

schrijven. De omzet stond onder druk, tot daar halverwege 2017 verandering in kwam.

### WAARDEDRIJVERS

Het rendement op geïnvesteerd kapitaal (*Return On Invested Capital*, ROIC) ligt bij Orange ruim boven de kostenvoet van het kapitaal (*Weighted Average Cost of Capital*, WACC). Die WACC wordt prettig gedrukt door de lage rentestand, waardoor Orange na de recente herfinanciering momenteel zeer voordelig leent. De komende jaren is bovendien nog een geleidelijke verbetering van de ROIC te verwachten.

Orange creëert dus aandeelhouderswaarde, maar dat is voor een belangrijk deel dankzij de extreem lage rente. De onderneming heeft op grote schaal obligaties uitgegeven met een couponrente lager dan 1 procent. De kostenvoet van eigen vermogen wordt geschat op 7 procent.

In de jaren voor 2012 behaalde Orange een ROIC die beduidend hoger lag dan het huidige niveau, vaak meer dan 8 procent. In 2012 betrad echter Iliad de Franse telecommarkt, wat de verhoudingen in die markt op scherp zette. Iliad hanteert een zeer agressief prijs- en promotiebeleid.

Concurrenten Bouygues en SFR werden door deze marktverstoring overigens harder geraakt dan Orange, maar de omzet stond toch enige jaren onder druk. De thuismarkt is bij Orange goed voor ruim 40 procent van de omzet van ruim 40 miljard euro per jaar.

Orange antwoordde door vanaf 2012 fors te investeren in de kwaliteit van zowel het vaste als het mobiele netwerk. Dat heeft 43 miljard euro gekost, maar er ook voor gezorgd dat de netwerken klaar zijn voor de ( nabije) toekomst.

### VOORUITZICHTEN

Orange beschikt nu over superieure glasvezel- en 4G-netwerken, niet alleen in Frankrijk, ook in Spanje en Polen, waardoor het goed in staat is de gecombineerde

### groei

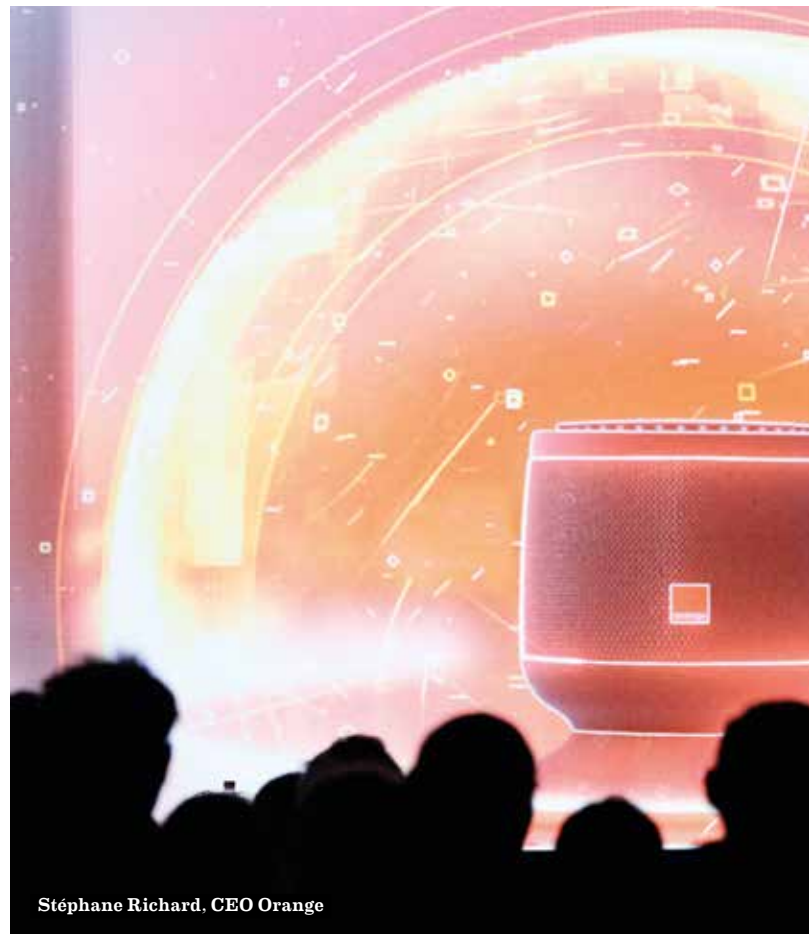


*In de afgelopen vijf jaar daalde de omzet bij Orange met 1,3 procent per jaar door de hevige concurrentie, met name op thuismarkt Frankrijk. Vanaf halverwege 2017 trekt de omzet in Frankrijk weer wat aan, maar de toekomstige groei zal vooral van de activiteiten in Afrika moeten komen. Dit gaat wel met meer onzekerheid gepaard. De komende jaren zal de omzetgroei rond 1 procent liggen, maar de winstmarges kunnen wel wat omhoog dankzij een betere productmix.*

### waardering



*Beleggers betalen iets meer dan 5 keer het verwachte bruto bedrijfsresultaat (ebitda) van 2019 voor Orange (ondernemingswaarde, dus inclusief de nettoschuld). Daarmee is Orange goedkoper dan veel concurrenten. Ten opzichte van de eigen historie is de waardering nu echter aan de hoge kant.*



Stéphane Richard, CEO Orange

bundels van telefoon, televisie en (supersnel) internet aan te bieden. De bundelsystematiek en de hoge kwaliteit (weinig storingen) zorgen voor goede opbrengsten per klant en een hoge tevredenheid, en daarmee een laag percentage opzeggingen. Hierdoor is het te verwachten dat de operationele winst sneller gaat groeien dan de omzet, waarmee de winstmarge en het rendement op het geïnvesteerde kapitaal de komende jaren dus oplopen. Wat daarbij ook kan helpen, is het kostenbesparingsprogramma van 3 miljard euro dat vorig jaar werd afgerond.

Het is echter de vraag of een bedrijf als Orange (of enig ander telecombedrijf) in staat zal zijn de ROIC ooit substantieel boven de 10 procent te krijgen. Telecommunicatie blijft immers zeer kapitaalintensief en de sector is sterk gereguleerd. Zodra een aanbieder

erg machtig wordt, grijpt in menig land de overheid in door kleinere aanbieders tegen lage kosten toe te laten op het netwerk van de marktleiders of op een andere manier te bevoordelen.

Bovendien is er de wet van de remmende voorsprong. De voorsprong die Orange nu heeft, wordt snel een achterstand als concurrenten hun netwerken vernieuwen met weer de allernieuwste technologie. Sommige bedrijven kondigen dat zelfs al aan.

### GOODWILL

Het eigen vermogen van Orange bestaat voor een aanzienlijk deel uit goodwill (eind 2018 ruim 27 miljard euro), na flinke overnames in Marokko, Egypte en Polen waarop overigens ook al weer fors is afgeschreven. Met deze overnames is tot nu toe eigenlijk vooral aandeelhouderswaarde vernietigd,