Orange

ORAN · Revisión v3 · Análisis propio TLT

Fecha del informe: 22/10/2026

Precio de referencia / reference_price: 14.40 EUR

Publicación en la web: 27/10/2026 · Revisión editorial: 27/10/2026 · Referencia del documento, no cotización actual.

Empresa:	7.80/10
Oportunidad:	8.30/10
NOTA FINAL:	8.00/10

Compra selectiva

Riesgo: Medio-alto

En S1 2026 ventas 20.948 M EUR, +3,5% comparable; EBITDAaL 6.128 M EUR, +5,0%, o +3,7% sin mayoristas extraordinarios franceses. Francia: ventas 8.672 y EBITDAaL 2.959 M EUR. África/Oriente Medio: ventas 4.576 (+13,9%) y EBITDAaL 1.762 M EUR (+16,1%). Empresa 7,8: escala y recurrencia limitadas por Francia madura y crecimiento adquirido; Oportunidad 8,3: yield útil y potencial condicionado; Final 8,0: compra selectiva. La limitación es deuda tras adquisiciones y caja ordinaria tras licencias, sin imponer tamaño. Podemos equivocarnos si Francia depende de extraordinarios. Un puente de caja homogéneo con deuda descendente pese a Scorefit elevaría convicción; menor FCF all-in recurrente la revertiría. Lo menos respaldado es BPA/múltiplo 2031 después de financiar SFR.

Horizonte de 5-10 años. Las tres notas son juicios separados; Nota Final no es una media. Fuentes, supuestos y límites se distinguen en el texto.

Negocio, novedades y caja

En S1 2026 ventas 20.948 M EUR, +3,5% comparable; EBITDAaL 6.128 M EUR, +5,0%, o +3,7% sin mayoristas extraordinarios franceses. Francia: ventas 8.672 y EBITDAaL 2.959 M EUR. África/Oriente Medio: ventas 4.576 (+13,9%) y EBITDAaL 1.762 M EUR (+16,1%).

En S1 caja orgánica 2.167 M EUR y FCF all-in 1.860 M EUR; eCAPEX 3.182 M EUR. La guía disponible al corte era caja orgánica anual cercana a 4.300 M EUR, EBITDAaL superior al 4% y dividendo propuesto de 0,79 EUR para 2026.

Fibra, espectro, distribución francesa y convergencia sostienen recurrencia. África/Oriente Medio impulsa crecimiento pero exige inversión y expone a divisa/regulación. Ingresos minoristas franceses estables y ventas Business -3,1%: la ventaja sostiene caja más que alto crecimiento orgánico.

Se utiliza FCF all-in, no EBITDAaL menos eCAPEX como caja del dueño. EBITDAaL ya recoge economía de alquileres; no restar dos veces. La diferencia semestral de 307 M EUR entre caja orgánica y all-in incluye usos excluidos como licencias. eCAPEX netea ventas y excluye licencias: inversión bruta material/intangible 3.529 M EUR es otra base. Importan impuestos pagados, interés, circulante, minoritarios y reestructuración. Sin añadir SBC ni inventar capex solo de mantenimiento.

Deuda financiera neta de junio 35.683 M EUR y 2,40x incluyen doce meses de EBITDA de MasOrange aunque se consolida desde junio. Compra en efectivo de 4.250 M EUR más deuda asumida no es crecimiento orgánico. Scorefit, 1.300 M EUR, cerró el 1 de julio, después del balance. El memorando de SFR supone unos 5.600 M EUR de valor empresa sujeto a autorización. M&A compite con reparto; no toda caja retenida amortiza principal. La emisión de 4.100 M EUR de septiembre acredita acceso, no caja gratuita.

Valoración y exigencias del precio

14,40 EUR por unos 2.660 millones de acciones ordinarias implica 38.300 M EUR de capitalización. Caja económica condicional de 3.500-4.000 M EUR anuales tras licencias y costes recurrentes ofrece 9,1-10,4%; guía no equivale a realización ni normalización auditada. Suponiendo 0,79 EUR cada aniversario 2027-2031, BPA 1,15 y 12x en octubre de 2031: terminal 13,80 más 3,95 de dividendos = 17,75 EUR, crecimiento anual de riqueza del 4,3% sin reinversión. Favorable: BPA 1,40 a 13x = 22,15 EUR con dividendos, 9,0%; adverso: 0,80 a 10x y cinco dividendos de 0,60 = 11 EUR, -5,2%. Para un 8% ilustrativo con 3,95 de dividendos y 12x se precisa BPA cercano a 1,43. Compra selectiva: la caja sostiene valor, pero el potencial exige ejecución y el PER 9,43x está afectado por ganancias.

El presupuesto limita convicción: caja económica anual condicional de 3.500-4.000 menos unos 2.100 M EUR de dividendos retiene 1.400-1.900. Retención quinquenal de 7.000-9.500 quedaría absorbida en gran parte por usos ilustrativos de 5.600 de SFR y 1.300 de Scorefit, restando 100-2.600 antes de integración y reservas. No es financiación exacta de equity certificada. Los 4.100 M EUR de bonos de septiembre acreditan acceso, no caja repartible.

Riesgos, contraargumentos y seguimiento

Adverso conjunto: Francia estancada, divisa africana débil, sinergias españolas tardías y mayor interés por M&A. Repreciar 5.000 M EUR de refinanciación en 100 pb cuesta 50 M EUR anuales antes de impuestos: sensibilidad, no cupón de toda la deuda. Dividendo sujeto a aprobación y competidor del desapalancamiento. No se dan por realizadas sinergias ni financiación de SFR.

La objeción más fuerte es que la baratura capitaliza ganancias de control y extraordinarios mayoristas mientras deuda y SFR consumen caja. Beneficio neto semestral 3.555 M EUR incluye 2.400 M EUR por control de MasOrange; ajustado consolidado 1.350 y ajustado atribuible 993 M EUR son conceptos distintos. Bouygues Telecom e Iliad comparan competencia francesa; Deutsche Telekom tiene perímetro estadounidense/minoritarios diferente. Ericsson y compañías cuánticas del PDF no son pares defendibles de valoración. No se usa media numérica sin conciliar.

Conclusión y justificación de las notas

Empresa 7,8: escala y recurrencia limitadas por Francia madura y crecimiento adquirido; Oportunidad 8,3: yield útil y potencial condicionado; Final 8,0: compra selectiva. La limitación es deuda tras adquisiciones y caja ordinaria tras licencias, sin imponer tamaño. Podemos equivocarnos si Francia depende de extraordinarios. Un puente de caja homogéneo con deuda descendente pese a Scorefit elevaría convicción; menor FCF all-in recurrente la revertiría. Lo menos respaldado es BPA/múltiplo 2031 después de financiar SFR.

Qué vigilamos

- Caja recurrente tras toda inversión y alquileres
- Deuda neta y refinanciación tras adquisiciones

Fuentes y alcance

original.pdf; complete text and critical-page visual review | 2026-10-22 | original-cutoff

assets.orange.com · pm_12751_581_581253 1g2xmc8lwk.pdf | 2026-07-28 | original-cutoff

Analyst scenarios in reasoning; not published company forecasts | 2026-10-22 | analyst-assumption

newsroom.orange.com · orange realise avec succes une emission obligataire en 4 tranches pour un montant total de 41 milliards deuros 494134 | 2026-09-08 | original-cutoff

Orange

ORAN · v3 · Report 22/10/2026 · Reference 14.40 EUR

Company 7.80/10 | Opportunity 8.30/10 | Overall 8.00/10

Selective buy

Risk: Medium-high

H1 2026 revenue EUR 20,948m grew 3.5% comparable; EBITDAaL EUR 6,128m grew 5.0%, or 3.7% excluding exceptional French wholesale items. France revenue EUR 8,672m and EBITDAaL EUR 2,959m contrast with Africa/Middle East revenue EUR 4,576m (+13.9%) and EBITDAaL EUR 1,762m (+16.1%). Company 7.8 reflects network scale and recurring cash, limited by mature France and acquired growth; opportunity 8.3 reflects a useful cash yield with credible but conditional upside; overall 8.0 supports selective buy. Selectivity means conviction is limited by post-acquisition leverage and ordinary cash available after licenses, not a prescribed position size. We may be wrong if French profitability is sustained by one-offs. A clean full-perimeter cash bridge with falling leverage despite Scorefit would improve conviction; weaker recurring all-in FCF would reverse it. The weakest valuation input is the 2031 EPS/terminal multiple after SFR funding.

Business, developments and cash

H1 2026 revenue EUR 20,948m grew 3.5% comparable; EBITDAaL EUR 6,128m grew 5.0%, or 3.7% excluding exceptional French wholesale items. France revenue EUR 8,672m and EBITDAaL EUR 2,959m contrast with Africa/Middle East revenue EUR 4,576m (+13.9%) and EBITDAaL EUR 1,762m (+16.1%).

H1 organic cash flow was EUR 2,167m and all-in FCF EUR 1,860m; eCAPEX EUR 3,182m. Full-year guidance at cutoff was organic cash flow around EUR 4.3bn, EBITDAaL growth above 4%, and a EUR 0.79 proposed dividend for FY2026.

Fiber and spectrum scale, the French distribution network and convergent customer relationships support recurring revenue. Africa/Middle East is the growth engine but needs more investment and carries FX/regulatory risk. French retail revenue is flat and Business sales fell 3.1%; the moat supports cash resilience rather than rapid organic group growth.

Use all-in FCF rather than EBITDAaL minus eCAPEX as owner cash. EBITDAaL already charges lease economics; do not deduct the same rent twice. The EUR 307m difference between H1 organic cash flow and all-in FCF includes excluded uses such as licenses; it is not all distributable. eCAPEX nets disposals and excludes licenses; EUR 3,529m gross PP&E/intangible investment is a different base. Cash tax, financial interest, working capital, minority distributions and restructuring still matter. No SBC addback or unsupported maintenance-only capex is used.

June net financial debt EUR 35,683m and 2.40x leverage include full-year MasOrange EBITDA in the denominator although consolidation starts in June. The EUR 4.25bn cash purchase plus assumed debt is not organic growth. Scorefit EUR 1.3bn completed July 1, after the debt snapshot. SFR memorandum implies about EUR 5.6bn enterprise consideration subject to approvals, not a completed purchase. Debt-funded transactions compete with distributions; do not assume all retained cash amortizes principal. September EUR 4.1bn bond issuance evidences access, not free cash.

Valuation and price expectations

EUR 14.40 times roughly 2.66bn ordinary shares implies EUR 38.3bn equity. A conditional EUR 3.5-4.0bn annual economic cash envelope after licenses and recurring costs yields 9.1-10.4%; FY guidance is not a realization or audited normalization. Assume EUR 0.79 dividends at each anniversary in 2027-2031, EPS EUR 1.15 and 12x terminal in October 2031: terminal EUR 13.80 plus EUR 3.95 dividends gives EUR 17.75 wealth, about 4.3% annual growth without reinvestment. A stronger EPS EUR 1.40 at 13x gives EUR 22.15 wealth, 9.0%; adverse EPS EUR 0.80 at 10x and five EUR 0.60 dividends gives EUR 11, -5.2%. At an illustrative 8% wealth growth with EUR 3.95 dividends and 12x terminal, required EPS is about EUR 1.43. The purchase is selective because the cash yield supports value but upside needs execution, not a 9.43x headline P/E distorted by gains.

The funding budget limits conviction: conditional annual economic cash EUR 3.5-4bn less about EUR 2.1bn dividends retains EUR 1.4-1.9bn. Five-year retention EUR 7-9.5bn would be largely consumed by illustrative EUR 5.6bn SFR and EUR 1.3bn Scorefit uses, leaving EUR 0.1-2.6bn before integration and buffers. This is not a certified equity funding requirement. The completed EUR 4.1bn September bond issue demonstrates financing access, not distributable cash.

Risks and monitoring

Joint adverse: France stagnates, Africa FX weakens, Spain synergies slip and acquisition debt raises cash interest. A 100bp repricing on EUR 5bn refinancing costs EUR 50m pretax annually; this is a sensitivity, not the coupon of all debt. The dividend is subject to approval and can compete with deleveraging. No SFR synergy or acquisition funding is credited as realized.

The strongest contrary case is that apparent cheapness capitalizes disposal/control gains and French wholesale one-offs while leverage and SFR consume the cash. H1 net income EUR 3,555m includes a EUR 2.4bn MasOrange control gain; adjusted consolidated profit is EUR 1,350m and adjusted parent profit EUR 993m, not the same claim. Bouygues Telecom and Iliad are useful French competitive comparators; Deutsche Telekom has a large US minority perimeter and different growth. Ericsson equipment and quantum companies in the PDF are not defensible valuation peers. No unreconciled numerical peer average is used.

Conclusion and independent score judgments

Company 7.8 reflects network scale and recurring cash, limited by mature France and acquired growth; opportunity 8.3 reflects a useful cash yield with credible but conditional upside; overall 8.0 supports selective buy. Selectivity means conviction is limited by post-acquisition leverage and ordinary cash available after licenses, not a prescribed position size. We may be wrong if French profitability is sustained by one-offs. A clean full-perimeter cash bridge with falling leverage despite Scorefit would improve conviction; weaker recurring all-in FCF would reverse it. The weakest valuation input is the 2031 EPS/terminal multiple after SFR funding.

The original ProResearch is retained in the private case file; this PDF is TLT's own editorial analysis. Internal review by the same system is not an independent audit and does not guarantee returns. This is not personalized advice.