

BITTE BEACHTEN SIE DEN HINWEIS AUF DER LETZTEN SEITE!

## France Télécom

### Anlageurteil

Die H1-Zahlen 2009 lagen im Rahmen unserer Erwartungen. Der Ausblick wurde bestätigt. Der Konzern ist sowohl im Inland als auch im Ausland gut positioniert. Sehr positiv werten wir die Tatsache, dass zurzeit keine großen Akquisitionen geplant sind. Obwohl wir der Meinung sind, dass in der nahen Zukunft eine Konsolidierung auf dem Telekommunikationsmarkt stattfinden wird, halten wir das aus heutiger Sicht für France Télécom nicht für empfehlenswert. Der Konzern verfügt nicht über genügend liquide Mittel, um große Übernahmen ohne eine Kreditaufnahme zu stemmen. Für die zukünftige Geschäftsentwicklung sehen wir durch den regulatorischen und politischen Druck in den für France Télécom relevanten Märkten mögliche Risiken. Außerdem sind auch negative Währungseffekte zu berücksichtigen. Bei einem auf 21,00 (alt: 20,00) Euro erhöhten Kursziel (Peer Group-Bewertung) lautet unser Votum weiterhin Kaufen.

Unternehmensdaten				
(in Mio. EUR / IFRS)	2007	2008	2009e	2010e
Umsatz	52.959	53.488	52.843	53.054
EBITDA	19.116	19.399	18.893	19.348
EBITDA-Marge (%)	36,1	36,3	35,8	36,5
EBIT	10.799	10.272	10.809	11.123
EBIT-Marge (%)	20,4	19,2	20,5	21,0
Nettoergebnis	6.300	4.069	5.224	5.309
Capex	6.979	6.955	6.620	6.730
Capex/Sales-Ratio (%)	13,2	13,0	12,5	12,7
Net Debt	37.980	35.859	34.318	33.350
Net Debt/EBITDA	2,0	1,8	1,8	1,7
Daten je Aktie (in EUR)				
Ergebnis	2,42	1,56	2,01	2,06
Cashflow	5,63	5,77	5,33	5,52
Dividende	1,30	1,40	1,48	1,54

### Unternehmensportrait

France Télécom ist eines der führenden Telekommunikationsunternehmen weltweit. Der Konzern ist überwiegend in Europa tätig. Ein Teil der Konzernstrategie ist es, die Aktivitäten in der Wachstumsregion Afrika verstärkt auszubauen. Über die Hälfte des Umsatzes erwirtschaftet die France Télécom auf dem französischen Heimatmarkt. France Télécom ist in den Geschäftsbereichen Festnetz, Mobilfunk (Orange), Internet und Netzinfrastruktur (Equant) aktiv. Seit 2005 werden die verschiedenen Aktivitäten in die Bereiche Home, Personal und Enterprise gegliedert. International (u.a. in UK, Spanien, Belgien, Rumänien, Polen sowie afrikanischen Ländern) ist France Télécom nur noch mit der Marke Orange, die vom Mobilfunkgeschäft auf das Festnetz- bzw. Breitbandgeschäft übertragen wurde, präsent.

## Aktienanalyse

### Titelinschätzung

#### Kaufen

zuvor Kaufen

### Branche

Telekommunikation

### Kursziel

21,00 EUR

### Aktienkennzahlen

Schlusskurs am 30.07.2009 (EUR)	17,56
Anzahl der Aktien (Mio.)	2.614,3
Marktkapitalisierung (Mio. EUR)	45.907
Freefloat (%)	72,66

### Bewertungskennzahlen

	2009e	2010e
KGV	8,7	8,5
KGV bereinigt	8,6	8,4
EV/Umsatz	1,5	1,5
EV/EBITDA	4,3	4,2
Dividendenrendite (%)	8,4	8,8

### Termine

29.10.2009 Zahlen Q3

### Historische Entwicklung (Schlusskurs)

52-Wochen-Hoch/Tief (EUR) 21,08/15,45

absolut (%)	1M	3M	12M
	8,7	4,1	-13,8
relativ gg. (PP)	1M	3M	12M
DJ EuroStoxx 50	-1,9	-7,7	7,4
DJ Stoxx 600			
Telecommunicati ons	0,1	-7,7	-3,1



Kontaktadresse (siehe letzte Seite)

## Highlights

- Der Umsatz ging in H1 2009 um 3,2% y/y (bereinigt: -0,5%) auf 25,46 Mrd. Euro zurück.
- Für das Frankreich-Geschäft erwies sich erneut die Mobilfunk-Sparte als Wachstumsträger. Negative Währungseffekten haben die Ergebnisse in Großbritannien und Polen stark beeinflusst.
- Vor allem auf Grund negativer Sondereffekte (Regulierungsvorgaben in Europa und Frankreich) sank die EBITDA-Marge auf 34,7% (Vj.: 35,3%).
- Der Ausblick für 2009 eines freien Cash Flows in Höhe von 8 Mrd. Euro wurde bestätigt. Nach früheren Konzernangaben könnten bei Bedarf die Investitionen weiter angepasst werden.

## Geschäftsentwicklung

Der Umsatz sank in H1 2009 um 3,2% y/y (bereinigt: -0,5%) auf 25,46 (Vj.: 26,30; unsere Prognose: 25,49; Marktkonsens: 25,54) Mrd. Euro. Das EBITDA auf Konzernebene lag mit 8,82 (Vj.: 9,29; unsere Prognose: 8,91; Marktkonsens: 8,66) Mrd. Euro 5,0% unter dem Vorjahreswert, auf vergleichbarer Basis betrug der Rückgang 2,6%. Vor allem auf Grund negativer Sondereffekte (Regulierungsvorgaben in Europa und Frankreich) sank die EBITDA-Marge auf 34,7% (Vj.: 35,3%). Das Nettoergebnis stieg leicht auf 2,58 (Vj.: 2,52; Marktkonsens: 2,40) Mrd. Euro. Das Capex ging auf 2,53 (Vj.: 3,13) Mrd. Euro zurück.

Entscheidend für den Umsatzrückgang auf Konzernebene war die rückläufige Umsatzentwicklung in Großbritannien (-15,5% y/y (bereinigt: -2,6%)) und in Polen (-26,7% y/y (bereinigt: -6,1%)). Zum Großteil sind die Umsatzrückgänge in den beiden Märkten auf negative Währungseffekte zurückzuführen. In **Großbritannien** wurde im Bereich Personal Communication Services ein Umsatzrückgang von 14,9% y/y (bereinigt: -1,9%) verzeichnet. Die Anzahl der Mobilfunk-Kunden stieg um 0,6% y/y auf 15,85 Millionen. Die Datenumsätze erhöhten sich um 5,6% y/y. Im Bereich Home Communication Services wurden deutliche Umsatzrückgänge sowohl auf Berichtsbasis (-28,0% y/y) als auch auf Vergleichsbasis (-16,9% y/y) ausgewiesen. Die Anzahl der ADSL-Kunden ging um 10,3% y/y zurück.

**Frankreich:** Auf dem wichtigsten Markt stieg der Umsatz um 1,2% y/y (bereinigt: +1,5% y/y) auf 11,84 Mrd. Euro. Wachstumsimpulse auf der Umsatzebene (organisch) wurden in erster Linie bei Personal Communication Services (Mobilfunk) mit einem Umsatzplus von 6,4% y/y (berichtet: +6,3%) auf 5,38 Mrd. Euro generiert. Der Umsatzanstieg im Mobilfunk basiert auf der höheren Kundenzahl (+4,0% y/y auf 25,29 Millionen) und den

deutlich höheren Datenumsätzen (+26,2% y/y; v.a. gestiegene SMS-Umsätze). Die Anzahl der Kunden, die mobiles Internet benutzen, stieg im Jahresvergleich um 34,1% y/y auf 12,07 Millionen. Im Bereich Home Communication Services (Festnetz/Breitband) ging der Umsatz um 1,8% y/y (bereinigt: -1,5%) zurück. Dies beruht vor allem auf negativen Regulierungseffekten, einer sinkenden Kundenzahl sowie dem Umsatzrückgang im e-commerce-Geschäft.

**In Polen und Spanien** wurden sowohl auf Berichtsbasis als auch auf Vergleichsbasis Umsatzrückgänge verzeichnet. In Spanien fiel der Umsatz in erster Linie durch den Rückgang im Mobilfunk-Bereich (-5,5% y/y). Im Festnetz/Breitband-Bereich sank der Umsatz um 1,5% y/y. In Polen wurden Umsatzrückgänge sowohl auf Berichtsbasis als auch auf Vergleichsbasis in den beiden Bereichen ausgewiesen. Dies war eine Folge negativer Währungseffekte sowie eines gestiegenen Regulierungsdrucks. Im **Rest der Welt** stieg der Umsatz um 4,7% y/y auf 4,11 Mrd. Euro. Auf Vergleichsbasis sank der Umsatz mit 0,2% y/y leicht.

## Perspektiven

Die von France Télécom veröffentlichten H1-Zahlen 2009 lagen größtenteils im Rahmen unseren Erwartungen. Für 2009 geht der Konzern weiterhin von einem freien Cash Flow in Höhe von 8 Mrd. Euro aus. Bei Bedarf könnten zu diesem Zweck die Investitionen weiter angepasst werden, teilte France Télécom mit. Weitere Schritte könnten in Form von Kostensenkungsprogrammen folgen.

Der Konzern ist bezüglich der Entwicklung des Heimatgeschäfts optimistisch. Mit Wachstumsimpulsen wird aus den Emerging Markets (v.a. Moldawien, Mittlerer Osten, Rumänien, Afrika) gerechnet. Wir gehen auf Grund der sich eintrübenden Wirtschaftslage von leichten Bremseffekten auf diesen Märkten aus. Verlangsamt wird die operative Entwicklung von France Télécom auch durch die Effekte der Roaming-Vorgaben der EU, die reduzierten Terminierungsentgelte sowie durch die Verschärfung des Konkurrenzkampfes im nationalen Mobilfunkmarkt (v.a. Aufhebung der Exklusivvereinbarung mit Apple), die in Form von höheren Vertriebs- und Marketingaufwendungen die Profitabilität beeinträchtigen können. Keine positiven Impulse werden mehr auf Grund des konjunkturellen Abschwungs aus dem Spanien-Engagement erwartet.

Die Bewertung der France Télécom-Aktie nehmen wir mittels eines Peer Group-Modells vor. Dabei verwenden wir die EV/Umsatz- und EV/EBITDA-Multiples sowie das KGV für die Jahre 2009 und 2010. Wir gewichten sowohl die Bewertungskennzahlen als auch die Jahre gleich. Daraus ergibt sich ein neues Kursziel von 21,00 (alt: 20,00) Euro. Angesichts eines Kurspotenzials von 19,6% lautet unser Votum für die France Télécom-Aktie weiterhin Kaufen.

## SWOT-Analyse

Stärken	Schwächen
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Im Gegensatz zu mehreren Wettbewerbern, auch Ex-Monopolisten, besitzt der Konzern eine hervorragende Marktposition auf dem Heimatmarkt und kann sie weiterhin ausbauen (v.a. Mobilfunk)</li> <li>- Gut positioniert in Wachstumsmärkten (einziger Konzern in der betrachteten Peer Group mit großer Erfahrung in Afrika)</li> <li>- Sehr gut positioniert im IPTV-Geschäft. Führende Position in Europa</li> <li>- Erfolgreiche Kostenoptimierungsprogramme, v.a. im Festnetz- und Geschäftskundensegment</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Zunehmender Wettbewerbs-/Preisdruck in den Mobilfunkmärkten in Europa (betroffene Märkte: Frankreich und Spanien)</li> <li>- Politischer Einfluss beeinträchtigt operative Entscheidungen</li> </ul>
Chancen	Risiken
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Reduzierung des Staatsanteils</li> <li>- Wachstumspotenzial in Osteuropa und Emerging Markets-Regionen, v.a. Afrika</li> <li>- Einführung von neuen Produktlinien</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Zunehmender Wettbewerbs- und Preisdruck im nationalen Markt</li> <li>- Konjunkturelle Sensibilität (v.a. im Geschäftskundensegment)</li> <li>- Sinkende Gesprächsumsätze trotz steigender Telefoniminuten</li> </ul>

## Allgemeiner Hinweis:

Diese Publikation ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe der vorliegenden Information am 31.07.2009. Die vorliegende Publikation beruht unserer Auffassung nach auf als zuverlässig und genau geltenden allgemein zugänglichen Quellen, ohne dass wir jedoch eine Gewähr für die Vollständigkeit und Richtigkeit der herangezogenen Quellen übernehmen können. Insbesondere sind die dieser Publikation zugrunde liegenden Informationen weder auf ihre Richtigkeit noch auf ihre Vollständigkeit (und Aktualität) überprüft worden. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit können wir daher nicht übernehmen. Die vorliegende Veröffentlichung dient ferner lediglich einer allgemeinen Information und ersetzt keinesfalls die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung. Für weitere zeitnähere Informationen stehen Ihnen die jeweiligen Anlageberater zur Verfügung.

Die Bayerische Landesbank hat organisatorische Vorkehrungen in Übereinstimmung mit den gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Regelungen getroffen, um Interessenkonflikte im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen zu vermeiden. Insbesondere bestehen unternehmensinterne Informationsschranken, die den Analysten den Zugang zu Insiderinformationen versperren.

Die Bayerische Landesbank unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Postfach 50 01 54, 60391 Frankfurt.

Für diese Publikation wurde der Schlusskurs an folgendem Börsenplatz herangezogen:

France Télécom Paris Stock Exchange

Die Aktualisierung erfolgt Anlass bezogen, auf das Einstellen der Coverage wird vorab hingewiesen.

Bitte beachten Sie auch die Hinweise auf unserer Webseite [www.bayernlb.de](http://www.bayernlb.de) unter Research.

## Bewertungshinweis

Zur Unternehmensbewertung werden gängige und anerkannte Bewertungsmethoden (u.a. Diskontierungsverfahren, Multiple-Verfahren) herangezogen. Die der Unternehmensbewertung zugrunde liegenden Zahlen der Gewinn- und Verlustrechnung, Kapitalflussrechnung bzw. Bilanz beruhen überwiegend auf Prognosen und sind daher mit Risiken behaftet.

Zeithorizont der Anlageempfehlung: 6-12 Monate

### Bedeutung der Empfehlungen

Kaufen	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6-12 Monaten einen absoluten Kursgewinn von mindestens 15% aufweisen
Halten	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6-12 Monaten einen absoluten Kursgewinn zwischen 0% und 15% aufweisen
Verkaufen	Die Aktie wird nach unserer Einschätzung auf Sicht von 6-12 Monaten einen absoluten Kursverlust aufweisen

In die Anlageempfehlung können neben dem Ergebnis aus der Unternehmensbewertung auch weitere kursbeeinflussende Faktoren einfließen. Die Empfehlungen und Kursziele können daher von den aus der Unternehmensbewertung resultierenden Ergebnissen abweichen.

Die Bewertungsmethodik des BayernLB Aktien-Research für diese Publikationsreihe hat sich zum 16. Februar 2009 geändert. Eine direkte Vergleichbarkeit mit vor diesem Zeitpunkt veröffentlichten Anlageempfehlungen ist daher nicht gegeben.

## Letzte abweichende Empfehlung (innerhalb der vergangenen 12 Monate)

27.03.2009 Aktien Ticker Halten

### Verteilung der Empfehlungen

Verteilung der Empfehlungen der letzten drei Monate insgesamt und für die Unternehmen, für die in den letzten 12 Monaten Investmentbanking-Dienstleistungen erbracht wurden.

#### Verteilung aller Empfehlungen

Kaufen	Übergewichten	Halten	Neutral	Verkaufen	Untergewichten
21%	1%	45%	2%	29%	2%

#### Verteilung aller Empfehlungen auf Emittenten, für die in den letzten 12 Monaten Investment Banking-Dienstleistungen erbracht wurden

Kaufen	Übergewichten	Halten	Neutral	Verkaufen	Untergewichten
20%	3%	41%	3%	29%	4%

Die Verteilung bezieht sich auf alle Aktien, Unternehmensanleihen, Covered Bonds und Staatsanleihen, für die das Research der BayernLB eine Empfehlung ausspricht.

### Disclaimer für Länder außerhalb Deutschlands

Diese Publikation ist nicht für eine Veröffentlichung in Ländern und eine Verteilung an Personen bestimmt, wenn die Verteilung, Veröffentlichung oder Verwendung den gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Bestimmungen des jeweiligen Landes zuwiderlaufen würde und die Bayerische Landesbank dadurch einer Eintragungs- und Lizenzverpflichtung unterläge. **Insbesondere ist diese Publikation nicht für eine Verteilung in den USA, Kanada und Japan bestimmt. Sie ist lediglich für eine Verteilung in den Ländern Deutschland, Österreich, Schweiz, Niederlande, Italien, Dänemark, Norwegen, Finnland, Portugal, Ungarn, Schweden, Spanien und Großbritannien im Rahmen der unten beschriebenen Einschränkungen bestimmt.**

Diese Publikation ist urheberrechtlich geschützt. Die Vervielfältigung von Informationen oder Daten, insbesondere die Verwendung von Texten, Textteilen oder Bildmaterial bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung der Bayerischen Landesbank. Alle Warenzeichen, Servicebezeichnungen und Logos, die in dieser Publikation verwendet werden, sind Warenzeichen bzw. Servicebezeichnungen oder eingetragene Warenzeichen bzw. Servicebezeichnungen der Bayerischen Landesbank.

Diese Publikation wurde ohne Mitwirkung der jeweiligen Emittenten, die Gegenstand der Publikation sind, erstellt.

Diese Publikation dient ausschließlich Informationszwecken und stellt weder eine individuelle Anlageempfehlung noch ein Angebot zum Kauf, Verkauf oder der Zeichnung von Finanzinstrumenten dar. Einzelheiten zu der Ausgestaltung der erwähnten Finanzinstrumente sind dem jeweiligen Verkaufsprospekt zu entnehmen.

Diese Publikation wird in **Großbritannien** durch die Bayerische Landesbank verteilt; sie ist nicht als Aufforderung für eine Anlageentscheidung im Sinne von § 21 des britischen Financial Services and Markets Act 2000 ("FSMA") zu verstehen. Soweit diese Publikation eine Aufforderung darstellen sollte, so ist diese nur gerichtet an:

(i) "Investment Professionals" im Sinne von § 19(5) des britischen Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (in der jeweils gültigen Fassung; the "Financial Promotion Order"); oder  
(ii) Personen, die unter § 49(2)(a) bis (d) der Financial Promotion Order fallen; und  
(iii) alle sonstigen Personen, an die die Publikation zulässigerweise für die in § 21 FSMA genannten Zwecke gerichtet werden darf ("relevant persons").  
Personen, die nicht zu dem vorstehenden Personenkreis gehören, können sich nicht auf diese Publikation stützen und auf ihrer Basis Anlageentscheidungen treffen.

Diese Publikation wird in **Italien** durch die Bayerische Landesbank ausschließlich an "professional investors" (institutionelle Investoren) gemäß den dortigen gesetzlichen Bestimmungen verteilt.

Diese Publikation wird in der **Schweiz** durch die Bayerische Landesbank gemäß den dortigen gesetzlichen Bestimmungen verteilt.

Diese Publikation wird in **Finnland** durch die Bayerische Landesbank ausschließlich an „professionelle Investoren“ gemäß der Definition des Finnischen Securities Market Act (495/1989, wie ergänzt) verteilt.

Diese Publikation wird in **Ungarn** durch die Bayerische Landesbank ausschließlich an institutionelle Anleger versandt, welche die Risiken einer Geldanlage in Wertpapieren kennen. Diese Publikation ist nicht als Veranlassung zu sehen, ein Investment-Engagement einzugehen, Wertpapiere zu zeichnen oder zu kaufen. Der Versand dieser Publikation ist ebenfalls nicht als Erteilung einer Anlageberatung bzw. -empfehlung ("befektetési ajánlás") im Sinne des Gesetzes Nr. CXX von 2001 über Kapitalmärkte, Ziffer 81 (2) f), zu verstehen.

**Rossen Koev**  
Analyst  
  
**Kontakt BayernLB**  
+49 89 2171 21700  
research@bayernlb.de

**Redaktion:**  
Bayerische Landesbank  
Unternehmensbereich 5700  
80277 München (= Briefadresse)  
research@bayernlb.de

**Geschäftsgebäude:**  
Bayerische Landesbank  
Brienner Straße 18  
80333 München (= Paketadresse)  
Tel +49 89 2171-21762  
Fax+49 89 2171-21799  
www.bayernlb.de