d'Orange en 2004 contre 0% pour SFR (2% à méthodes comptables constantes) et un recul de 1% pour Bouygues Telecom (les ARPU présentés dans le tableau ci-dessous ne correspondent pas aux ARPU présentés par les sociétés, mais à un calcul simple et surtout uniforme de chiffre d'affaires réseau annuel divisé par le nombre moyen de clients sur l'année). Cette évolution différenciée du revenu par abonné reflète l'effet de dilution de l'acquisition de clients supplémentaires (Bouygues Telecom) ou la maturité progressive d'une base de clientèle qui change moins souvent que chez les concurrents (Orange). Rappelons tout de même que l'ARPU d'Orange est le plus bas du marché.

#### Profil d'ARPU du marché français (en €)

|                       | 2001        | 2002         | 2003        | 2004        | 2005*       | 2005e        | 2006e       | 2007e       | 2008e       | 2009e       | 2010e       |
|-----------------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Bouygues              | 34.4        | 35.5         | 39.5        | 39.3        | 38.7        | 45.8         | 45.4        | 45.9        | 46.9        | 47.5        | 48.1        |
| Orange                | 32.3        | 31.4         | 31.1        | 32.3        | 33.6        | 36.8         | 37.7        | 38.6        | 39.8        | 40.9        | 42.0        |
| SFR                   | 35.6        | 35.2         | 35.4        | 35.4        | 35.8        | 40.3         | 40.7        | 41.3        | 42.1        | 43.2        | 44.3        |
| <b>Marché (€)</b>     | <b>33.8</b> | <b>33.4</b>  | <b>33.9</b> | <b>34.6</b> | <b>35.3</b> | <b>39.6</b>  | <b>40.1</b> | <b>40.9</b> | <b>41.9</b> | <b>43.0</b> | <b>44.0</b> |
| <b>% de variation</b> |             |              |             |             |             |              |             |             |             |             |             |
| Bouygues              |             | 3.2%         | 11.4%       | -0.6%       | -1.5%       | 16.5%        | -0.8%       | 1.1%        | 2.0%        | 1.3%        | 1.2%        |
| Orange                |             | -2.7%        | -1.2%       | 4.1%        | 3.8%        | 13.8%        | 2.5%        | 2.3%        | 3.1%        | 2.9%        | 2.6%        |
| SFR                   |             | -1.3%        | 0.7%        | 0.0%        | 1.2%        | 13.8%        | 1.0%        | 1.5%        | 1.9%        | 2.6%        | 2.6%        |
| <b>Marché</b>         |             | <b>-1.2%</b> | <b>1.6%</b> | <b>1.9%</b> | <b>2.0%</b> | <b>14.9%</b> | <b>1.4%</b> | <b>1.8%</b> | <b>2.5%</b> | <b>2.5%</b> | <b>2.3%</b> |

\* Avant abandon du *bill and keep*  
Source : SG Equity Research

A l'avenir, nous anticipons une progression de l'ARPU de 1%-2% par an pour Bouygues Telecom, contre environ 1.5%-2.5% pour SFR et 2%-3% par an pour Orange France. L'ARPU nettement plus haut de Bouygues s'explique essentiellement par un nombre de minutes consommées plus élevé que ses concurrents (plus de forfaits longs principalement) et par le lancement réussi d'i-mode (plus d'un million de clients, soit près de 15% de sa base de clientèle, et un ARPU incrémental d'environ 10 contre la moitié pour les concurrents). Le profil d'ARPU de Bouygues Telecom, moins favorable en tendance, reflète une hausse plus lente du nombre de minutes (dilution des clients de qualité/promotion des mini-forfaits et contrats à faible durée avec le lancement de Universal Mobile). A noter que nous n'avons pas inclus dans nos estimations l'effet dilutif sur l'ARPU de SFR et d'Orange, réseaux hôtes, du succès éventuel des MVNO.

Les principaux éléments de prévision sont les suivants :

- La baisse régulée des tarifs de terminaison d'appel fixe à mobile explique la performance médiocre des années 2005 et 2006. Nous avons maintenu une baisse, non encore annoncée, pour 2007 (-15%) et un recul moins prononcé mais constant de 5% par an sur le reste de la période. Au-delà de l'évolution des prix fixe à mobile, dont l'impact diminue avec le temps (9% des minutes en 2005 et 7% attendu en fin de période), nous avons retenu une baisse des prix des minutes sortantes de 1.5%-2.5% par an (non validée par les sociétés) et, pour l'instant, une stabilité des charges de terminaison d'appel mobile à mobile (probablement régulées dans le futur/30% des minutes mais un prix déjà plus de 50% plus bas que celui des minutes sortantes dans nos estimations).

- Le passage probable à terme d'une facturation à la minute à une offre illimitée ou quasi illimitée, comme dans la ligne fixe, imposera un plafond à la progression éventuelle de la dépense télécom. mobile, même si l'absence en France d'un opérateur comme 3 (lancement récent + offre uniquement UMTS) pourrait freiner le processus.
- La tarification de l'itinérance internationale n'est pas actuellement réglementée et les enquêtes de la Commission européenne n'ont pas été en mesure d'identifier des preuves de collusion/constitution d'un cartel. Toutefois, ce marché est l'un des trois marchés mobiles identifiés par la Commission européenne dans le cadre de la revue des marchés pertinents et les opérateurs européens sont en train d'apporter des informations à l'ERG (European Regulators' Group) qui prévoit de rendre publiques en mai ses premières conclusions/recommandations sur le mode de régulation de ce marché. Par ailleurs, bien qu'il s'agisse de droits de terminaison internationaux plutôt que de stricte « itinérance », la FCC américaine, poussée par l'USTR (US Trade Representative), mène une enquête sur les charges de terminaison d'appels mobile sur les appels États-Unis/Europe pour des abonnés américains, avec à la clé une procédure possible devant la WTO. Rappelons que l'itinérance internationale représente environ 5% du chiffre d'affaires réseau des opérateurs français (et une part plus élevée de l'EBITDA), au plus haut niveau européen pour trois raisons : attractivité touristique de la France, importance économique et localisation géographique comme zone de transit.

Même hors effet MVNO, la légère supériorité du leader en termes de hausse de l'ARPU ne suffit toutefois pas à compenser l'effet de la diminution de sa part de marché sur l'évolution de son chiffre d'affaires.

### **Chiffre d'affaires : des performances contrastées mais un ralentissement général**

La combinaison des parts de marché et des ARPU aboutit à un profil de chiffre d'affaires qui devrait évoluer de manière différenciée et avec deux caractéristiques :

- Bouygues Telecom bénéficie de la hausse progressive de sa part de marché et d'un effet de base favorable. Néanmoins, comme pour les parts de marché, la convergence n'est que très progressive, avec le troisième opérateur encore à environ 20% du total en fin de période. A noter une différence de comptabilité entre les opérateurs qui favorise pourtant Bouygues Telecom : le chiffre d'affaires équipement de Bouygues Telecom est avant prise en compte des subventions sur les terminaux, alors que chez les deux concurrents, le chiffre d'affaires est net des subventions.
- Malgré les profils différents, le profil général est celui d'un ralentissement prononcé du chiffre d'affaires total du secteur pour l'ensemble des opérateurs après 2005-2006. A noter que 2005 est troublé par l'introduction de la facturation de la terminaison d'appels mobile à mobile et la fin du système du *bill & keep* qui singularisait la France du reste de l'Europe. Nous évaluons l'impact total du changement de méthode comptable en 2005 à un total d'environ 2.45 Md€ pour le secteur avec, proportionnellement, le plus petit opérateur le plus favorisé.

**Profil d'activité du secteur (chiffre d'affaires total)**

|                       | 2001          | 2002          | 2003          | 2004          | 2005e*        | 2005e         | 2006e         | 2007e         | 2008e         | 2009e         | 2010e         |
|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>(M€)</b>           |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| Bouygues              | 2 681         | 2 945         | 3 283         | 3 674         | 3 959         | 4 627         | 4 893         | 5 188         | 5 513         | 5 803         | 6 079         |
| Orange                | 6 892         | 7 651         | 7 983         | 8 601         | 9 248         | 10 145        | 10 694        | 11 092        | 11 583        | 12 025        | 12 251        |
| SFR                   | 5 606         | 6 146         | 6 733         | 7 183         | 7 681         | 8 557         | 8 967         | 9 266         | 9 629         | 10 082        | 10 562        |
| <b>Marché</b>         | <b>15 179</b> | <b>16 743</b> | <b>17 999</b> | <b>19 459</b> | <b>20 889</b> | <b>23 330</b> | <b>24 554</b> | <b>25 546</b> | <b>26 724</b> | <b>27 910</b> | <b>29 163</b> |
| <b>% du total</b>     |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| Bouygues              | 17.7%         | 17.6%         | 18.2%         | 18.9%         | 19.0%         | 19.8%         | 19.9%         | 20.3%         | 20.6%         | 20.8%         | 20.8%         |
| Orange                | 37.5%         | 45.7%         | 44.4%         | 44.2%         | 44.3%         | 43.5%         | 43.6%         | 43.4%         | 43.3%         | 43.1%         | 42.9%         |
| SFR                   | 36.9%         | 36.7%         | 37.4%         | 36.9%         | 36.8%         | 36.7%         | 36.5%         | 36.3%         | 36.0%         | 36.1%         | 36.2%         |
| <b>% de variation</b> |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| Bouygues              | 40.7%         | 9.9%          | 11.5%         | 11.9%         | 7.7%          | 25.9%         | 5.7%          | 6.0%          | 6.3%          | 5.3%          | 4.8%          |
| Orange                | 21.1%         | 11.0%         | 4.3%          | 7.7%          | 7.5%          | 18.0%         | 5.4%          | 3.7%          | 4.4%          | 3.8%          | 4.1%          |
| SFR                   | 21.3%         | 9.6%          | 9.6%          | 6.7%          | 6.9%          | 19.1%         | 4.8%          | 3.3%          | 3.9%          | 4.7%          | 4.8%          |
| <b>Marché</b>         | <b>24.2%</b>  | <b>10.3%</b>  | <b>7.5%</b>   | <b>8.1%</b>   | <b>7.3%</b>   | <b>19.9%</b>  | <b>5.3%</b>   | <b>4.0%</b>   | <b>4.6%</b>   | <b>4.4%</b>   | <b>4.5%</b>   |

\* Avant abandon du *bill and keep*

Source : SG Equity Research

**Profil d'activité du secteur (chiffre d'affaires réseau)**

|                       | 2001          | 2002          | 2003          | 2004          | 2005e*        | 2005e         | 2006e         | 2007e         | 2008e         | 2009e         | 2010e         |
|-----------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>(M€)</b>           |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| Bouygues              | 2 441         | 2 685         | 2 995         | 3 326         | 3 642         | 4 310         | 4 603         | 4 899         | 5 224         | 5 505         | 5 774         |
| Orange                | 6 234         | 6 989         | 7 371         | 8 063         | 8 672         | 9 569         | 10 090        | 10 492        | 10 989        | 11 495        | 11 999        |
| SFR                   | 4 857         | 5 508         | 6 006         | 6 488         | 7 004         | 7 880         | 8 286         | 8 598         | 8 943         | 9 373         | 9 830         |
| <b>Marché</b>         | <b>13 532</b> | <b>15 182</b> | <b>16 371</b> | <b>17 877</b> | <b>19 318</b> | <b>21 759</b> | <b>22 979</b> | <b>23 989</b> | <b>25 156</b> | <b>26 373</b> | <b>27 603</b> |
| <b>% du total</b>     |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| Bouygues              | 18.0%         | 17.7%         | 18.3%         | 18.6%         | 18.9%         | 19.8%         | 20.0%         | 20.4%         | 20.7%         | 20.8%         | 20.9%         |
| Orange                | 46.1%         | 46.0%         | 45.0%         | 45.1%         | 44.9%         | 44.0%         | 43.9%         | 43.7%         | 43.7%         | 43.6%         | 43.5%         |
| SFR                   | 35.9%         | 36.3%         | 36.7%         | 36.3%         | 36.3%         | 36.2%         | 36.1%         | 35.8%         | 35.6%         | 35.5%         | 35.6%         |
| <b>% de variation</b> |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |               |
| Bouygues              |               | 10.0%         | 11.5%         | 11.1%         | 9.5%          | 29.6%         | 6.8%          | 6.4%          | 6.6%          | 5.4%          | 4.9%          |
| Orange                |               | 12.1%         | 5.5%          | 9.4%          | 7.6%          | 18.7%         | 5.4%          | 4.0%          | 4.7%          | 4.6%          | 4.4%          |
| SFR                   |               | 13.4%         | 9.0%          | 8.0%          | 8.0%          | 21.5%         | 5.2%          | 3.8%          | 4.0%          | 4.8%          | 4.9%          |
| <b>Marché</b>         |               | <b>12.2%</b>  | <b>7.8%</b>   | <b>9.2%</b>   | <b>8.1%</b>   | <b>21.7%</b>  | <b>5.6%</b>   | <b>4.4%</b>   | <b>4.9%</b>   | <b>4.8%</b>   | <b>4.7%</b>   |

\* Avant abandon du *bill and keep*

Source : SG Equity Research

En termes de chiffre d'affaires, l'impact MVNO pourrait être théoriquement limité en cas de répartition équilibrée des clients entre les trois réseaux. En effet, pour les réseaux hôtes, l'effet négatif engendré par le passage d'un chiffre d'affaires de détail à un chiffre d'affaires de gros pourrait être compensé par l'entrée de nouveaux clients sur un marché mobile français devenu plus dynamique. La réalité devrait être assez différente, puisque la plupart des MVNO sont logés sur le réseau de SFR et parce que l'on ne peut pas exclure un abaissement éventuel du niveau général des prix en cas de concurrence plus forte (voir l'impact actuel de easyMobile sur le marché anglais).

## Rentabilité : des effets d'échelle évidents... pour qui sait les générer

La convergence entre les trois opérateurs entraîne une croissance incrémentale limitée pour Orange aussi au niveau de l'EBITDA (malgré le travail réalisé sur la rétention des clients) et favorise structurellement Bouygues Telecom. Le processus de convergence reste néanmoins peu prononcé, avec le numéro 3 demeurant à moins de 20% du total sectoriel.

### Profil de l'EBITDA

|                       | 2001         | 2002         | 2003         | 2004         | 2005e        | 2006e        | 2007e        | 2008e         | 2009e         | 2010e         |
|-----------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>EBITDA (M€)</b>    |              |              |              |              |              |              |              |               |               |               |
| Bouygues              | 473          | 846          | 1 001        | 1 174        | 1 332        | 1 480        | 1 604        | 1 746         | 1 829         | 1 939         |
| Orange                | 2 185        | 2 862        | 3 450        | 3 923        | 4 241        | 4 494        | 4 644        | 4 873         | 5 116         | 5 344         |
| SFR                   | 1 777        | 2 316        | 2 727        | 3 084        | 3 289        | 3 495        | 3 697        | 3 847         | 4 049         | 4 271         |
| <b>Marché</b>         | <b>4 435</b> | <b>6 024</b> | <b>7 178</b> | <b>8 181</b> | <b>8 862</b> | <b>9 468</b> | <b>9 945</b> | <b>10 466</b> | <b>10 994</b> | <b>11 554</b> |
| <b>% de variation</b> |              |              |              |              |              |              |              |               |               |               |
| Bouygues              | 382.9%       | 78.9%        | 18.3%        | 17.3%        | 13.4%        | 11.1%        | 8.4%         | 8.9%          | 4.8%          | 6.0%          |
| Orange                | 43.0%        | 31.0%        | 20.6%        | 13.7%        | 8.2%         | 6.0%         | 3.3%         | 5.0%          | 5.0%          | 4.4%          |
| SFR                   | 36.3%        | 30.3%        | 17.8%        | 13.1%        | 6.6%         | 6.3%         | 5.8%         | 4.0%          | 5.2%          | 5.5%          |
| <b>Marché</b>         | <b>51.4%</b> | <b>35.8%</b> | <b>19.2%</b> | <b>14.0%</b> | <b>8.3%</b>  | <b>6.9%</b>  | <b>5.0%</b>  | <b>5.3%</b>   | <b>5.1%</b>   | <b>5.1%</b>   |
| <b>% du total</b>     |              |              |              |              |              |              |              |               |               |               |
| Bouygues              | 10.7%        | 14.1%        | 13.9%        | 14.4%        | 15.0%        | 15.6%        | 16.1%        | 16.7%         | 16.6%         | 16.8%         |
| Orange                | 49.3%        | 47.5%        | 48.1%        | 47.9%        | 47.9%        | 47.5%        | 46.7%        | 46.6%         | 46.6%         | 46.3%         |
| SFR                   | 40.1%        | 38.4%        | 38.0%        | 37.7%        | 37.1%        | 36.9%        | 37.2%        | 36.7%         | 36.8%         | 36.9%         |

Source : SG Equity Research

Toutefois, l'analyse comparée de la rentabilité des opérateurs met aussi en avant deux autres éléments :

- La taille nettement supérieure d'Orange par rapport à ses concurrents lui fournit des effets d'échelle significatifs en termes de rentabilité, mais la performance étonnante de SFR montre qu'ils ne sont pas suffisamment mis à profit par le leader. Une des explications possibles réside dans l'ARPU plus bas par client que pour ses concurrents, qui limite les effets d'échelle.
- *Guidances* et prévisions indiquent un fort ralentissement de la croissance des résultats, avec des niveaux de marge difficiles à faire progresser, même dans le cas de Bouygues Telecom.

### Marge EBITDA : une performance étonnante de SFR

#### Un profil attractif de numéro 2

La situation du marché français jusqu'en 2002 était particulièrement étrange, avec la marge EBITDA de l'opérateur leader inférieure ou égale à celle du numéro 2, reflétant en réalité le coût d'un effort commercial très soutenu d'Orange pour maintenir une part de 50% d'un marché de trois opérateurs. La situation actuelle est plus rationnelle, avec une hiérarchie des marges et niveaux de rentabilité qui se met en place.

## Profil de la marge d'EBITDA

|                            | 2001         | 2002         | 2003         | 2004         | 2005e*       | 2005e        | 2006e        | 2007e        | 2008e        | 2009e        | 2010e        |
|----------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Marge sur CA total</b>  |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Bouygues                   | 17.7%        | 28.7%        | 30.5%        | 32.0%        | 35.8%        | 28.8%        | 30.2%        | 30.9%        | 31.7%        | 31.5%        | 31.9%        |
| Orange                     | 31.7%        | 37.4%        | 43.2%        | 45.6%        | 45.9%        | 41.8%        | 42.0%        | 41.9%        | 42.1%        | 42.5%        | 42.7%        |
| SFR                        | 31.7%        | 37.7%        | 40.5%        | 42.9%        | 42.8%        | 38.4%        | 39.0%        | 39.9%        | 40.0%        | 40.2%        | 40.4%        |
| <b>Moyenne Marché</b>      | <b>29.2%</b> | <b>36.0%</b> | <b>39.9%</b> | <b>42.0%</b> | <b>42.9%</b> | <b>37.9%</b> | <b>38.6%</b> | <b>38.9%</b> | <b>39.2%</b> | <b>39.4%</b> | <b>39.6%</b> |
| <b>Marge sur CA réseau</b> |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Bouygues                   | 19.4%        | 31.5%        | 33.4%        | 35.3%        | 38.9%        | 30.9%        | 32.1%        | 32.7%        | 33.4%        | 33.2%        | 33.6%        |
| Orange                     | 35.1%        | 40.9%        | 46.8%        | 48.6%        | 49.0%        | 44.3%        | 44.5%        | 44.3%        | 44.3%        | 44.5%        | 44.5%        |
| SFR                        | 36.6%        | 42.0%        | 45.4%        | 47.5%        | 47.0%        | 41.7%        | 42.2%        | 43.0%        | 43.0%        | 43.2%        | 43.4%        |
| <b>Moyenne Marché</b>      | <b>32.8%</b> | <b>39.7%</b> | <b>43.8%</b> | <b>45.8%</b> | <b>46.3%</b> | <b>40.7%</b> | <b>41.2%</b> | <b>41.5%</b> | <b>41.6%</b> | <b>41.7%</b> | <b>41.9%</b> |

\* Avant abandon du *bill and keep*  
Source : SG Equity Research

Néanmoins, il convient de noter que SFR dégage une rentabilité proche de celle d'Orange tout en menant la politique commerciale la plus dynamique des trois opérateurs, et que son EBITDA par client moyen est encore supérieur à celui d'Orange.

## EBITDA/client moyen (en €)

|                                   | 2001         | 2002         | 2003         | 2004         | 2005e*       | 2005e        | 2006e        | 2007e        | 2008e        | 2009e        | 2010e        |
|-----------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>EBITDA/client moyen (en €)</b> |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Bouygues                          | 71.5         | 141.2        | 151.0        | 157.2        | 172.3        | 162.1        | 170.5        | 176.3        | 184.1        | 185.8        | 190.5        |
| Orange                            | 122.6        | 148.9        | 169.7        | 184.7        | 192.3        | 191.9        | 199.8        | 203.4        | 210.0        | 216.7        | 222.3        |
| SFR                               | 141.5        | 170.9        | 185.2        | 195.0        | 196.3        | 196.3        | 203.6        | 211.0        | 215.0        | 221.4        | 228.6        |
| <b>Moyenne Marché</b>             | <b>119.9</b> | <b>155.4</b> | <b>172.2</b> | <b>183.7</b> | <b>190.3</b> | <b>188.3</b> | <b>195.9</b> | <b>201.1</b> | <b>206.9</b> | <b>212.5</b> | <b>218.4</b> |
| <b>% de variation</b>             |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Bouygues                          | 280.1%       | 97.5%        | 6.9%         | 4.1%         | 9.6%         |              | 5.2%         | 3.4%         | 4.4%         | 0.9%         | 2.5%         |
| Orange                            | 14.8%        | 21.5%        | 14.0%        | 8.8%         | 4.1%         |              | 4.1%         | 1.8%         | 3.3%         | 3.2%         | 2.6%         |
| SFR                               | 10.3%        | 20.8%        | 8.4%         | 5.3%         | 0.7%         |              | 3.7%         | 3.6%         | 1.9%         | 3.0%         | 3.3%         |
| <b>Moyenne Marché</b>             | <b>21.5%</b> | <b>29.7%</b> | <b>10.8%</b> | <b>6.7%</b>  | <b>3.5%</b>  |              | <b>4.0%</b>  | <b>2.7%</b>  | <b>2.9%</b>  | <b>2.7%</b>  | <b>2.8%</b>  |

\* Avant abandon du *bill and keep*  
Source : SG Equity Research

Il faut noter de surcroît que l'EBITDA d'Orange France est publié avant les coûts partagés qui comprennent notamment les frais de siège, la promotion de la marque et le *management fee* versé à France Télécom. Si l'on considère que 50% de ces coûts reviennent à Orange France, la marge de la société perd entre 1.5 et 2 points de pourcentage et ressort en 2004 quasiment identique à celle de SFR. Bien qu'une part importante des coûts soient proportionnels (acquisition des clients, achats des terminaux GSM, etc.), on pourrait s'attendre à ce que certains frais (marketing, informatique, etc.) voient leur part du chiffre d'affaires reculer avec la taille de ce dernier. Or, dans nos estimations, la répartition des coûts opérationnels en proportion du chiffre d'affaires est assez proche entre Orange et SFR, alors qu'Orange devrait bénéficier davantage d'effets d'échelle. A noter enfin que, malgré une taille de chiffre d'affaires supérieure de 20% pour Orange (7.2 Md€ pour SFR en 2004 contre 8.6 Md€ pour Orange), le taux de marge d'EBITDA sur le chiffre d'affaires incrémental en 2004 s'est élevé à 77% pour Orange, 79% pour SFR et 44% pour Bouygues.

Pour ce qui concerne Bouygues Telecom, la société est confiante dans une hausse progressive de sa marge dans les années à venir. Deux points sont à signaler toutefois :

- A environ 30% de marge EBITDA, alors que la part de marché ne dépasse pas 20%, suivant les indices utilisés, la rentabilité de Bouygues Telecom ressort déjà élevée par rapport à la rentabilité dégagée par des acteurs comparables en Europe, reflet de sa politique commerciale prudente. Il faut rappeler de surcroît que la marge d'EBITDA sur chiffre d'affaires total est pénalisée par la prise en compte de l'intégralité du chiffre d'affaires équipement chez Bouygues Telecom (quasiment un point de différence suivant nos estimations).
- Les commentaires de la société donnent des indications de hausse de la marge d'environ 1 à 2 point(s) de pourcentage par an au maximum, alors que la société est à une dizaine de points de ses concurrents.

### Une rentabilité proche de la moyenne sectorielle

La marge EBITDA en France ressort proche de la moyenne européenne à deux égards :

- A 38%, elle se compare à 40% (moyenne des opérateurs européens cotés).
- Son profil est quasiment stable à l'avenir, comme pour le reste de l'Europe. Les opérateurs français (à l'exception de Bouygues Telecom) anticipent une quasi-stabilité du niveau de marges à l'avenir pour plusieurs raisons :
  - impact de la baisse des prix régulés (fixe à mobile) et non régulés (minutes sortantes/pression possible des MVNO) ;
  - taxe de 1% du chiffre d'affaires à partir de 2006 pour Orange et SFR, et à partir de 2009 pour Bouygues Telecom, contre environ 25 M€ actuellement ;
  - gestion simultanée des réseaux GSM et UMTS, même si, à terme, le passage de l'ensemble des clients sur le réseau UMTS pourrait abaisser le coût moyen.

Au total, les sociétés sont très prudentes sur l'amélioration possible de leur rentabilité. Or, cette stabilité de la marge :

- Entraîne un fort ralentissement de la croissance des résultats (particulièrement sensible en 2005) après plusieurs années d'effet combiné d'une hausse forte du chiffre d'affaires et de l'amélioration des marges.
- Détérioré le flux de nouvelles influençant les titres.

Nous analysons ci-dessous deux facteurs d'analyse de la rentabilité opérationnelle : l'importance relative du chiffre d'affaires terminaux et les coûts d'acquisition et de rétention.

### Un chiffre d'affaires réseau plus élevé en pourcentage du chiffre d'affaires total pour le leader

Le scénario idéal pour un opérateur mobile est celui où il vend et subventionne le moins possible d'équipements (marge nulle à négative) et facture le maximum de minutes de communication.

#### Chiffre d'affaires réseau en pourcentage du chiffre d'affaires total

|               | 2001         | 2002         | 2003         | 2004         | 2005e*       | 2005e        | 2006e        | 2007e        | 2008e        | 2009e        | 2010e        |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Bouygues      | 91.0%        | 91.1%        | 91.2%        | 90.5%        | 92.0%        | 93.1%        | 94.1%        | 94.4%        | 94.8%        | 94.9%        | 95.0%        |
| Orange        | 90.5%        | 91.3%        | 92.3%        | 93.7%        | 93.8%        | 94.3%        | 94.3%        | 94.6%        | 94.9%        | 95.6%        | 95.8%        |
| SFR           | 86.6%        | 89.6%        | 89.2%        | 90.3%        | 91.2%        | 92.1%        | 92.4%        | 92.8%        | 92.9%        | 93.0%        | 93.1%        |
| <b>Marché</b> | <b>89.2%</b> | <b>90.7%</b> | <b>91.0%</b> | <b>91.9%</b> | <b>92.5%</b> | <b>93.3%</b> | <b>93.6%</b> | <b>93.9%</b> | <b>94.1%</b> | <b>94.5%</b> | <b>94.6%</b> |

\* Avant abandon du *bill and keep*  
Source : SG Equity Research

Or, la part du chiffre d'affaires réseau dans le total de l'activité est légèrement plus bas pour SFR que chez Orange, et, par ailleurs, le chiffre d'affaires équipement par client ressort nettement plus élevé pour les deux challengers que pour le leader. En réalité, si l'on ajuste Bouygues sur la base d'un calcul de ventes d'équipements après subventions, la performance du numéro 3 serait assez proche de celle d'Orange pour le ratio CA réseau/CA équipement, ainsi que pour le tableau présenté ci-dessous.

#### Chiffre d'affaires équipement par an et par client moyen (en €)

|               | 2001        | 2002        | 2003        | 2004        | 2005e       | 2006e       | 2007e       | 2008e       | 2009e       | 2010e       |
|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Bouygues      | 40.6        | 41.3        | 45.7        | 49.5        | 40.4        | 34.3        | 32.5        | 31.0        | 30.8        | 30.5        |
| Orange        | 40.0        | 35.8        | 31.0        | 25.9        | 26.6        | 27.1        | 26.5        | 25.8        | 22.7        | 21.9        |
| SFR           | 65.9        | 48.9        | 51.4        | 45.5        | 41.6        | 40.2        | 38.5        | 38.7        | 39.2        | 39.6        |
| <b>Marché</b> | <b>48.9</b> | <b>41.2</b> | <b>40.5</b> | <b>36.7</b> | <b>34.3</b> | <b>33.0</b> | <b>31.8</b> | <b>31.4</b> | <b>30.0</b> | <b>29.8</b> |

Source : SG Equity Research

Ces chiffres illustrent certes la dynamique commerciale plus prononcée de SFR, mais également son taux de résiliation significativement plus fort. En revanche, la performance favorable de Bouygues reflète, à nos yeux, l'ARPU élevé de ses clients et la gestion prudente du groupe. Bien que nous anticipions une décrue progressive, l'avantage du leader demeure significatif dans les années à venir.

La gestion du chiffre d'affaires équipement vs chiffre d'affaires réseau ne semble toutefois pas déterminante pour influencer significativement sur les marges des différents acteurs, SFR demeurant avec la performance la plus favorable.

### SAC et SRC : le coût de la croissance

Les coûts d'acquisition et de rétention en proportion du chiffre d'affaires réseau ressortent plus élevés pour Bouygues Telecom que pour Orange, illustrant la plus grande maturité du leader. En revanche, il est remarquable qu'en dépit de sa part de marché dans les nouveaux clients bruts équivalente à celle d'Orange et de son chiffre d'affaires moins élevé, SFR enregistre des coûts d'acquisition et de rétention assez proches de ceux d'Orange en proportion du chiffre d'affaires.

#### Coûts d'acquisition et de rétention en pourcentage du chiffre d'affaires réseau

|               | 2001         | 2002         | 2003         | 2004         | 2005e*       | 2005e        | 2006e        | 2007e        | 2008e        | 2009e        | 2010e        |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Bouygues      | 24.4%        | 17.9%        | 15.4%        | 14.7%        | 14.3%        | 12.1%        | 11.3%        | 11.3%        | 11.2%        | 11.2%        | 11.2%        |
| Orange        | 18.0%        | 13.9%        | 11.9%        | 12.0%        | 11.8%        | 10.7%        | 9.9%         | 9.9%         | 10.0%        | 10.0%        | 10.0%        |
| SFR           | 16.5%        | 14.5%        | 13.9%        | 12.9%        | 12.8%        | 11.4%        | 10.5%        | 10.4%        | 10.5%        | 10.4%        | 10.2%        |
| <b>Marché</b> | <b>18.6%</b> | <b>14.8%</b> | <b>13.3%</b> | <b>12.8%</b> | <b>12.6%</b> | <b>11.2%</b> | <b>10.4%</b> | <b>10.4%</b> | <b>10.4%</b> | <b>10.3%</b> | <b>10.3%</b> |

\* Avant abandon du *bill and keep*

Source : SG Equity Research Research

Cette bonne performance de SFR mérite un commentaire particulier. Au niveau unitaire, SFR affiche les coûts d'acquisition de loin les plus bas du marché (moins de 200 €, contre 220 € pour Orange et 250 € pour Bouygues Telecom) sur les clients contrats et dans la moyenne pour les prépayés, une performance presque incompréhensible au regard de la part de marché élevée des nouveaux clients bruts du groupe. Comme nous l'avons indiqué plus haut, si l'hypothèse de migrations internes plus importantes chez SFR que chez ses concurrents se vérifie, le coût moyen unitaire très bas d'acquisition des clients trouve une explication. De plus, on peut se demander s'il s'agit d'une conséquence favorable de l'appartenance au groupe Vodafone et de la politique d'achats groupés de terminaux (rappelons que Vodafone a récemment indiqué des économies potentielles de 300 millions de livres d'ici 2008

grâce à l'achat groupé de terminaux). Il faut noter à cet égard que NTT DoCoMo a indiqué vouloir mettre en place des commandes groupées de téléphones i-mode, qui pourraient bénéficier à Bouygues Telecom.

A l'inverse, dans nos estimations, les coûts de rétention unitaires d'Orange sont nettement inférieurs à ceux de SFR et de Bouygues Telecom, tout en assurant un taux de résiliation meilleur que celui de ses concurrents.

Il ressort donc qu'au-delà des montants dépensés, la qualité de management (politique d'achats de terminaux) ou le profil de la clientèle (plus âgée et provinciale pour Orange que pour ses concurrents, donc moins encline à résilier son contrat) ont un impact sur la performance financière des opérateurs.

---

#### Coûts d'acquisition et de rétention par client moyen (en €)

|               | 2001        | 2002        | 2003        | 2004        | 2005e       | 2006e       | 2007e       | 2008e       | 2009e       | 2010e       |
|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Bouygues      | 100.7       | 76.1        | 73.3        | 69.4        | 66.5        | 61.5        | 62.5        | 63.1        | 63.8        | 64.5        |
| Orange        | 69.8        | 52.4        | 44.2        | 46.6        | 47.3        | 44.9        | 45.9        | 47.7        | 49.0        | 50.6        |
| SFR           | 70.4        | 61.4        | 59.1        | 54.8        | 55.1        | 51.1        | 51.8        | 53.0        | 53.8        | 54.5        |
| <b>Marché</b> | <b>75.5</b> | <b>59.4</b> | <b>54.0</b> | <b>53.2</b> | <b>53.4</b> | <b>50.1</b> | <b>51.0</b> | <b>52.4</b> | <b>53.5</b> | <b>54.6</b> |

Source : SG Equity Research

## Investissements industriels : prime à la taille

Le profil d'investissements du secteur fait apparaître plusieurs tendances intéressantes :

- L'avantage d'Orange ressort très clairement avec une moindre intensité capitalistique que ses concurrents. Ainsi, les investissements d'Orange représentent seulement 40% des investissements totaux du secteur et 45% du chiffre d'affaires réseau, malgré le lancement de l'UMTS, et les investissements de Bouygues Telecom apparaissent particulièrement élevés par client, bien que le groupe se concentre pour l'instant sur le déploiement peu coûteux de EDGE. Dans ce domaine, la supériorité d'Orange ressort même vis-à-vis de SFR (part dans les investissements équivalente à la part dans le chiffre d'affaires réseau).

### Investissements industriels (1)

|                       | 2000         | 2001          | 2002          | 2003         | 2004         | 2005e        | 2006e        | 2007e        | 2008e        | 2009e        | 2010e        |
|-----------------------|--------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Marché (M€)</b>    |              |               |               |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Bouygues              | 1 073        | 738           | 468           | 485          | 603          | 600          | 610          | 610          | 620          | 620          | 650          |
| Orange                | 1200         | 826           | 803           | 851          | 1 046        | 1 100        | 1 100        | 1 050        | 1 000        | 950          | 950          |
| SFR                   | 924          | 1 072         | 464           | 798          | 876          | 960          | 950          | 900          | 850          | 800          | 800          |
| <b>Marché</b>         | <b>3 197</b> | <b>2 636</b>  | <b>1 735</b>  | <b>2 134</b> | <b>2 525</b> | <b>2 660</b> | <b>2 660</b> | <b>2 560</b> | <b>2 470</b> | <b>2 370</b> | <b>2 400</b> |
| <b>% de variation</b> |              |               |               |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Bouygues              |              | -31.2%        | -32.2%        | -3.0%        | 24.3%        | -0.5%        | 1.7%         | 0.0%         | 1.6%         | 0.0%         | 4.8%         |
| Orange                |              | -31.2%        | -2.8%         | 6.0%         | 22.9%        | 5.2%         | 0.0%         | -4.5%        | -4.8%        | -5.0%        | 0.0%         |
| SFR                   |              | 16.0%         | -56.7%        | 72.0%        | 9.8%         | 9.6%         | -1.0%        | -5.3%        | -5.6%        | -5.9%        | 0.0%         |
| <b>Marché</b>         |              | <b>-17.6%</b> | <b>-33.0%</b> | <b>20.8%</b> | <b>18.3%</b> | <b>5.3%</b>  | <b>0.0%</b>  | <b>-3.8%</b> | <b>-3.5%</b> | <b>-4.0%</b> | <b>1.3%</b>  |
| <b>% du total</b>     |              |               |               |              |              |              |              |              |              |              |              |
| Bouygues              | 33.6%        | 28.0%         | 28.3%         | 22.7%        | 23.9%        | 22.6%        | 22.9%        | 23.8%        | 25.1%        | 26.2%        | 27.1%        |
| Orange                | 37.5%        | 31.3%         | 45.4%         | 39.9%        | 41.4%        | 41.4%        | 41.4%        | 41.0%        | 40.5%        | 40.1%        | 39.6%        |
| SFR                   | 28.9%        | 40.7%         | 26.3%         | 37.4%        | 34.7%        | 36.1%        | 35.7%        | 35.2%        | 34.4%        | 33.8%        | 33.3%        |

Source : SG Equity Research

- L'intensité capitalistique recule tout au long de la période. Ainsi, d'un niveau supérieur à celle constatée dans la ligne fixe de l'opérateur historique (10-12% du chiffre d'affaires), elle baisse en fin de période à un niveau inférieur.

### Investissements industriels (2)

|                                 | 2001        | 2002        | 2003        | 2004        | 2005e*      | 2005e       | 2006e       | 2007e       | 2008e       | 2009e       | 2010e       |
|---------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Invest./Client moyen (€)</b> |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| Bouygues                        | 124.8       | 79.3        | 76.8        | 85.5        | 76.5        | 76.5        | 72.2        | 68.6        | 66.7        | 64.2        | 64.9        |
| Orange                          | 51.4        | 43.4        | 43.0        | 50.3        | 50.8        | 50.8        | 49.3        | 46.3        | 43.4        | 40.6        | 39.9        |
| SFR                             | 94.4        | 35.6        | 56.5        | 57.4        | 58.9        | 58.9        | 56.0        | 51.9        | 48.0        | 44.2        | 43.3        |
| <b>Marché</b>                   | <b>79.1</b> | <b>46.7</b> | <b>53.1</b> | <b>58.6</b> | <b>58.1</b> | <b>58.1</b> | <b>55.8</b> | <b>52.4</b> | <b>49.4</b> | <b>46.3</b> | <b>45.9</b> |
| <b>Capex/CA Réseau (%)</b>      |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| Bouygues                        | 30%         | 19%         | 16%         | 18%         | 16%         | 14%         | 13%         | 12%         | 12%         | 11%         | 11%         |
| Orange                          | 13%         | 11%         | 12%         | 13%         | 13%         | 11%         | 11%         | 10%         | 9%          | 8%          | 8%          |
| SFR                             | 22%         | 8%          | 13%         | 14%         | 14%         | 12%         | 11%         | 10%         | 10%         | 9%          | 8%          |
| <b>Marché</b>                   | <b>19%</b>  | <b>12%</b>  | <b>13%</b>  | <b>14%</b>  | <b>14%</b>  | <b>12%</b>  | <b>12%</b>  | <b>11%</b>  | <b>10%</b>  | <b>9%</b>   | <b>9%</b>   |

\* avant abandon du *bill and keep*  
Source : SG Equity Research

Cette évolution est logique (prix à la minute plus élevé que dans le fixe/marge EBITDA plus élevée malgré des coûts d'utilisation du réseau fixe passés en charges alors qu'ils sont capitalisés en téléphonie fixe) et cohérente avec celle du reste du secteur.

A noter toutefois que :

- De bonnes surprises, avec un déclin encore plus rapide de l'intensité capitalistique, sont peu vraisemblables.
- Elle renforce le scénario de maintien, au mieux, des marges au niveau actuel, qui sont la rémunération de capitaux investis proportionnellement déclinants.
- Les MVNO ne devraient pas susciter de surcroît d'investissements, les réseaux UMTS étant actuellement largement disponibles pour accueillir de nouveaux clients.





**AVERTISSEMENTS**

*SG a été banque-conseil de T-Systems dans son offre publique de retrait de Soleri, suivie d'un retrait obligatoire.*

*SG a été banque-conseil de l'Etat français et teneur de livre associé dans la cession d'une partie de sa participation dans France Telecom*

*SG a été teneur de livre de l'émission d'obligations convertibles en actions nouvelles et/ou échangeables en actions existantes de France Telecom (OCEANE)*

*SG a été chef de file associé lors de l'introduction de PagesJaunes sur le Premier Marché de la Bourse de Paris*

*SG a été banque-conseil de l'Etat français dans l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire de France Télécom sur Wanadoo*

*SG a été banque-conseil de l'Etat français dans l'offre publique de France Telecom sur Wanadoo*

*SG a été co-présentateur de l'offre publique de retrait suivie d'un retrait obligatoire de France Telecom sur Orange*

*SG a été teneur de livre associé dans la cession par Vivendi Universal d'une partie de sa participation dans Veolia Environnement*

*SG a été banque-conseil de Vivendi Universal dans la cession de Canal Benelux*

The information herein is not intended to be an offer to buy or sell, or a solicitation of an offer to buy or sell, any securities and including any expression of opinion, has been obtained from or is based upon sources believed to be reliable but is not guaranteed as to accuracy or completeness although Société Générale ("SG") believe it to be fair and not misleading or deceptive. SG, and their affiliated companies in the SG Group, may from time to time deal in, profit from the trading of, hold or act as market-makers or act as advisers, brokers or bankers in relation to the securities, or derivatives thereof, of persons, firms or entities mentioned in this document or be represented on the board of such persons, firms or entities. Employees of SG, and their affiliated companies in the SG Group, or individuals connected to them, other than the authors of this report, may from time to time have a position in or be holding any of the investments or related investments mentioned in this document. Each author of this report is not permitted to trade in or hold any of the investments or related investments which are the subject of this document. SG and their affiliated companies in the SG Group are under no obligation to disclose or take account of this document when advising or dealing with or for their customers. The views of SG reflected in this document may change without notice. To the maximum extent possible at law, SG does not accept any liability whatsoever arising from the use of the material or information contained herein. This research document is not intended for use by or targeted at private customers. Should a private customer obtain a copy of this report they should not base their investment decisions solely on the basis of this document but must seek independent financial advice.

**IMPORTANT DISCLOSURES :** Please refer to our website : <http://www.sgresearch.socgen.com>

**Notice to French Investors :** This publication is issued in France by or through Société Générale ("SG") which is regulated by the AMF (Autorité des Marchés Financiers). As per SG's practice, issuers receive a copy of research reports prior to publication in compliance with AMF regulations (article 321-126 of the AMF General Regulation).

**Notice to UK Investors :** This publication is issued in the United Kingdom by or through Société Générale ("SG"). All materials produced by SG Commodity Research and SG Global Convertible Research are produced in circumstances such that it is not appropriate to characterize them as impartial as referred to in the Financial Services Authority Handbook. However, it must be made clear that all research issued by SG will be fair, clear and not misleading. In the United Kingdom, SG Cowen & Co. is a Trading Name of SG. **SG is a Member of the London Stock Exchange.**

**Notice to US Investors :** This report is issued solely to major US institutional investors pursuant to SEC Rule 15a-6. Any US person wishing to discuss this report or effect transactions in any security discussed herein should do so with or through SG Americas Securities, LLC or SG Cowen & Co., LLC to conform with the requirements of US securities law. SG Americas Securities, LLC, 1221 Avenue of the Americas, New York, NY, 10020. (212) 278-6000. SG Cowen & Co. LLC, 1221 Avenue of the Americas, New York, NY, 10020. (212) 278-4000. Some of the securities mentioned herein may not be qualified for sale under the securities laws of certain states, except for unsolicited orders. Customer purchase orders made on the basis of this report cannot be considered to be unsolicited by SG Americas Securities, LLC or SG Cowen & Co., LLC and therefore may not be accepted by SG Cowen investment executives unless the security is qualified for sale in the state.

**Analyst Certification :** Each author of this research report hereby certifies that (i) the views expressed in the research report accurately reflect his or her personal views about any and all of the subject securities or issuers and (ii) no part of his or her compensation was, is, or will be related, directly or indirectly, to the specific recommendations or views expressed in this report.

**Notice to Japanese Investors :** This report is distributed in Japan by Société Générale Securities (North Pacific) Ltd., Tokyo Branch, which is regulated by the Financial Services Agency of Japan. The products mentioned in this report may not be eligible for sale in Japan and they may not be suitable for all types of investors.

**Notice to Australian Investors :** Société Générale Australia Branch (ABN 71 092 516 286) (SG) takes responsibility for publishing this document. SG holds an AFSL no. 236651 issued under the Corporations Act 2001 (Cth) ("Act"). The information contained in this newsletter is only directed to recipients who are wholesale clients as defined under the Act.  
<http://www.sgcib.com>. Copyright : The Société Générale Group 2005. All rights reserved.