

Sofrecom

The Know-How Network

Au-delà du carve-out :

**Comment la séparation des
infrastructures télécoms
transforme le paysage
industriel ?**



A propos de Sofrecom

Sofrecom, filiale du groupe Orange, est une société de conseils et d'ingénierie spécialisée dans le secteur des télécommunications. Sofrecom contribue au développement et à la transformation numérique de ses clients en leur apportant des conseils, du développement informatique et des solutions opérationnelles. Sofrecom les aide à se différencier sur leurs marchés et à améliorer leur performance opérationnelle avec des approches innovantes basées sur le digital et l'agilité.

De la co-construction d'une stratégie à sa mise en œuvre opérationnelle, Sofrecom accompagne de bout en bout différents domaines d'activité tels que le Haut Débit, la DATA/IA, les services financiers mobiles, l'innovation numérique, l'e-gouvernement ou les stratégies d'hébergement IT et Cloud.

Sofrecom est un réseau d'hommes et de femmes, un puissant réseau de savoir-faire et d'expertise qui relie ses clients, les experts d'Orange et ses partenaires industriels et locaux. Aujourd'hui, Sofrecom compte plus de 2150 consultants et d'ingénieurs polyvalents, issus de plus de 30 nationalités.

Pour plus d'informations, consultez notre site internet : www.sofrecom.com/fr

Sofrecom, The Know-How Network

Position paper "Au-delà du carve-out: Comment le détournement des infrastructures télécoms transforme le paysage industriel" publié par :

Sofrecom
24, avenue du Petit Parc
94307 Vincennes cedex, France
Share capital : 7 120 000, RCS Créteil

Responsable de la publication
Claire Khoury

Graphiste
Clémentine MARC

Collaborateurs
Frederic DOUCET
Fergal GOLDING
Sylvie PIERROT ALLAIN

Au-delà du carve-out

Ces dernières années, l'industrie numérique a connu de nombreuses séparations (ou carve outs) de ses actifs d'infrastructures. S'agit-il simplement d'un phénomène financier lié à l'attrait renouvelé des nouveaux modèles économiques basés sur l'infrastructure, ou cela exprime-t-il un changement plus profond dans l'industrie ?



Un début d'histoire à la fin des années 2010

Les premières initiatives ont eu lieu lorsque les Towercos indépendantes ont atteint une taille significative et se sont poursuivies avec l'émergence de fibercos indépendantes qui ont pris de l'ampleur. Les deux modèles se sont avérés rentables et stables grâce à des cadres réglementaires favorables. À partir de ce moment, dans toute l'Europe, les séparations d'infrastructures ont commencé à se multiplier dans le secteur des télécommunications, au point que la plupart des opérateurs sont aujourd'hui convaincus que les infrastructures passives doivent être séparées. La question n'est plus de savoir si les opérateurs doivent procéder à la séparation de l'infrastructure passive mais comment ils doivent le faire.

L'infrastructure n'est plus le seul fondement de la compétitivité des télécoms

Depuis l'émergence de l'industrie des télécoms, l'infrastructure était au centre de l'activité : une infrastructure supérieure et la capacité à l'exploiter étaient les piliers de la compétitivité entre les opérateurs de télécommunications. L'infrastructure était, et demeure, la clé d'une bonne couverture, d'une bonne prestation de services et d'une bonne qualité de service.

L'innovation vise à améliorer les performances des infrastructures, à condition qu'il s'agisse d'une infrastructure active. Les infrastructures passives n'évoluent pas aussi rapidement : la partie passive des réseaux fixes en cuivre, soit le fil de cuivre, a duré 70 ans avant que la fibre ne commence à le remplacer. Toutefois, la fibre devrait durer plus longtemps que cela. Pour le mobile, la plupart des pylônes ont été construits pour les réseaux 2G et réutilisés pour les générations suivantes (3G, 4G, 5G). Chaque génération a nécessité l'ouverture de sites supplémentaires, mais la plupart des pylônes sont en service depuis des décennies.

Les moteurs des carve outs

En résumé, les deux principales raisons qui sous-tendent les carve outs sont soit financières, soit stratégiques, et parfois les deux.

► D'un point de vue financier

a. Bilan : les carve outs n'améliorent le bilan que lorsque les actifs ne contribuent pas aux opérations, comme les propriétés.

b. Améliorer le ROIC ou la valeur pour l'actionnaire : le carve out d'actifs n'améliore le retour sur capital investi (ROIC) ou la valeur pour l'actionnaire que si l'actif n'est plus rentable ou va se détériorer rapidement, comme le réseau de cuivre. Pour les tours de téléphonie mobile et le FTTH, c'est tout le contraire : la rentabilité de ces actifs est supérieure à celle de l'activité de service des opérateurs. Ainsi, bien qu'un carve out représente une opportunité d'améliorer la valorisation des actifs existants, il présente le risque pour les telcos de déprécier la valeur actionnariale de l'activité de service de base. Néanmoins, les récents carve outs des telcos ne semblent pas avoir conduit à une dépréciation significative de la valeur de leurs actions.

c. Réduire les besoins en CAPEX et partager le financement des CAPEX par l'ouverture du capital de la société détournée à des partenaires financiers.

d. Générer des revenus supplémentaires grâce à la croissance de l'activité d'hébergement et améliorer le rendement des actifs existants. Le carve out des tours de téléphonie mobile aboutit à la création d'une société ou d'une unité commerciale dédiée à l'hébergement et facilite la location d'espace pour d'autres opérateurs sur les tours, améliorant ainsi le taux d'occupation.

► D'un point de vue stratégique

a. Optimisation de l'Opex par le partage de l'infrastructure : les marchés télécoms matures sont riches en infrastructures et la réglementation comme les modèles économiques poussent les opérateurs à les optimiser. Le carve out de l'infrastructure facilite le partage et l'optimisation.

b. L'allègement des actifs ou la désintégration verticale : la virtualisation des réseaux et le « cloud » des opérateurs

de télécommunications vont réduire les infrastructures au rang de produits de base, ce qui poussera les opérateurs à envisager de s'en débarrasser pour devenir plus flexibles. Cependant, cela élimine les barrières à l'entrée pour les nouveaux acteurs.

c. Accélérer le déploiement par le biais de co-investissements ou utiliser le carve out comme un véhicule de consolidation internationale. Cette stratégie est poursuivie par plusieurs sociétés de télécommunications européennes, dont Orange et Vodafone.

Le processus de carve-out de l'infrastructure : le cas des Towercos

La séparation de l'infrastructure passive d'un opérateur de télécommunications est une opération complexe qui se déroule en deux étapes. La première étape consiste à transférer l'infrastructure dans une filiale, détenue à 100% par l'opérateur télécom. DT et Telefonica ont été les premiers à le faire avec Deutsche Funkturm et Telxius, suivis par Vodafone avec Vantage et Orange avec Totem. L'objectif est de créer une société capable de fonctionner de façon autonome et de rendre ses finances visibles pour les investisseurs externes. La deuxième étape consiste à ouvrir la filiale à des investisseurs externes ou simplement à la vendre. Certains opérateurs télécom ont choisi de faire les deux : ils ont commencé par un investisseur financier, puis ont vendu leur part restante à une société de télécommunications indépendante. C'est ce que Telefonica a fait avec Telxius : vendre 40% des actions de Telxius à KKR en 2017, puis 9,99% des actions à Pontegadea en 2018, pour finalement vendre sa part restante à American Tower Corporation en 2021.

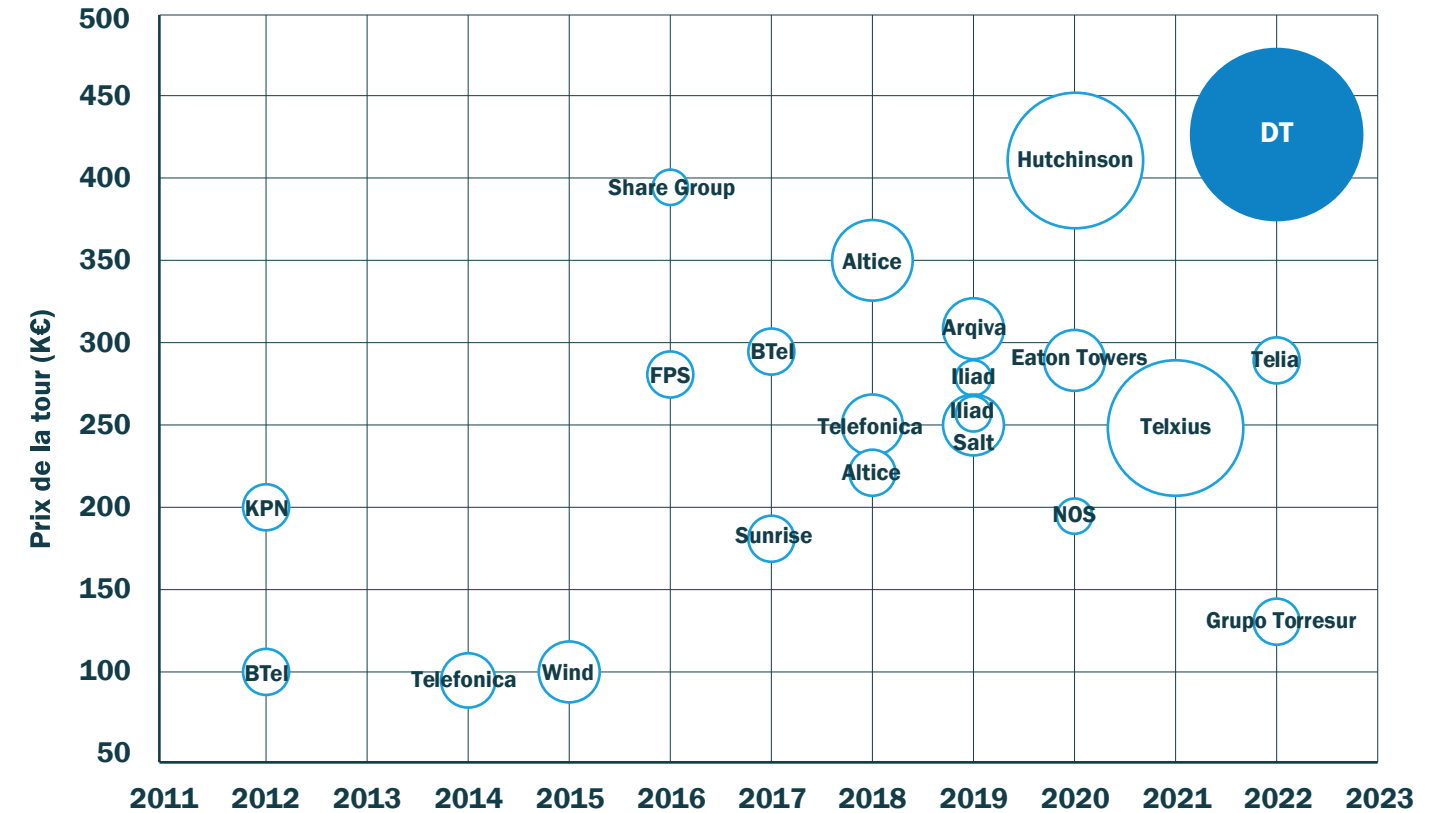
Début 2022, Deutsche Telekom a annoncé que sa base européenne de 40 600 tours et toits-terrasses était à vendre. Brookfield Asset Management et Digital Bridge, deux fonds d'investissement, se sont alliés pour acheter 51% de la Towerco allemande, évaluant la société à 17,5 milliards d'euros, ce qui représente une valeur de 431k€ par tour. Cette valorisation des actifs de DT est la plus chère jamais réalisée sur le marché européen (voir figure1).

À première vue (voir tableau 1), cela semble surévalué, car il est douteux que les pylônes de DT puissent produire une telle valeur à long terme. Le tableau ci-dessous montre que la valeur cumulée actualisée générerait un retour sur investissement après 35 à 40 ans d'exploitation, sous réserve d'une augmentation significative des revenus locatifs par tour.

De toute évidence, la valeur d'une telle opération ne réside pas dans l'exploitation autonome de cette activité de tours, mais plutôt dans les possibilités de consolidation qu'elle offre. Une consolidation des actifs de DT avec un parc de tours existant et complémentaire, tel que celui de Cellnex ou d'ATC, améliorerait considérablement la position sur le marché et le pouvoir de négociation des Towercos indépendantes. Cependant, une telle consolidation mettrait la super-entreprise de tours en position d'exercer un contrôle sur les prix du marché de l'hébergement et de capter la valeur des opérateurs.

Une autre possibilité est que les fonds d'investissement en infrastructure considèrent la base d'actifs de DT comme une base pour construire un moteur de consolidation avec les towercos d'autres opérateurs. En d'autres termes, un fonds d'investissement achète son ticket pour être actionnaire majeur de la future méga-towerco européenne qui sera construite grâce à une éventuelle fusion avec Totem ou Vantage Towers par exemple. C'est peut-être ce que Brookfield et Digital Bridge ont en tête...

Figure 1 : Principaux contrats de tour 2012-2022



La taille de la bulle représente le nombre de tours
Source : Sofrecom 2022

Tableau 1 : Valeur projetée des tours DT

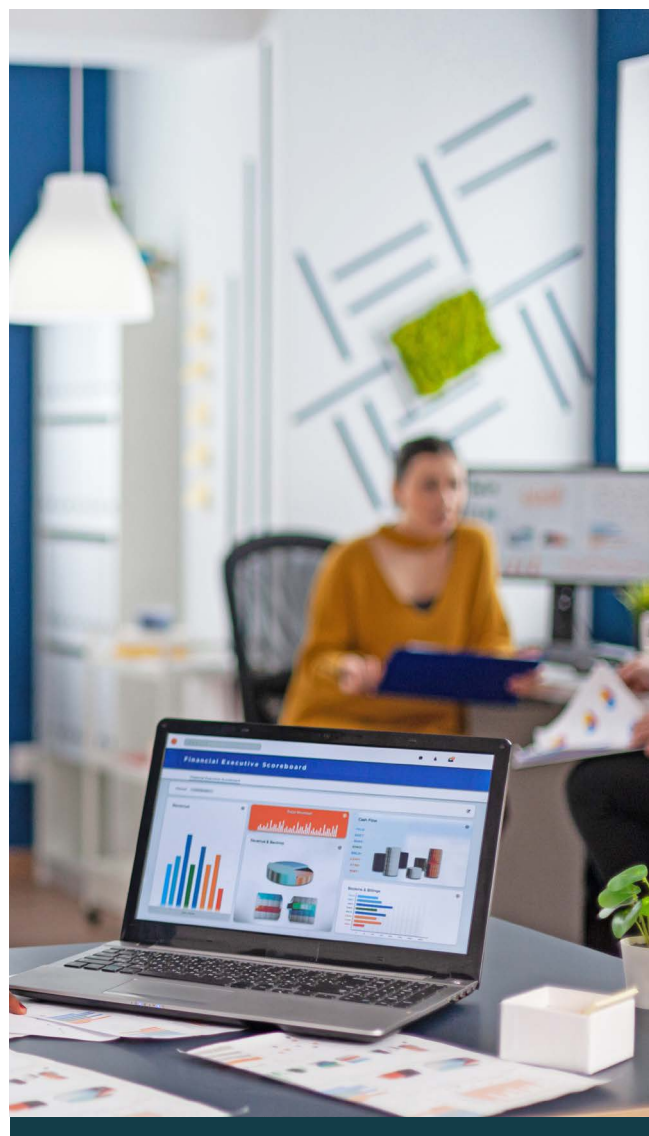
Valorisation par la location			
Valorisation de la base de la tour (M€)	17 500		
Nombre des tours	40 600		
Prix / tour (K€)	431		
Location annuelle moyenne / tour (K€)	15	18	24
Revenus locatifs annuels totaux (M€)	609	731	974
WACC	4%	4%	4%
Valeur cumulée actualisée			
Plus de 10 ans	4 940	5 927	7 903
Plus de 20 ans	8 277	9 932	13 242
Plus de 30 ans	10 531	12 637	16 849
Plus de 40 ans	12 054	14 465	19 286
Plus de 50 ans	13 083	15 699	20 932

Source : Sofrecom 2022



Pour en revenir à des considérations pragmatiques, si l'on se penche sur les nombreuses transactions qui ont eu lieu au cours des dix dernières années, on constate que :

- Les grandes Towercos indépendantes, notamment ATC et Cellnex, ont dépensé près de 30 Mds€ pour acheter 100k tours, alors qu'il ne reste que quelques petits acteurs indépendants.
- Les fonds d'infrastructure sont entrés dans le jeu plus tard mais sont maintenant les principaux pourvoyeurs de fonds pour les grandes transactions.
- Aucun opérateur de télécommunications n'a réussi jusqu'à présent à créer un groupe qui couvre l'Europe : la consolidation entre les opérateurs de télécommunications est attendue et reste à venir.
- La valorisation moyenne des tours a plus que doublé en dix ans, mais cela ne va pas continuer et les prix resteront stables. En effet, il n'y a pas de nouvelle activité d'hébergement à capter au-delà du déploiement de la 5G et les loyers ne peuvent pas augmenter davantage.



La plupart des transactions de tours ont eu lieu en Europe occidentale, où les Towercos indépendantes sont encore occupées par la consolidation. Elles ne veulent pas manquer la prochaine vague qui accompagne les mouvements des opérateurs européens.

La prochaine étape pour eux sera d'entrer sur les marchés d'Europe de l'Est. On s'attend à ce que les opérateurs d'Europe de l'Est se lancent également dans la séparation de leur infrastructure de base, attirées par les multiples proposés par les investisseurs. Citons l'exemple de United Group, qui a créé une zone en Europe du Sud-Est et a lancé un processus de carve out de l'infrastructure mobile.

Plus de possibilités de carve out et d'investissement avec le déploiement de la FTTH

Les pays d'Europe occidentale déploient le FTTH à grande échelle et ont entamé depuis plusieurs années le processus de carve out et de consolidation :

- **France** : Altice France a vendu 49,9% de sa participation dans SFR FTTH (2018), et la création de Orange concessions (2021).
- **Allemagne**: Telekom FTTH JV avec EWE,
- **Italie** : Création de TIM FiberCop, vente de la participation à KKR, fusion avec Open Fiber en cours.
- **Belgique** : Proximus a créé 2 carve outs FTTH régionaux avec vente de participations minoritaires.
- **Portugal** : Le carve out de MEO FTTH sous le nom de FastFiber, vente d'une participation de 49,99% à OMERS
- **Pologne** : Le carve out d'Orange Polska FTTH
- **Finlande** : Le carve out de Telia FTTH, vente d'une participation majoritaire à CapMan

Les investissements des fonds d'infrastructure vont se diriger vers les petits acteurs ayant des plans de déploiement agressifs ainsi que vers les acteurs établis désireux d'acquérir des concurrents plus petits afin de construire une position consolidée sur un marché spécifique.

Aucune société transfrontalière indépendante n'a encore vu le jour, mais les fonds d'investissement en infrastructures peuvent jouer un rôle déterminant à cet égard, en particulier les grands fonds qui poursuivent une stratégie multi-pays claire. Cependant, il n'existe pas encore de marché mature, et la valorisation continuera à être principalement basée sur la couverture potentielle ou les déploiements prévus.

En effet, la couverture FTTH est loin d'être atteinte dans tous les pays de l'UE et même les grands pays, comme l'Allemagne, sont loin d'avoir terminés leurs déploiements de réseaux FTTH. Cependant, l'Allemagne, la Pologne, la Roumanie et certains petits pays de l'UE offriront la prochaine vague d'opportunités pour les séparations d'opérateurs et les investissements en infrastructures. À l'exception de l'Allemagne, qui est un marché stable et sûr, du point de vue de l'investisseur, les pays de l'UE d'Europe de l'Est sont considérés comme plus risqués.

La plupart des fonds d'infrastructure ne sont pas familiers avec leur environnement juridique et commercial et certains d'entre eux ont même eu de mauvaises expériences dans d'autres secteurs d'infrastructure, comme le transport ou l'énergie. Cependant, nous pensons que des investissements dans les carve outs de fibercos et telcos FTTH indépendants auront lieu dans les années à venir dans cette région. Il existe des investisseurs en infrastructure capables de le faire et des opérateurs prêts à initier des carve outs.

Les opportunités en Europe de l'Ouest sont de moins en moins nombreuses et le niveau d'investissement se chiffre à plusieurs milliards. En parallèle, le nombre d'opportunités pour financer la croissance des petits acteurs va augmenter en Europe de l'Est.

Les opérateurs possédant des actifs mobiles et FTTH seront ciblés

En outre, on s'attend à ce que les fonds d'investissement fassent des offres pour des opérateurs plus petits et verticalement intégrés. Ainsi, ils verront que la valeur de l'actif peut être maximisée en séparant les activités de services de l'infrastructure. Cette approche

nécessitera des investissements plus importants que celle qui consiste à cibler de purs acteurs de l'infrastructure, mais elle rencontrera moins de concurrence de la part des autres investisseurs. Cependant, nous pensons que ça ne sera pas le choix des fonds d'infrastructure, mais probablement celui des fonds expérimentés et opportunistes souhaitant revendre rapidement après une restructuration. Dans ce contexte, les opérateurs seront également des cibles et qu'ils ne prendront parfois pas eux-mêmes l'initiative des carve outs.

Datacenter : prochaine vague ou nombre limité d'opportunités ?

Les investissements des opérateurs de télécommunications dans les centres de données ont été beaucoup plus faibles que dans d'autres types d'infrastructures. Ainsi, les opportunités de carve out sont moindres. Toutefois, une autre rupture est en train de se produire avec l'évolution des telcos vers le telco cloud, c'est-à-dire la virtualisation de l'infrastructure réseau.

Il s'agit de l'évolution des solutions de réseau intégrées vers des fonctions et des plates-formes de réseau virtualisées basées sur le cloud. Cela est considéré comme une opportunité pour les hyperscalers de capturer davantage la valeur de l'industrie des télécommunications. Du point de vue des opérateurs, il s'agit d'une menace importante et d'un choix stratégique difficile. Le cloud dépend de l'échelle et les opérateurs ont peu investi dans les années 2000 et 2010.

Ainsi, le «Telco Cloud» nécessiterait un investissement supplémentaire important de la part des opérateurs télécoms, à un moment où les fonds sont captés par le déploiement de la FTTH et de la 5G. Ajoutons à cela un manque évident d'expertise et de variété dans les services gérés, les services de centres de données des opérateurs télécoms se situent souvent au bas de la chaîne des valeurs : par exemple l'hébergement ou l'infrastructure as a service. De leur côté les fournisseurs de cloud se concentrent sur la partie Platform-as-a-Service et Software-as-a-Service.

La croissance des centres de données et la

demande de couches de services mieux gérées évincent de nombreux opérateurs télécoms du marché des centres de données. Ainsi, certaines entreprises de télécommunications, comme Telstra ou Deutsche Telekom, choisissent clairement de quitter l'espace du cloud et de se séparer, de fermer ou de vendre leur infrastructure existante. En même temps, certains opérateurs européens continuent à investir, comme Orange ou A1 Telekom Austria. Enfin, la plupart des opérateurs télécoms poursuivent parallèlement une voie de partenariat avec des hyperscalers, en essayant de s'allier avec eux pour tirer parti de leur position dominante sur le marché traditionnel du cloud pour en construire une sur le marché à venir du edge cloud. C'est le cas de TIM avec un spin-off combiné à un partenariat avec Google.

Quel est l'avenir des entreprises créées par le carve out ? Un exemple d'évolution de Towercos

L'infrastructure est le moteur de l'investissement et cela continuera pendant de nombreuses années. Cependant, nous anticipons certaines tendances qui remodeleront ce secteur à l'avenir

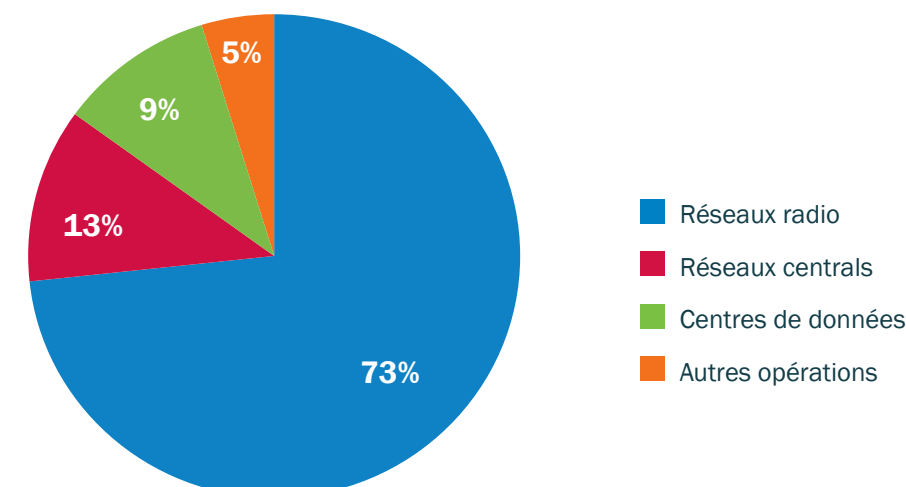
et que nous analyserons dans un autre article. La plupart de ces tendances auront un impact sur le paysage de Towercos.

► La question de la consommation d'énergie va pousser à la réduction des tours

Les fournisseurs d'équipements d'infrastructure mobile affirment qu'ils proposent des équipements de nouvelle génération qui réduisent considérablement la consommation d'énergie par GigaBit transmis.

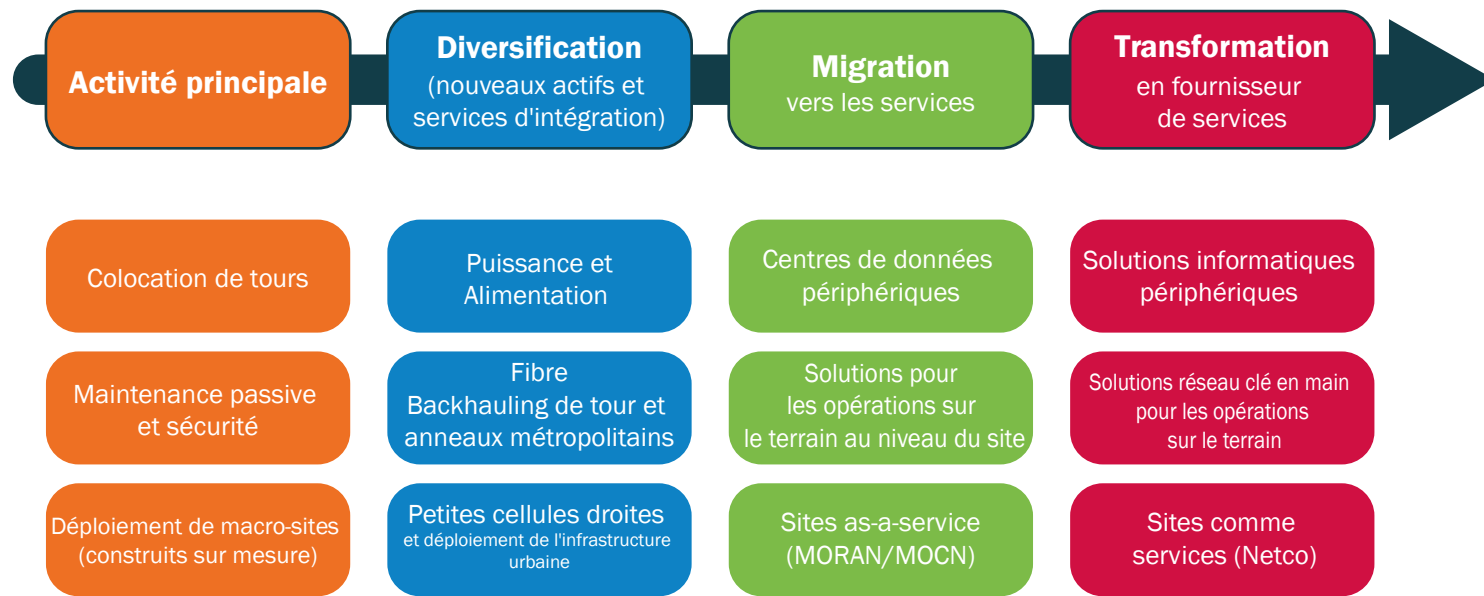
Cependant, ils ne précisent pas que le déploiement des technologies de nouvelle génération entraînera une augmentation du volume de données transmises, traitées et stockées. Il en résultera une augmentation spectaculaire des besoins énergétiques des infrastructures numériques. En raison de la problématique de plus en plus forte de la disponibilité, du prix et de l'impact environnemental de l'énergie, cela va introduire une nouvelle contrainte dans l'évolution de l'infrastructure mobile. Pour l'infrastructure mobile, le réseau d'accès radio représente 73 % de la consommation énergétique globale (figure 3).

Figure 3 : Répartition de la consommation d'énergie par élément de réseau, 2021



Source: NGMN «Green Future Networks»

Figure 3 : Évolution du modèle d'entreprise de Towerco, de l'immobilier à la Netco



Source : Pratique de la valeur de l'infrastructure Sofrecom, 2022

une opportunité et un moteur pour que l'investissement public revienne dans le jeu.

Cela pourrait aboutir à l'émergence de modèles public-privé qui conduiraient les phases ultimes de la consolidation du secteur. L'État est le seul acteur légitime pour conduire à un monopole réglementé de type service public.

Ainsi, la réduction du nombre de tours et d'antennes à déployer deviendra un objectif, et la technologie Open RAN apportera une réponse car elle permettra aux telcos de mutualiser largement leurs réseaux d'accès radio.

► **La concurrence des infrastructures mobiles va progressivement diminuer**

Les towercos favorisent l'hébergement et joueront également un rôle déterminant dans la promotion d'OpenRAN et d'autres technologies de partage afin de protéger la valeur de leurs actifs. Dans un environnement où la concurrence repose sur l'infrastructure, les opérateurs seront amenés à recourir davantage à l'hébergement et à effacer la valeur des actifs déclassés.

► **Les entreprises d'infrastructures passives doivent faire évoluer leur modèle économique**

Une fois la phase de consolidation de l'industrie achevée et le développement de l'optimisation par déclassement engagé, les towercos feront évoluer leur modèle commercial, passant de gestionnaires d'actifs immobiliers à opérateurs d'infrastructure. Elles ont déjà des projets en ce sens (voir figure 3).

D'un point de vue purement financier, cela entraînera une diminution du ROIC (rentabilité sur capital investi), puisque l'exploitation d'une infrastructure active est une activité avec des coûts plus élevés. Cette évolution du modèle économique sera moins intéressante pour les investisseurs privés et les Towercos auront beaucoup plus de difficultés à financer leur évolution.

► **Évolution du modèle économique et du marché vers des monopoles réglementés, le rôle de l'infrastructure numérique évoluant vers celui de service public**

Compte tenu de la nature critique, stratégique et résiliente de l'infrastructure numérique, les gouvernements pourraient vouloir reprendre le contrôle de celle-ci. Il s'agira d'éviter toute dépendance vis-à-vis des acteurs étrangers, de favoriser l'optimisation et de contrôler son évolution à long terme. L'infrastructure de réseau est manifestement en train de devenir un service public et sa soutenabilité devient un facteur critique.

Parallèlement, la diminution de l'attrait du secteur pour les capitaux privés sera également

Conclusion

De l'abondance illimitée à la consommation responsable

Les entreprises axées sur les infrastructures devront relever de grands défis au cours de la prochaine décennie, tout en restant un élément central de l'économie et une base pour de nombreux services essentiels. Ces défis pousseront l'infrastructure à se séparer complètement des services et remettront définitivement en question les modèles économiques existants, reposant sur la croissance des revenus et les accélérateurs d'innovation. L'infrastructure numérique connaîtra une lente évolution et devra s'adapter à un nouveau paradigme économique qui ne repose plus sur une abondance et un usage illimités mais plutôt sur une consommation raisonnable.



Frédéric Doucet

Directeur Business Consulting, Sofrecom

Depuis 2012, Frédéric a été successivement en charge du développement commercial de l'activité Business Consulting de Sofrecom, puis de l'accompagnement opérationnel d'Ethio Telecom, premier opérateur africain depuis 10 ans, pour ensuite créer et gérer 2 practices.

Il est responsable de 2 centres d'expertise :

Service de conseils sur la **valeur des infrastructures de télécommunications** pour :

- Telcos & MNOs
- Fonds d'investissement en PE, Banques et Institutions internationales de financement / Institutions développement
- Sociétés d'infrastructures (TowerCos, FiberCos...) et nouveaux acteurs
- Autorités de régulation des TIC

14 Services de conseils **en stratégie et en fusions et acquisitions** pour :

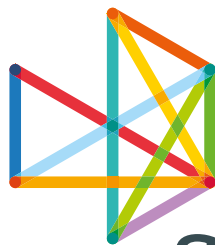
- Fonds d'investissement (Fintech, OTT, e-commerce, services de contenu, sécurité, services B2B)
- Stratégie et mise sur le marché des opérateurs télécoms/MNO et des OTT
- Projets de fusion et d'acquisition de sociétés de télécommunication, de MNO et d'entreprises de TIC (due diligence, modélisation et évaluation de l'activité, PMO).

Missions récentes les plus significatives :

- Tours de téléphonie mobile carve-out et lancement de towerco multi-pays
- Acquisition d'un MNO par un teleco fixe pour créer un opérateur convergent.
- Due diligence d'un MNO vue d'une prise de contrôle par un investisseur
- Due diligence et évaluation d'un projet régional d'acquisition d'actifs towerco pour une institution internationale de développement
- Cas d'investissement d'un telco international dans des sociétés indépendantes de commerce électronique et d'assurance
- Go-to-market d'un fournisseur de contenu en Afrique et au Moyen-Orient

Auparavant, Frédéric a travaillé pour Orange Business Services, créant et développant la division en charge des services TIC autour du réseau, notamment par l'acquisition et l'intégration de plusieurs sociétés de services IT spécialisées.

15



Sofrecom

The Know-How Network



Découvrez nos actualités
sur notre site web
www.sofrecom.com