

OFFRE PUBLIQUE D'ACQUISITION VOLONTAIRE CONDITIONNELLE EN ESPÈCES
suivie, le cas échéant, d'une offre de reprise simplifiée par

ORANGE S.A.

Société anonyme de droit français
78 rue Olivier de Serres, 75015 Paris (France)
Registre du Commerce et des Sociétés de Paris 380 129 866 (**Orange** ou l'**Offrant**)



SUR L'ENSEMBLE DES ACTIONS N'ETANT PAS ENCORE DETENUES
PAR L'OFFRANT OU LES PERSONNES LIEES A L'OFFRANT
EMISES PAR

ORANGE BELGIUM SA

Société anonyme de droit belge
Avenue du Bourget 3, 1140 Bruxelles (Belgique)
RPM Bruxelles (division francophone) 0456.810.810
(**Orange Belgium** ou la **Société Visée**)

Prix de l'Offre : 22,0 EUR par Action

Si l'assemblée générale ordinaire de la Société Visée du 5 mai 2021 approuve le dividende brut proposé de 0,50 EUR par action pour l'exercice 2020, et que la date ex-dividende tombe avant la date de paiement du Prix de l'Offre, le montant de ce dividende brut sera déduit du Prix de l'Offre de 22,0 EUR par Action et le Prix de l'Offre s'élèvera donc à 21,50 EUR.

La Période Initiale d'Acceptation commence le 8 avril 2021
et se termine en principe le 23 avril 2021 à 16h00 (heure belge).

Les Formulaires d'Acceptation doivent être déposés directement ou via un intermédiaire financier auprès des guichets de BNP Paribas Fortis SA.

Le Prospectus et les Formulaires d'Acceptation sont disponibles gratuitement aux guichets de BNP Paribas Fortis SA ou par téléphone auprès de BNP Paribas Fortis SA au numéro +32 2 433 41 13. Les versions électroniques du Prospectus et des Formulaires d'Acceptation sont également disponibles sur les sites internet suivants : www.bnpparibasfortis.be/sparenenbeleggen (en néerlandais et présentant le résumé du Prospectus en anglais) et www.bnpparibasfortis.be/epargneretplacer (en français et présentant le résumé du Prospectus en anglais) et sur les sites internet de la Société Visée (www.orange.be) et de l'Offrant (www.orange.com).

Conseiller financier de l'Offrant :



BNP PARIBAS
FORTIS

Prospectus en date du 31 mars 2021

Table des matières

Résumé du Prospectus.....	4
1. Définitions.....	14
2. Communications importantes.....	16
2.1 Informations contenues dans le Prospectus.....	16
2.2 Restrictions.....	16
2.3 Déclarations prévisionnelles.....	16
3. Informations générales.....	18
3.1 Approbation par la FSMA.....	18
3.2 Responsabilité du Prospectus.....	18
3.3 Version officielle et traductions.....	18
3.4 Informations pratiques.....	18
3.5 Conseillers financiers et juridiques de l'Offrant.....	19
4. L'Offrant.....	20
4.1 Identification de l'Offrant.....	20
4.2 Objet social de l'Offrant.....	20
4.3 Activités de l'Offrant.....	21
4.4 Développements récents.....	21
4.5 Structure de capital et de l'actionnariat de l'Offrant.....	21
4.6 Structure de gestion de l'Offrant.....	22
4.7 Participations principales.....	23
4.8 Informations financières.....	23
4.9 Personnes agissant de concert avec l'Offrant.....	24
4.10 Participation dans la Société Visée.....	24
5. La Société Visée.....	25
5.1 Identification de la Société Visée.....	25
5.2 Objet de la Société Visée.....	25
5.3 Activités de la Société Visée.....	26
5.4 Développements récents.....	27
5.5 Structure d'actionnariat de la Société Visée.....	27
5.6 Structure de gestion de la Société Visée.....	28
5.7 Informations financières.....	30
5.8 Structure du capital de la Société Visée et titres.....	31
5.9 Participations principales.....	32
5.10 Evolution du cours de l'action sur Euronext Brussels.....	32
6. L'Offre.....	33
6.1 Caractéristiques de l'Offre.....	33
6.2 Prix de l'Offre.....	34
6.3 Déroulement de l'Offre.....	50
6.4 Objectifs, motifs et intentions de l'Offrant.....	54

6.5	Régularité et validité de l'Offre	56
6.6	Acceptation de l'Offre et propriété des Actions.....	57
6.7	Publication des résultats de l'Offre.....	59
6.8	Date et mode de paiement du Prix de l'Offre	59
6.9	Contre-offre et offre supérieure	60
6.10	Autres aspects de l'Offre.....	60
7.	Traitement fiscal de l'Offre.....	62
7.1	Remarques préliminaires	62
7.2	Impôts sur le transfert d'Actions	62
7.3	Taxe sur les opérations de bourse.....	64
7.4	Impôts sur la distribution de dividendes	64

Résumé du Prospectus

Avertissement

Il convient de lire le présent résumé comme une introduction au Prospectus. Il doit être lu conjointement avec les informations plus détaillées reprises ailleurs dans le Prospectus. La décision de donner suite à l'Offre doit être fondée sur un examen exhaustif du Prospectus. Par conséquent, les Actionnaires de la Société Visée sont invités à se faire leur propre avis sur les conditions de l'Offre, et sur les avantages et inconvénients que l'acceptation de l'Offre peut avoir pour eux.

Nul ne peut voir sa responsabilité civile engagée sur la base du présent résumé ou de sa traduction, sauf contenu trompeur, inexact ou contradictoire par rapport aux autres parties du Prospectus.

Les termes utilisés avec une majuscule dans le présent résumé qui ne sont pas expressément définis ont la signification qui leur est attribuée dans le Prospectus.

L'Offrant

L'Offrant est Orange, une société anonyme de droit français dont le siège social est situé au 78 rue Olivier de Serres, 75015 Paris, France, identifiée au SIREN sous le numéro 380 129 866 et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris.

Orange est cotée sur Euronext Paris (symbole ORA, ISIN FR0000133308) et sur le New York Stock Exchange (symbole ORAN).

L'actionnaire de référence de l'Offrant est l'Etat français dont la participation s'élève actuellement à 13,39% du capital de l'Offrant (ensemble avec la participation détenue par Bpifrance Participations, qui s'élève à 9,56%, 22,95% du capital de l'Offrant est aux mains du secteur public).

À la date du Prospectus, l'Offrant possède, indirectement via sa filiale détenue à 100%, Atlas Services Belgium SA, 31.753.100 actions (soit 52,91 % des actions émises) dans la Société Visée et la contrôle donc de manière indirecte par le biais de cet intermédiaire. Ces actions ne sont pas reprises dans l'Offre.

En raison du contrôle exercé par l'Offrant sur la Société Visée, cette dernière est déjà, à la date du Prospectus, une Personne Liée à l'Offrant. Actuellement, la Société Visée détient 69.657 actions propres (soit 0,12% des actions émises). Ces actions propres ne sont pas non plus reprises dans l'Offre.

Par conséquent, à la date du Prospectus, l'Offrant et les Personnes Liées à l'Offrant (à savoir Orange Belgium (dans la mesure où elle détient des actions propres) et Atlas Services Belgium SA) possèdent ensemble 31.822.757 actions (soit 53,03% des actions émises) de la Société Visée, qui ne sont pas reprises dans l'Offre.

La Société Visée

La Société Visée est Orange Belgium, une société anonyme de droit belge, dont le siège est situé à Evere (1140 Bruxelles), avenue du Bourget 3 (Belgique) et immatriculée à la Banque-Carrefour des Entreprises sous le numéro 0456.810.810 (RPM Bruxelles, division francophone).

Les actions dans la Société Visée sont admises à la négociation sur le marché réglementé d'Euronext Brussels (Compartiment A) sous le code ISIN BE0003735496.

À la date du Prospectus, le capital de la Société Visée s'élève à 131.720.619,14 EUR et est représenté par 60.014.414 actions, dont 69.657 actions propres (soit 0,12% des actions émises).

Caractéristiques de l'Offre

Nature et objet de l'Offre

L'Offre est une offre publique d'acquisition volontaire et conditionnelle lancée conformément au chapitre II de l'AR OPA. L'Offre est une offre en espèces.

L'Offre porte sur les 28.191.657 Actions émises par la Société Visée qui ne sont pas encore détenues par l'Offrant et les Personnes Liées à l'Offrant (à savoir Orange Belgium (en ce qui concerne les actions propres qu'elle détient) et Atlas Services Belgium SA) à la date du Prospectus, qui représentent 46,97% du total des actions émises par la Société Visée.

Etant donné que l'Offre est émise par une entité qui contrôle déjà la Société Visée, Degroof Petercam Corporate Finance SA a été nommée en tant qu'Expert Indépendant par les administrateurs indépendants de la Société Visée afin de procéder à une évaluation et d'établir un rapport à ce sujet conformément à l'article 23 de l'AR OPA. Le rapport est joint au Prospectus en tant qu'Annexe 2.

L'Offrant a l'intention de lancer une Offre de Reprise simplifiée en application de l'article 7:82, § 1er du CSA et des articles 42 et 43 de l'AR OPA, si les conditions pour lancer une telle Offre de Reprise, telles que définies à l'article 42 de l'AR OPA, sont remplies. Ces conditions prévoient qu'à la suite de l'Offre (ou de sa réouverture), (i) l'Offrant et les Personnes Liées à l'Offrant possèdent conjointement 95% du capital assorti de droits de vote et des titres avec droits de vote et (ii) l'Offrant ait acquis, par acceptation de l'Offre, des titres représentant au moins 90% du capital assorti de droits de vote faisant l'objet de l'Offre. Les conditions pour lancer une telle Offre de Reprise simplifiée seront remplies si l'Offrant et les Personnes Liées à l'Offrant à la suite de l'Offre (ou de sa réouverture) possèdent conjointement au moins 95,30% des actions émises par la Société Visée.

Conditions de l'Offre

L'Offre est soumise aux conditions suivantes:

- (a) durant la période préalable à la date d'annonce des résultats de la Période Initiale d'Acceptation, le cours de clôture de l'indice Bel 20 n'a pas diminué de plus de 15,0% par rapport au cours de clôture de l'indice Bel 20 du jour précédant la notification de l'Offre conformément à l'article 5 de l'AR OPA (c'est-à-dire 3.746,97 points). Si l'Offrant décide de ne pas retirer l'Offre au moment où le cours de clôture de l'indice Bel 20 est inférieur à 3.184,92 points, et que ce cours de clôture repasse ensuite ce niveau, l'Offrant ne pourra plus se prévaloir ultérieurement de cette baisse antérieure et temporaire de l'indice Bel 20. L'éventuelle décision de l'Offrant de maintenir l'Offre pendant une période où le cours de clôture de l'indice Bel 20 a temporairement chuté en-dessous de 3.184,92 points ne porte pas préjudice au droit de l'Offrant d'invoquer malgré tout la condition et de retirer l'Offre dans le cas où, après une reprise, le cours de clôture de l'indice Bel 20 chute ensuite à nouveau en-dessous de 3.184,92 points ; et
- (b) durant la période préalable à la date d'annonce des résultats de la Période Initiale d'Acceptation,
 - (i) le cours de clôture des actions Proximus (ISIN BE0003810273) cotées sur le marché réglementé d'Euronext Brussels n'est pas inférieur à 14,56 EUR par action, soit une réduction de plus de 15,0% par rapport au cours de clôture du jour précédant la notification de l'Offre conformément à l'article 5 de l'AR OPA, et (ii) le cours de clôture des actions Telenet (ISIN BE0003826436) cotées sur le marché réglementé d'Euronext Brussels n'est pas inférieur à 30,99 EUR par action, soit une réduction de plus de 15,0% par rapport au cours de clôture du jour précédant la notification de l'Offre conformément à l'article 5 de l'AR OPA. L'éventuelle décision de l'Offrant de maintenir l'Offre pendant une période où (i) le cours de clôture des

actions Proximus a temporairement chuté en-dessous de 14,56 EUR par action et (ii) le cours de clôture des actions Telenet a temporairement chuté en-dessous de 30,99 EUR par action ne porte pas préjudice au droit de l'Offrant d'invoquer malgré tout la condition et de retirer l'Offre dans l'hypothèse où, après une reprise, le cours de clôture des actions Proximus et le cours de clôture des actions Telenet chuterait ensuite à nouveau en-dessous du seuil de, respectivement, 14,56 EUR par action (pour les actions Proximus) et 30,99 EUR (pour les actions Telenet).

Ces conditions suspensives sont stipulées exclusivement en faveur de l'Offrant, qui se réserve le droit d'y renoncer en tout ou en partie.

Prix de l'Offre et justification

Prix de l'Offre

Le Prix de l'Offre est de 22,0 EUR par Action, payable en espèces.

Si la Société Visée accorde ou verse une distribution sous forme de dividende annuel (en espèces ou en nature) sur les actions de la Société Visée et que la date ex-dividende tombe avant la date de paiement du Prix de l'Offre, le Prix de l'Offre de 22,0 EUR par Action sera réduit du montant total de cette distribution par action (avant toute déduction fiscale applicable). Les Actionnaires seront informés de tout ajustement du Prix de l'Offre à la suite d'une distribution par le biais d'un communiqué de presse qui sera également disponible sur les sites web suivants: www.bnpparibasfortis.be/sparenenbeleggen (en néerlandais) et www.bnpparibasfortis.be/epargneretplacer (en français) et sur les sites internet de la Société Visée (www.orange.be) et de l'Offrant (www.orange.com).

Le Prix de l'Offre s'élève en principe à 22,0 EUR par Action, ce qui représente le montant brut qui reviendra aux Actionnaires si l'Offre aboutit. Toutefois, si l'assemblée générale ordinaire de la Société Visée du 5 mai 2021 approuve le dividende brut proposé de 0,50 EUR par Action pour l'exercice 2020 et que la date ex-dividende tombe avant la date de paiement du Prix de l'Offre, le montant de ce dividende brut sera déduit du Prix de l'Offre de 22,0 EUR par Action.

Par conséquent, le Prix de l'Offre s'élèvera à 21,50 EUR par Action si l'assemblée générale ordinaire de la Société Visée du 5 mai 2021 approuve le dividende brut proposé de 0,50 EUR par Action pour l'exercice 2020, et si la date ex-dividende tombe avant la date de paiement du Prix de l'Offre.

Justification du Prix de l'Offre

L'Offrant a suivi une approche multicritère pour déterminer le prix par Action proposé dans le cadre de l'Offre.

a. Méthodes d'évaluation

Actualisation des flux de trésorerie futurs

L'évaluation selon la méthode de l'actualisation des flux de trésorerie futurs a été réalisée au 31 décembre 2020, sur la base de prévisions financières du management d'Orange Belgium établies, en l'absence de plan d'affaires approuvé par le conseil d'administration de la Société Visée, à partir d'une sélection de notes d'analystes financiers. Ces prévisions ont été ajustées à partir de 2022 pour tenir compte de la perte du contrat Mobile Vikings. L'Offrant n'a pas étudié de scénario reflétant la cession des tours d'Orange Belgium, une telle cession n'étant pas envisagée pour des raisons spécifiques à l'environnement réglementaire belge et à la gestion de son parc de tours en Belgique.

Le Prix de l'Offre par Action représente une prime de 24,2 % sur la valeur centrale obtenue par la méthode d'actualisation des flux de trésorerie futurs. Un coût du capital égal à 7,1 % et un taux de croissance perpétuelle de 0,50 % ont été retenus avec des sensibilités de +/- 50 points de base. Le Prix de l'Offre par Action représente une prime de 51,5 % sur la borne inférieure de la fourchette de valorisation induite par ces sensibilités et une décote de 0,2 % sur la borne supérieure.

Analyse des multiples boursiers (à titre indicatif)

Un échantillon de deux sociétés européennes opérant principalement sur le marché de la téléphonie mobile a été sélectionné dans le cadre de la méthode des multiples boursiers. Cette méthode est peu pertinente pour Orange Belgium compte tenu d'un échantillon très limité de tels opérateurs et du fait de la situation spécifique de ces opérateurs en termes d'exposition géographique et de cycle d'investissement.

b. Points de référence

Analyse de l'évolution historique du cours de l'action

Orange Belgium est coté sur Euronext Bruxelles depuis 1998. Le Prix de l'Offre par Action représente une prime de 36 %, 48 %, 49 % et 38 % respectivement par rapport au dernier cours de clôture avant l'annonce de l'Offre, aux cours moyens pondérés par les volumes sur 3 mois, 6 mois et 12 mois avant l'annonce de l'Offre.

A titre d'information, le Prix de l'Offre par Action représente une prime de 14%, 12%, 13% et 16% respectivement sur le cours moyen à un mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois pré Covid au 19 février 2020¹.

Analyse des objectifs de cours des analystes

Le titre Orange Belgium fait l'objet d'un suivi par 25 analystes², parmi lesquels 20 ont publié après les résultats du troisième trimestre 2020. En excluant ING Bank qui est très au-delà de tous les autres à 29 EUR par action³, le prix cible moyen s'élève à 21,4 EUR par action. Le Prix d'Offre par Action représente une prime de 3,0 % par rapport à ce prix cible moyen⁴.

Sur la base des travaux d'évaluation effectués, le Prix de l'Offre fait apparaître les primes suivantes :

¹ Considéré comme le dernier jour de cotation avant que la crise sanitaire Covid-19 n'impacte les marchés financiers.

² Source : <https://corporate.orange.be/en/financial-information/shareholders-investors>.

³ Le maximum des objectifs des cours de analystes hors ING est égal à 23,5 EUR.

⁴ En incluant ING Bank, le prix cible moyen s'élèverait à 21,7 EUR par action. Le Prix d'Offre par Action représenterait une prime de 1,2 % par rapport à ce prix cible moyen.

Critères	Valeur des fonds propres par action (€)			Prime offerte par action (%)		
	Min.	PMPV / valeur centrale	Max.	Min.	PMPV / valeur centrale	Max.
Méthodes d'évaluation						
Actualisation des flux de trésorerie futurs	14.5	17.7	22.1	51.5%	24.2%	(0.2%)
<i>Hypothèses retenues:</i>						
CMPC	7.6%	7.1%	6.6%			
Taux de croissance perpétuelle	-	0.5%	1.0%			
<i>A titre indicatif uniquement</i>						
Multiples de sociétés cotées comparables	20.8	-	22.5	5.6%	-	(2.3%)
Points de référence						
Cours historique du titre						
Le 02/12/2020	n.a	16.2	n.a	n.a	35.6%	n.a
Période d'un mois	14.6	15.6	16.3	51.1%	41.5%	34.6%
Période de 3 mois	13.7	14.8	16.3	60.3%	48.3%	34.6%
Période de 6 mois	13.7	14.7	16.3	60.3%	49.3%	34.6%
Période de 12 mois	13.6	16.0	21.1	61.8%	37.5%	4.5%
Pre Covid-19*						
Période d'un mois	18.2	19.3	20.5	20.7%	14.1%	7.3%
Période de 3 mois	18.2	19.7	21.1	20.7%	11.6%	4.5%
Période de 6 mois	18.1	19.5	21.1	21.5%	12.9%	4.5%
Période de 12 mois	16.3	19.0	21.2	34.8%	15.8%	4.0%
Objectifs de cours des analystes avant annonce de l'Offre						
Excluant ING	18.5	21.4	23.5	18.9%	3.0%	(6.4%)
Incluant ING	18.5	21.7	29.0	18.9%	1.2%	(24.1%)

* Au 19 février 2020, considéré comme le dernier jour de cotation avant que la crise sanitaire Covid-19 n'impacte les marchés financiers

Conformément aux articles 20 et suivants de l'AR OPA, Degroof Petercam Corporate Finance SA, en sa qualité d'Expert Indépendant, a par ailleurs réalisé son propre travail d'évaluation du Prix de l'Offre et a analysé le travail d'évaluation réalisé par l'Offrant. L'Expert Indépendant estime que la valeur de l'Action se situe, sur la base de la méthode de valorisation par actualisation des flux de trésorerie futurs, entre 15,60 EUR et 22,30 EUR, avec un point médian de 18,50 EUR, et, sur la base de l'analyse des multiples de sociétés cotées comparables, utilisée à titre secondaire, entre 15,60 EUR et 22,90 EUR, avec un point médian de 19,20 EUR. Sur la base des fourchettes de valorisation susmentionnées, l'Expert Indépendant conclut que le Prix de l'Offre se situe dans sa fourchette de valorisation et est supérieur aux points médians qui ressortent de l'application des méthodes de valorisation par l'actualisation des flux de trésorerie futurs et par l'analyse des multiples de sociétés cotées comparables. En outre, l'application de ses autres références de valorisation aboutit à des valeurs inférieures au Prix de l'Offre ou à une fourchette de valorisation dans laquelle se situe le Prix de l'Offre. Bien que la méthode de valorisation par l'analyse des multiples de transactions précédentes et l'analyse de la prime de l'offre publique basée sur les offres publiques d'acquisition dans le secteur européen des télécommunications n'aient pas été retenues comme méthodes de valorisation ou comme références, l'Expert Indépendant note que : (i) l'analyse des multiples de transactions précédentes aboutit à une fourchette de 24,90 EUR à 29,10 EUR, avec un point médian de 27,0 EUR, supérieur au Prix de l'Offre, et (ii) l'analyse de la prime de l'offre publique pour certaines offres publiques d'acquisition dans le secteur européen des télécommunications donne une valeur par action de 20,3 EUR, inférieure au Prix de l'Offre. L'Expert Indépendant considère que le Prix de l'Offre ne méconnaît pas l'intérêt des actionnaires minoritaires. Le rapport de l'Expert Indépendant quant au Prix de l'Offre est joint au Prospectus en Annexe 2. L'annexe C dudit rapport détaille les considérations de ce dernier quant à la valorisation du parc de tours d'Orange Belgium.

Période Initiale d'Acceptation : calendrier indicatif

La Période Initiale d'Acceptation de l'Offre commence le 8 avril 2021 et se termine le 23 avril 2021 à 16h00 (heure belge).

Calendrier indicatif

Événement	Date (prévue)
Date d'annonce de l'intention de l'Offrant de lancer l'Offre (conformément à l'article 8 de l'AR OPA)	02/12/2020
Communication formelle de l'Offre à la FSMA (conformément à l'article 5 de l'AR OPA)	20/01/2021
Publication de l'Offre par la FSMA (conformément à l'article 7 de l'AR OPA)	21/01/2021
Approbation du Prospectus par la FSMA	31/03/2021
Publication du Prospectus	01/04/2021
Approbation du mémoire en réponse par la FSMA	06/04/2021
Publication du mémoire en réponse	07/04/2021
Ouverture de la Période Initiale d'Acceptation	08/04/2021
Clôture de la Période Initiale d'Acceptation	23/04/2021
Publication des résultats de la Période Initiale d'Acceptation (et indication par l'Offrant du respect éventuel des conditions de l'Offre ou, à défaut, de la renonciation éventuelle de l'Offrant à cette/ces condition(s))	27/04/2021
(i) Si les conditions de l'Offre sont remplies et l'Offrant et les Personnes Liées à l'Offrant détiennent, à la suite de l'Offre, 90% ou plus des titres avec droits de vote de la Société Visée : (a) Offre de Reprise simplifiée si les conditions pour lancer une telle Offre de Reprise, telles que définies à l'article 42 de l'AR OPA, sont remplies ; ou (b) Réouverture obligatoire de l'Offre si les conditions pour lancer une Offre de Reprise simplifiée ne sont pas remplies ; ou (ii) Si les conditions de l'Offre sont remplies, mais que l'Offrant et les Personnes Liées à l'Offrant détiennent, à la suite de l'Offre, moins de 90% des titres avec droit de vote de la Société Visée : possibilité de réouverture volontaire de l'Offre ; ou (iii) Si les conditions de l'Offre ne sont pas remplies, mais que l'Offrant y a renoncées et détient, à la suite de l'Offre, avec les Personnes Liées à l'Offrant, 90% ou plus des titres avec droits de vote de la Société Visée : (a) Offre de Reprise simplifiée si les conditions pour lancer une telle Offre de Reprise, telles que définies à l'article 42 de l'AR OPA, sont remplies ; ou (b) Réouverture obligatoire de l'Offre si les conditions pour lancer une Offre de Reprise simplifiée ne sont pas remplies ; ou (iv) Si les conditions de l'Offre ne sont pas remplies, mais que l'Offrant y a renoncées, et l'Offrant et les Personnes Liées à l'Offrant détiennent, à la suite de l'Offre, moins de 90% des titres avec droit de vote de la Société Visée : possibilité de réouverture volontaire de l'Offre	28/04/2021
Date de Paiement Initiale	04/05/2021

Événement	Date (prévue)
Clôture de la Période d'Acceptation de la réouverture obligatoire ou volontaire de l'Offre (selon le cas)	04/05/2021
Publication des résultats de la réouverture obligatoire ou volontaire de l'Offre (selon le cas)	06/05/2021
Date de paiement de réouverture obligatoire ou volontaire de l'Offre (selon le cas)	17/05/2021
Le cas échéant, réouverture de l'Offre en tant qu'Offre de Reprise simplifiée (si la réouverture obligatoire de l'Offre n'a pas déjà eu l'effet d'une Offre de Reprise simplifiée)	18/05/2021
Clôture de la Période d'Acceptation de l'Offre de Reprise simplifiée	08/06/2021
Publication des résultats de l'Offre de Reprise simplifiée	10/06/2021
Date de Paiement de l'Offre de Reprise simplifiée	14/06/2021
Date de paiement du dividende annuel (le cas échéant)	17/06/2021

Si une des dates reprises dans le calendrier est modifiée, les Actionnaires seront informés de ce(s) changement(s) par un communiqué de presse qui sera également disponible sur les sites internet suivants : www.bnpparibasfortis.be/sparenenbeleggen (en néerlandais) et www.bnpparibasfortis.be/epargneretplacer (en français) et sur les sites internet de la Société Visée (www.orange.be) et de l'Offrant (www.orange.com).

Objectifs de l'Offrant

A travers l'Offre, l'Offrant vise principalement à atteindre deux objectifs : (i) renforcer sa participation au capital de la Société Visée et, (ii) si les conditions sont réunies, procéder à la radiation des actions dans la Société Visée qui sont admises à la négociation sur le marché réglementé d'Euronext Brussels.

La réalisation de ces objectifs permettra *in fine* d'adapter la structure de capital de la Société Visée à ses enjeux et d'améliorer sa flexibilité financière afin qu'elle puisse déployer plus efficacement sa stratégie de création de valeur à long terme et réagir plus efficacement aux transformations majeures du marché belge.

En outre, une radiation des actions dans la Société Visée permettra à cette dernière de s'exonérer des contraintes réglementaires et administratives liées à la cotation dans un contexte où le recours aux marchés de capitaux et le maintien de la cotation des actions ne présentent plus pour la Société Visée d'intérêt économique et financier.

Intentions de l'Offrant

Les intentions de l'Offrant peuvent être résumées comme suit :

- *Concernant les plans stratégiques de la Société Visée :*
L'Offrant entend poursuivre la mise en œuvre de la stratégie de la Société Visée qui est axée sur (i) l'accroissement de la convergence sur le marché mobile, (ii) sa performance au sein de ce marché en tant qu'acteur de premier plan, (iii) la fourniture de services de communication et de collaboration digitaux à l'ensemble des entreprises belges et (iv) la réalisation de la transformation digitale et culturelle.
- *Concernant le rôle et la position de la Société Visée dans le groupe Orange :*
L'Offrant entend maintenir le rôle et la position de la Société Visée au sein de groupe Orange.

- *Concernant le reclassement des Actions dans Atlas Services Belgium*
L'Offrant a l'intention de reclasser les Actions acquises dans le cadre de l'Offre sous Atlas Services Belgium SA, qui porte actuellement la détention du groupe Orange dans la Société Visée.
- *Concernant la poursuite de l'activité et/ou réalisation éventuelle de restructurations :*
L'Offrant n'a à la date du présent Prospectus, aucune intention de modifier ou de restructurer les activités de la Société Visée.
- *Concernant l'emploi et les sites :*
L'Offrant entend préserver les compétences et l'expérience du personnel de la Société Visée. Dès lors, l'Offrant n'envisage à la date du présent Prospectus aucune restructuration du personnel ou des sites d'activités de la Société Visée, ni aucun changement des conditions d'emploi ou de travail du personnel.
- *Concernant la radiation de la cotation :*
L'Offrant a l'intention de radier de la cotation les actions de la Société Visée qui sont admises à la négociation sur le marché réglementé d'Euronext Brussels, y compris, le cas échéant, les actions auto-détenues par la Société Visée. Cette radiation se ferait d'office, en application de l'article 43, alinéa 4 de l'AR OPA, dans l'hypothèse où les conditions d'une Offre de Reprise simplifiée seraient remplies. Dans l'hypothèse où l'Offrant ne remplirait pas les conditions pour pouvoir effectuer une Offre de Reprise simplifiée, l'Offrant cherchera néanmoins à obtenir la radiation de la cotation des actions de la Société Visée.
- *Concernant les modifications envisagées des statuts :*
Une radiation de la cotation sur Euronext Brussels entraînera des modifications aux statuts de la Société Visée, à son modèle de gouvernance et à sa politique de gouvernance, afin de les mettre en conformité avec ce qui est d'usage dans les sociétés privées.
- *Concernant la politique en matière de distribution de dividendes :*
L'Offrant n'a pas l'intention de réviser la politique de la Société Visée en matière de distribution de dividendes au cours de l'Offre.

L'Offrant estime que les objectifs formulés ci-dessus sont dans l'intérêt de la Société Visée.

Le principal avantage pour les Actionnaires de la Société Visée est la liquidité immédiate dont ils pourront bénéficier grâce à l'Offre, au Prix de l'Offre. Les Actionnaires de la Société Visée peuvent soumettre tout ou partie de leurs Actions à l'Offre et profiter d'une prime d'offre de 35,6% par rapport au cours de clôture de l'action de la Société Visée au 2 décembre 2020 (dernier cours avant l'annonce de l'intention de l'Offrant de lancer l'Offre) (équivalent à une prime de 49,3% par rapport au cours de bourse d'Orange Belgium moyen pondéré par les volumes sur les six derniers mois précédant le 2 décembre 2020). Les Actionnaires peuvent, en outre, monétiser leurs Actions sans frais de transaction additionnels.

Acceptation de l'Offre

BNP Paribas Fortis SA agit en tant qu'Établissement-Guichet dans le cadre de l'Offre.

L'acceptation de l'Offre peut se faire gratuitement auprès de BNP Paribas Fortis SA par le dépôt du Formulaire d'Acceptation applicable (joint au Prospectus en Annexe 1), dûment complété et signé. Les frais éventuellement imputés par d'autres intermédiaires financiers sont à la charge des Actionnaires qui cèdent leurs Actions. Pour plus d'informations au sujet des frais (éventuels), les Actionnaires peuvent contacter les intermédiaires financiers concernés.

Paiement du Prix de l'Offre

L'Offrant paie le Prix de l'Offre aux Actionnaires qui ont valablement proposé leurs Actions au cours de la Période Initiale d'Acceptation au plus tard le dixième (10^{ème}) Jour Ouvrable suivant la publication des résultats de l'Offre durant la Période Initiale d'Acceptation. A la date du présent Prospectus, l'Offrant prévoit de payer le Prix de l'Offre le 4 mai 2021 au plus tard.

En cas de réouverture de l'Offre, le prix offert pour les Actions proposées dans le cadre d'une telle réouverture sera payé au plus tard le cinquième (5^{ème}) Jour Ouvrable qui suit la publication des résultats de la/des période(s) d'acceptation concernée(s).

La disponibilité inconditionnelle et irrévocable des fonds nécessaires au paiement du Prix de l'Offre pour toutes les Actions a été confirmée par BNP Paribas Fortis SA (en sa qualité d'Établissement- Guichet).

Lorsqu'une procédure d'Offre de Reprise simplifiée est effectivement lancée, l'ensemble des Actions qui n'ont pas été proposées dans le cadre de la procédure d'offre de reprise sont réputées, au terme de celle-ci, être transférées de plein droit à l'Offrant. Les fonds nécessaires au paiement de leur prix sont consignés auprès de la Caisse des Dépôts et Consignations

Le Prospectus

Le Prospectus a été publié en Belgique dans la version officielle en français.

Le Prospectus et les Formulaire d'Acceptation sont disponibles gratuitement aux guichets de BNP Paribas Fortis SA ou par téléphone auprès de BNP Paribas Fortis SA au numéro +32 2 433 41 13. Les versions électroniques du Prospectus et des Formulaire d'Acceptation sont également disponibles sur les sites internet suivants : www.bnpparibasfortis.be/sparenenbeleggen (en néerlandais et présentant le résumé du Prospectus en anglais) et www.bnpparibasfortis.be/epargneretplacer (en français et présentant le résumé du Prospectus en anglais) et sur les sites internet de la Société Visée (www.orange.be) et de l'Offrant (www.orange.com).

Une traduction en anglais et en néerlandais du résumé du Prospectus, ainsi qu'une traduction en néerlandais du Prospectus sont mises à disposition au format électronique via les sites internet susmentionnés. En cas de divergence quelconque entre la traduction en anglais et/ou en néerlandais du résumé du Prospectus et/ou la traduction en néerlandais du Prospectus, d'une part, et la version officielle en français, d'autre part, la version en français prévaudra. L'Offrant a vérifié les versions respectives et est responsable de la concordance de toutes les versions.

Expert Indépendant

Conformément aux articles 20 et suivants de l'AR OPA, les administrateurs indépendants de la Société Visée ont désigné Degroof Petercam Corporate Finance SA comme Expert Indépendant. L'Expert Indépendant a élaboré un rapport conformément à l'article 23 de l'AR OPA, lequel est joint au Prospectus en Annexe 2.

Mémoire en réponse

Le conseil d'administration de la Société Visée a préparé un mémoire en réponse conformément à la Loi OPA et l'AR OPA, qui sera disponible, après l'approbation par la FSMA, sur les sites internet suivants (en français, néerlandais et anglais) : www.bnpparibasfortis.be/sparenenbeleggen et www.bnpparibasfortis.be/epargneretplacer et sur les sites internet de la Société Visée (corporate.orange.be) et de l'Offrant (www.orange.com). Le mémoire en réponse pourra être obtenu en

copie papier, gratuitement, au siège social de la Société Visée ou en envoyant une demande par e-mail à ir@orange.be.

Taxe sur les opérations de bourse

L'Offrant supporte la taxe sur les opérations de bourse.

Droit applicable et tribunal compétent

L'Offre et les contrats en découlant entre l'Offrant et les Actionnaires sont soumis au droit belge et en particulier à la Loi OPA et à l'AR OPA.

La Cour des marchés est compétente pour prendre connaissance de tout litige découlant de ou lié à la présente Offre.

1. Définitions

Les termes en majuscule utilisés dans le Prospectus ont la signification suivante :

Action	Chacune des 28.191.657 actions dans la Société Visée sur lesquelles l'Offre porte (à savoir toutes les actions de la Société Visée à l'exclusion des actions qui sont déjà détenues par l'Offrant ou les Personnes Liées à l'Offrant).
Actionnaire	Tout détenteur d'une ou plusieurs Actions.
AR OPA	L'arrêté royal du 27 avril 2007 relatif aux offres publiques d'acquisition, tel que modifié.
Atlas Services Belgium SA	Atlas Services Belgium, société anonyme de droit belge, dont le siège est situé à Evere (1140 Bruxelles), avenue du Bourget 3 (Belgique) et immatriculée à la Banque-Carrefour des Entreprises sous le numéro 0456.704.308 (RPM Bruxelles, division francophone).
CSA	Le Code belge des sociétés et des associations, tel que modifié.
Date de Paiement de l'Offre de Reprise	La date à laquelle le Prix de l'Offre est payé dans le cadre de l'Offre de Reprise, soit le dixième (10 ^{ème}) Jour Ouvrable au plus tard suivant la publication des résultats de l'Offre de Reprise.
Date de Paiement Initiale	La date à laquelle le Prix de l'Offre est payé à l'Actionnaire qui a proposé ses Actions dans le cadre de l'Offre au cours de la Période Initiale d'Acceptation, soit au plus tard le dixième (10 ^{ème}) Jour Ouvrable suivant la publication des résultats de l'Offre durant la Période Initiale d'Acceptation.
Établissement-Guichet	BNP Paribas Fortis, société anonyme de droit belge, dont le siège est situé Montagne du Parc 3, 1000 Bruxelles (Belgique) et immatriculée à la Banque-Carrefour des Entreprises sous le numéro 0403.199.702 (RPM Bruxelles, division francophone).
Expert Indépendant	Degroof Petercam Corporate Finance SA, société anonyme de droit belge, dont le siège est situé à 1040 Bruxelles, rue Guimard 18 (Belgique) et immatriculée à la Banque-Carrefour des Entreprises sous le numéro 0864.424.606 (RPM Bruxelles, division francophone).
Formulaire d'Acceptation	Le formulaire joint en Annexe 1 au Prospectus.
FSMA	L'Autorité des Services et Marchés Financiers belge.
Jour Ouvrable	Tout jour où les banques belges sont ouvertes au public, samedi et dimanche non compris, tel que défini à l'article 3, § 1er, 27° de la Loi OPA.
Loi OPA	La loi du 1er avril 2007 relative aux offres publiques d'acquisition, telle que modifiée.
MAR	Le règlement 596/2014/UE du Parlement européen et du Conseil du 16 avril 2014 relatif aux abus de marché et abrogeant la directive 2003/6/CE du Parlement européen et du Conseil, et les directives 2003/124, 2003/125/CE et 2004/72/CE de la Commission, tel que modifié.

Offrant ou Orange	Orange S.A., société anonyme de droit français dont le siège social est situé au 78 rue Olivier de Serres, 75015 Paris, France, identifiée au SIREN sous le numéro 380 129 866 et immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris.
Offre	L'offre publique d'acquisition volontaire conditionnelle en espèces, émise par l'Offrant, sur les Actions, dont les modalités sont reprises dans le Prospectus.
Offre de Reprise	Le cas échéant, la réouverture de l'Offre sous la forme d'une offre de reprise, en application de l'article 7:82, § 1er du CSA.
Période Initiale d'Acceptation	La période d'acceptation initiale (prolongée, le cas échéant) pendant laquelle les Actionnaires peuvent proposer leurs Actions dans le cadre de l'Offre, qui commence le 8 avril 2021 et se termine, en principe, le 23 avril 2021 à 16h00 (heure belge).
Période d'Acceptation	La Période Initiale d'Acceptation et la ou les périodes d'acceptation subséquentes en cas de réouverture obligatoire ou volontaire de l'Offre.
Personne Liée à l'Offrant	Une personne liée à l'Offrant au sens de l'article 1:20 du CSA.
Prix de l'Offre	La contrepartie en espèces versée par l'Offrant pour chaque Action, i.e. 22,0 EUR par Action, adaptée, le cas échéant, en cas de distribution par la Société Visée d'un dividende annuel (en espèces ou en nature) sur ses actions si la date ex-dividende tombe avant la date de paiement du prix de l'Offre, tel qu'expliqué au Chapitre 6.2.1 du Prospectus.
Prospectus	Le présent prospectus, qui expose les modalités de l'Offre, y compris ses annexes et tous les suppléments qui seraient publiés pendant la Période d'Acceptation.
Société Visée ou Orange Belgium	Orange Belgium, société anonyme de droit belge, dont le siège est situé à Evere (1140 Bruxelles), avenue du Bourget 3 (Belgique) et immatriculée à la Banque-Carrefour des Entreprises sous le numéro 0456.810.810 (RPM Bruxelles, division francophone).

2. Communications importantes

2.1 Informations contenues dans le Prospectus

L'Offrant n'a autorisé personne à fournir aux Actionnaires d'autres informations que celles contenues dans le Prospectus. Les informations données dans le Prospectus sont exactes à la date du présent Prospectus. Tout fait nouveau ou significatif ou toute erreur ou inexactitude substantielle concernant les informations contenues dans le Prospectus, qui serait de nature à influencer l'évaluation de l'Offre et surviendrait ou serait constaté entre l'approbation du Prospectus et la clôture définitive de la Période d'Acceptation, sera mentionné dans un supplément au Prospectus, conformément à l'article 17 de la Loi OPA.

Les Actionnaires sont tenus de lire intégralement et attentivement le Prospectus, et doivent baser leur décision sur leur propre analyse des modalités et conditions de l'Offre, en tenant compte des avantages et inconvénients y liés. Tout résumé ou toute description repris(e) dans le Prospectus et portant sur des dispositions légales, opérations de société, restructurations ou rapports contractuels est fourni à titre purement informatif et ne peut pas être considéré comme un avis juridique ou fiscal sur l'interprétation, l'applicabilité ou sur le caractère contraignant desdites dispositions. En cas de doute quant au contenu ou à la signification des informations reprises dans le Prospectus, les Actionnaires doivent consulter un conseiller reconnu ou professionnel, spécialisé dans le conseil relatif à l'achat et la vente d'instruments financiers.

À l'exception de la FSMA, aucune autre autorité dans une autre juridiction n'a approuvé le Prospectus ou l'Offre. L'Offre est uniquement lancée en Belgique et aucune démarche n'a été ou ne sera entreprise afin d'obtenir l'autorisation de diffuser le Prospectus en dehors de la Belgique.

2.2 Restrictions

Le Prospectus ne constitue pas une offre d'achat ou de vente de titres, ni une demande d'offre d'achat ou de vente de titres (i) dans toute juridiction où une telle offre ou demande n'est pas autorisée ou (ii) à l'égard de toute personne à qui il serait illégal de présenter une telle offre ou demande. Il en va de la responsabilité de chaque personne en possession du Prospectus de prendre connaissance des informations concernant l'existence de telles restrictions et de veiller, le cas échéant, à les respecter.

Aucune démarche visant à permettre une offre publique n'a été ou ne sera entreprise dans une juridiction en dehors de la Belgique. Ni le Prospectus, ni les Formulaire d'Acceptation, ni une quelconque publicité, ni aucune autre information ne peuvent être diffusé(e)s publiquement dans une juridiction en dehors de la Belgique où il existe ou existerait des obligations d'enregistrement, de qualification ou autres au sujet d'une offre d'achat ou de vente de titres. En particulier, ni le Prospectus, ni les Formulaire d'Acceptation, ni une quelconque publicité ou information ne peut être diffusé(e)s publiquement aux États-Unis d'Amérique, au Canada, en Australie, au Royaume-Uni ou au Japon. Tout non-respect de ces restrictions peut entraîner une infraction à la législation ou réglementation financière des États-Unis d'Amérique ou d'autres juridictions, telles que le Canada, l'Australie, le Royaume-Uni ou le Japon. L'Offrant rejette explicitement toute responsabilité pour toute violation de ces restrictions par quelque personne que ce soit.

2.3 Déclarations prévisionnelles

Le Prospectus contient des déclarations, des perspectives et des estimations prévisionnelles relatives aux performances futures attendues de l'Offrant et de la Société Visée, de leurs filiales ou des entités liées et des marchés sur lesquels ils sont actifs. Certaines de ces déclarations, perspectives et estimations prévisionnelles se caractérisent par l'utilisation de termes tels que (liste non exhaustive) : « croit », « pense », « prévoit », « anticipe », « cherche », « ferait », « planifie », « envisage »,

« calcule », « peut », « fera », « reste », « souhaite », « comprend », « voudrait », « a l'intention de », « se base sur », « tente », « estime », « est d'avis que », ainsi que des expressions similaires, le futur et le conditionnel.

De telles déclarations, perspectives et estimations sont basées sur plusieurs suppositions et appréciations de risques connus ou inconnus, d'incertitudes et d'autres facteurs qui semblent raisonnables et acceptables au moment de leur appréciation, mais qui peuvent s'avérer ou non exacts ultérieurement. Les événements réels sont difficiles à prédire et peuvent dépendre de facteurs sur lesquels l'Offrant ou la Société Visée n'ont aucun contrôle.

Par conséquent, il est possible que les résultats, la situation financière, les prestations ou les réalisations de l'Offrant et de la Société Visée ou que les résultats du secteur diffèrent, dans la réalité, considérablement des résultats, prestations ou réalisations à venir décrits ou suggérés dans ces déclarations, perspectives ou estimations orientées vers l'avenir.

Au vu de ces incertitudes, les Actionnaires ne peuvent suivre de telles déclarations, perspectives et estimations prévisionnelles que dans une mesure raisonnable.

Les déclarations, perspectives et estimations sont uniquement valables à la date du présent Prospectus et l'Offrant ne s'engage pas à actualiser ces déclarations, perspectives et estimations pour tenir compte d'éventuels changements au niveau de ses attentes en la matière ou de modifications dans les événements, conditions ou circonstances sur lesquels sont fondées de telles déclarations, perspectives ou estimations, sauf lorsqu'une telle adaptation est exigée par l'article 17 de la Loi OPA.

3. Informations générales

3.1 Approbation par la FSMA

La version française du Prospectus a été approuvée par la FSMA le 31 mars 2021, conformément à l'article 19, § 3 de la Loi OPA. Cette approbation ne porte aucun jugement sur l'opportunité ou la qualité de l'Offre, ni sur la situation de l'Offrant.

Une notification formelle de l'Offre a été introduite par l'Offrant à la FSMA conformément à l'article 5 de l'AR OPA. L'annonce de l'intention de l'Offrant d'émettre l'Offre a été publiée le 21 janvier 2021, conformément à l'article 7 de l'AR OPA.

À l'exception de la FSMA, aucune autre autorité dans aucune autre juridiction n'a approuvé le Prospectus ou l'Offre. L'Offre est uniquement lancée en Belgique et aucune démarche n'a été ou ne sera entreprise afin d'obtenir l'autorisation de diffuser le Prospectus en dehors de la Belgique.

3.2 Responsabilité du Prospectus

L'Offrant, représenté par son conseil d'administration, est responsable (et assume l'entière responsabilité) des informations contenues dans le Prospectus, à l'exception du rapport d'évaluation élaboré par l'Expert Indépendant conformément à l'article 23 de l'AR OPA, qui est joint au Prospectus en Annexe 2.

Les informations contenues dans le Prospectus relatives à la Société Visée et ses sociétés liées sont basées sur des informations disponibles publiquement et sur certaines informations non disponibles publiquement, lesquelles ont été mises à la disposition de l'Offrant avant la date du présent Prospectus, mais qui ne constituent pas des informations privilégiées devant être divulguées conformément à l'article 17 du MAR.

L'Offrant atteste qu'à sa connaissance, le contenu du Prospectus est correct, non trompeur et conforme à la réalité, et qu'aucune information n'a été omise dont la divulgation modifierait la portée du Prospectus.

3.3 Version officielle et traductions

Le Prospectus a été publié en Belgique dans la version officielle en français.

Une traduction en anglais et en néerlandais du résumé du Prospectus, ainsi qu'une traduction en néerlandais du Prospectus sont mises à disposition au format électronique via les sites internet susmentionnés. En cas de divergence quelconque entre la traduction en anglais et/ou en néerlandais du résumé du Prospectus et/ou la traduction en néerlandais du Prospectus, d'une part, et la version officielle en français, d'autre part, la version en français prévaudra. L'Offrant a vérifié les versions respectives et est responsable de la concordance de toutes les versions.

3.4 Informations pratiques

Le Prospectus et les Formulaires d'Acceptation sont disponibles gratuitement aux guichets de BNP Paribas Fortis SA ou par téléphone auprès de BNP Paribas Fortis SA au numéro +32 2 433 41 13. Les versions électroniques du Prospectus et des Formulaires d'Acceptation sont également disponibles sur les sites internet suivants : www.bnpparibasfortis.be/sparenenbeleggen (en néerlandais et présentant le résumé du Prospectus en anglais) et www.bnpparibasfortis.be/epargneretplacer (en français et présentant un résumé du Prospectus en anglais) et sur les sites internet de la Société Visée (www.orange.be) et de l'Offrant (www.orange.com).

3.5 Conseillers financiers et juridiques de l'Offrant

BNP Paribas Fortis SA a conseillé l'Offrant concernant certains aspects financiers en rapport avec l'Offre. Ces services ont été accordés exclusivement à l'Offrant et aucune autre partie ne peut s'en prévaloir. BNP Paribas Fortis SA n'assume aucune responsabilité quant aux informations contenues dans le Prospectus, et rien dans le Prospectus ne peut être considéré comme un conseil, une promesse ou une garantie donné(e) par BNP Paribas Fortis SA.

Allen & Overy (Belgium) LLP a conseillé l'Offrant quant à certains aspects juridiques en rapport avec l'Offre. Ces services ont été accordés exclusivement à l'Offrant et aucune autre partie ne peut s'en prévaloir. Allen & Overy (Belgium) LLP n'assume aucune responsabilité quant aux informations contenues dans le Prospectus, et rien dans le Prospectus ne peut être considéré comme un conseil, une promesse ou une garantie donné(e) par Allen & Overy (Belgium) LLP.

4. L'Offrant

4.1 Identification de l'Offrant

Dénomination :	Orange
Forme juridique :	Société anonyme de droit français
Siège :	78 rue Olivier de Serres, 75015 Paris, France
Date de constitution et durée :	Le 31 décembre 1996 pour une durée de 99 ans. Sauf dissolution anticipée ou prorogation, la société expirera le 31 décembre 2095.
Registre des personnes morales :	Registre du commerce et des sociétés de Paris 380 129 866 Code APE : 6110Z
Commissaire :	<u>Titulaires :</u> Ernst & Young Audit Représenté par Yvon Salaün – Tour First – TSA 14444 – 1/2, place des saisons, 92400 Courbevoie – Paris-La Défense 1. KPMG SA Représenté par Jacques Pierre – Tour Egho – 2, avenue Gambetta CS 60055, 92066 Paris-La Défense Cedex. <u>Suppléants :</u> Auditex Tour First – TSA 14444 – 1/2, Place des Saisons 92400 Courbevoie – Paris-La Défense 1. Salustro Reydel 2, avenue Gambetta CS 60055 92066 Paris-La Défense Cedex.

4.2 Objet social de l'Offrant

L'article 2 de ses statuts définit l'objet social de l'Offrant comme suit :

« La société a pour objet, en France et à l'étranger, notamment conformément au Code des postes et télécommunications,

- d'assurer tous services de communications électroniques dans les relations intérieures et internationales ;
- d'assurer les missions relevant du service public et, en particulier, de fournir, le cas échéant, le service universel des télécommunications et les services obligatoires ;
- d'établir, de développer et d'exploiter tous réseaux ouverts au public de communications électroniques nécessaires à la fourniture de ces services et d'assurer leur interconnexion avec d'autres réseaux ouverts aux publics français et étrangers ;
- de fournir tous autres services, installations, équipements terminaux, réseaux de communications électroniques, ainsi qu'établir et exploiter tous réseaux distribuant des services audiovisuels, et notamment des services de radiodiffusion sonore, de télévision ou multimédia ;
- de créer, d'acquérir, de louer, de prendre en location-gérance tous meubles, immeubles et fonds de commerce, de prendre à bail, d'installer, d'exploiter, tous établissements, fonds de

- *commerce, usines, ateliers, se rapportant à l'un des objets précités ;*
- *de prendre, d'acquérir, d'exploiter ou de céder tous procédés et brevets concernant les activités se rapportant à l'un des objets précités ;*
- *la participation directe ou indirecte à toutes opérations pouvant se rattacher à l'un des objets précités, par voie de création de sociétés ou d'entreprises nouvelles, d'apport, de souscription ou d'achat de titres ou de droits sociaux, de prises d'intérêt, de fusion, d'association ou de toute autre manière ;*
- *et, plus généralement, toutes opérations industrielles, commerciales, financières, mobilières ou immobilières, se rattachant directement ou indirectement, en totalité ou en partie, à l'un quelconque des objets précités, à tous objets similaires ou connexes et même à tous objets qui seraient de nature à favoriser ou à développer les affaires de la société ».*

4.3 Activités de l'Offrant

Orange est l'un des principaux opérateurs de télécommunication dans le monde, avec un chiffre d'affaires de 42,3 milliards d'euros en 2020 et 142.000 salariés au 31 décembre 2020, dont 83.000 en France. Le groupe Orange servait 259 millions de clients au 31 décembre 2020, dont 214 millions de clients mobile et 22 millions de clients haut débit fixe. Le groupe Orange est présent dans 26 pays. Orange est également l'un des leaders mondiaux des services de télécommunication aux entreprises multinationales sous la marque Orange Business Services.

Orange est cotée sur Euronext Paris (symbole ORA, ISIN FR0000133308) et sur le New York Stock Exchange (symbole ORAN).

4.4 Développements récents

Pour les développements récents qu'a connus l'Offrant, il est fait référence au communiqué de presse intitulé « Information financière au 31 décembre 2020 » et la présentation des résultats financiers consolidés et audités au 31 décembre 2020 (pour l'exercice 2020) qui ont été publiés sur le site internet de l'Offrant (www.orange.com) en date du 18 février 2021.

4.5 Structure de capital et de l'actionnariat de l'Offrant

A la date du présent Prospectus, le capital de l'Offrant s'élève à 10.640.226.396 EUR et est représenté par 2.660.056.599 actions (ayant chacune une valeur nominale de 4 EUR).

Au 28 février 2021, la structure et la répartition de l'actionnariat de l'Offrant est la suivante :

	Nombre d'actions	% des actions émises	% des droits de vote ⁽³⁾
Etat français	356.194.433	13,39 %	21,23 %
Bpifrance Participations ⁽¹⁾	254.219.602	9,56 %	8,20 %
Total Secteur Public	610.414.035	22,95%	29,43 %
Personnel du Groupe ⁽²⁾	162.439.781	6,11 %	9,64 %
Autodétention	1.095.099	0,04 %	0,00 %
Flottant	1.886.107.684	70,90 %	60,93 %
Total	2.660.056.599	100,00 %	100,00 %

(1) Groupe public de financement et d'investissement pour les entreprises, issu du regroupement de OSEO, CDC Entreprises, FSI et FSI Régions.

(2) Comprend les actions détenues dans le cadre du plan d'épargne Groupe, notamment par l'intermédiaire des FCPE Orange Actions et Orange Ambition International, ou directement par des membres du personnel sous la forme nominative (y compris celles du plan d'attribution gratuite d'actions « Next Reward » livrées en 2009).

- (3) En application de la loi française et des statuts d'Orange, les actions pour lesquelles il est justifié une inscription nominative depuis deux (2) ans au nom du même actionnaire bénéficiant d'un droit de vote double.

4.6 Structure de gestion de l'Offrant

À la date du présent Prospectus, le Conseil d'administration de l'Offrant se compose de quinze membres :

Nom	Fin du mandat	Fonction	Participation à des comités de Conseil
Stéphane Richard	Assemblée générale ordinaire de 2022	Président-directeur général	/
Alexandre Bompard	Assemblée générale ordinaire de 2023	Administrateur indépendant	Comité Innovation et Technologie
Anne-Gabrielle Heilbronner	Assemblée générale ordinaire de 2023	Administrateur indépendant	Comité de Gouvernance et de Responsabilité sociale et environnementale (présidente)
Christel Heydemann	Assemblée générale ordinaire de 2024	Administrateur indépendant	Comité d'audit
Helle Kristoffersen	Assemblée générale ordinaire de 2023	Administrateur indépendant	Comité Innovation et Technologie (présidente)
Bernard Ramanantsoa	Assemblée générale ordinaire de 2024	Administrateur indépendant	Comité d'audit (président)
Frédéric Sanchez	Assemblée générale ordinaire de 2024	Administrateur indépendant	Comité Innovation et Technologie
Jean-Michel Severino	Assemblée générale ordinaire de 2023	Administrateur indépendant	Comité d'audit
Bpifrance Participations (représentée par Nicolas Dufourcq)	Assemblée générale ordinaire de 2021	Administrateur représentant la sphère publique	Comité Innovation et Technologie
Claire Vernet-Garnier	26/10/2024	Administrateur représentant la sphère publique	Comité d'audit
Anne Lange	Assemblée générale ordinaire de 2023	Administrateur représentant la sphère publique	Comité de Gouvernance et de Responsabilité sociale et environnementale
Laurence Dalbousière	Assemblée générale ordinaire de 2024	Administrateur représentant les salariés actionnaires	Comité Innovation et Technologie
Sébastien Crozier	02/12/2021	Administrateur représentant les salariés	Comité d'audit
Fabrice Jolys	02/12/2021	Administrateur représentant les salariés	Comité de Gouvernance et de Responsabilité sociale et environnementale
René Ollier	02/12/2021	Administrateur représentant les	Comité Innovation et Technologie

	salariés	
--	----------	--

4.7 Participations principales

En application du règlement n° 2016-09 du 2 décembre 2016 de l'Autorité des normes comptables françaises, la liste complète des entreprises comprises dans le périmètre de consolidation est disponible sur le site internet du groupe Orange (<https://www.orange.com/fr/Investisseurs/Information-reglementee>).

4.8 Informations financières

Les comptes annuels et les comptes consolidés de l'Offrant au 31 décembre 2019, ainsi que le rapport annuel de l'Offrant au 31 décembre 2019, peuvent être consultés sur le site internet de l'Offrant (www.orange.com).

Les comptes annuels ont été établis conformément aux principes comptables français généralement admis. Les comptes consolidés ont été établis conformément aux normes IAS/IFRS applicables à la date de clôture de ces états financiers.

Les comptes annuels et consolidés ont été approuvés par l'assemblée générale de l'Offrant qui s'est tenue le 19 mai 2020.

Les comptes annuels et consolidés ont été audités par les commissaires de l'Offrant, KPMG Audit et Ernst & Young Audit, visés ci-dessus, qui n'ont formulé aucune réserve à ce sujet.

Le 30 juillet 2020, l'Offrant a annoncé ses résultats financiers semestriels consolidés et audités au 30 juin 2020 et a publié son rapport financier semestriel concernant ces résultats, tels que disponibles sur le site internet de l'Offrant (www.orange.com).

Le 18 février 2021, l'Offrant a annoncé ses résultats financiers et audités au 31 décembre 2020 (pour l'exercice 2020), tels que disponibles sur le site internet de l'Offrant (www.orange.com).

Les documents susmentionnés et tels que repris dans le tableau ci-dessous, qui ont déjà été publiés précédemment par l'Offrant, sont incorporés par référence au présent Prospectus, conformément à l'article 13, §3 de la Loi OPA :

Document	Hyperlien / Référence
Le rapport annuel de l'Offrant au 31 décembre 2019, pour les sections suivantes : <ul style="list-style-type: none"> – 3.1 « Examen de la situation financière et du résultat du Groupe », p. 78 – 3.3 « Comptes consolidés », p. 132 – 3.4 « Comptes annuels d'Orange SA », p. 255 – 3.5 « Commissaires aux comptes », p. 288 – 6.7 « Rapports des Commissaires aux comptes sur les résolutions et les conventions réglementées », p. 395 	https://www.orange.com/sirius/derniers_resultats/fr/ORANGE_DEU_2019_VF.pdf
Le rapport semestriel de l'Offrant concernant les résultats financiers semestriels consolidés	https://www.orange.com/sirius/derniers_resultats/fr/Rapport%20financier%20semestriel%202020%20O

<p>et audités au 30 Juin 2020, pour les sections suivantes :</p> <ul style="list-style-type: none"> – 1 « Rapport d'activité du 1^{er} semestre », p. 3 – 2.1 « Compte de résultat consolidé », p. 44 – 2.2 « Etat du résultat global consolidé », p. 45 – 2.3 « Etat consolidé de la situation financière », p. 46 – 2.6 « Tableau des flux de trésorerie consolidés », p. 50 – 4 « Rapport des commissaires aux comptes sur l'information financière semestrielle », p. 81 	<p>range%20VF.pdf</p>
<p>Le communiqué de presse de l'Offrant intitulé « Information financière au 31 décembre 2020 »</p>	<p>https://www.orange.com/sites/orangecom/files/documents/2021-02/CP_Orange_FY_2020_FR.pdf</p>

Les informations ainsi incorporées par référence font partie intégrante du présent Prospectus, étant entendu que toute mention dans un document ci-incorporé par référence est modifiée ou remplacée, aux fins du présent Prospectus, chaque fois qu'une disposition du présent Prospectus modifie ou remplace une telle mention (soit expressément, soit implicitement, soit autrement). Toute mention ainsi modifiée fait uniquement partie du présent Prospectus dans sa version modifiée ou remplacée.

Une liste des références croisées est jointe au présent Prospectus en Annexe 3. Les parties non reprises des documents incorporés par référence dans le Prospectus ne sont pas pertinentes pour les Actionnaires, soit sont traitées ailleurs dans le Prospectus

4.9 Personnes agissant de concert avec l'Offrant

Conformément à l'article 3, § 2 de la Loi OPA, dans le cadre de l'Offre, l'Offrant est réputé de plein droit agir de concert avec Atlas Services Belgium SA, d'une part, et la Société Visée, d'autre part, car toutes deux sont des Personnes Liées à l'Offrant au sens de l'article 1:20 du CSA. Il est fait référence au Chapitre 4.10.2.

4.10 Participation dans la Société Visée

4.10.1 Actionnariat direct de l'Offrant

À la date du présent Prospectus, hors la détention par sa filiale Atlas Services Belgium SA précisée au Chapitre 4.10.2 ci-dessous, dont l'Offrant possède directement 177.146.877 actions (soit 100 % des actions émises), l'Offrant ne détient pas directement ou indirectement d'autres actions dans la Société Visée.

4.10.2 Actionnariat des Personnes Liées à l'Offrant

L'Offrant possède indirectement, via sa filiale Atlas Services Belgium SA détenue à 100% (qui est ainsi une Personne Liée à L'Offrant), 31.753.100 actions (soit 52,91 % des actions émises) dans la Société Visée et contrôle donc la Société Visée de manière indirecte par l'intermédiaire de sa filiale Atlas Services Belgium SA. Ces actions ne sont pas reprises dans l'Offre.

En raison du contrôle exercé par l'Offrant sur la Société Visée, cette dernière est déjà, à la date du présent Prospectus, une Personne Liée à l'Offrant. Actuellement, la Société Visée détient 69.657

actions propres (soit 0,12 % des actions émises). Ces actions propres ne sont pas non plus reprises dans l'Offre.

Par conséquent, à la date du présent Prospectus, l'Offrant et les Personnes Liées à l'Offrant (à savoir Orange Belgium (en ce qui concerne les actions propres qu'elle détient) et Atlas Services Belgium SA) possèdent ensemble 31.822.757 actions (soit 53,03% % des actions émises) de la Société Visée, qui ne sont pas reprises dans l'Offre.

4.10.3 Acquisitions récentes

Ni l'Offrant, ni aucune Personne Liée à l'Offrant, ni aucune personne servant d'intermédiaire (au sens de l'article 1:16 §2 du CSA), n'a acquis des actions émises par la Société Visée au cours des douze (12) mois précédant la date du présent Prospectus, à l'exception du cas exposé ci-dessous.

Orange Belgium a acquis et aliéné des actions propres depuis le 1^{er} Janvier 2020 dans le cadre d'un contrat de liquidité. Davantage de détails peuvent être obtenus en consultant les déclarations des transactions publiées entre le 6 janvier 2020 et le 7 décembre 2020 sur le site internet de la Société Visée (section « Contrat de liquidité », <https://corporate.orange.be/fr/informations-financi%C3%A8res/actionnaires-investisseurs>).

Le contrat de liquidité susmentionné est conclu par la Société Visée avec une institution financière (depuis le 1^{er} août 2019, Kepler Cheuvreux ; antérieurement, Rothschild & Cie Banque) portant sur l'animation des actions de la Société Visée admises aux négociations sur Euronext Bruxelles. Ce contrat donne mandat à l'institution financière de se porter acheteur ou vendeur des actions de la Société Visée, au nom et pour le compte de la Société Visée, sur une base strictement discrétionnaire. Ces transactions ont été exécutées sur le livre de commandes central du marché réglementé d'Euronext Brussels. Le contrat de liquidité a été suspendu le 2 décembre 2020 (suite à l'annonce de l'intention de l'Offrant de lancer l'Offre conformément à l'article 8 de l'AR OPA).

5. La Société Visée

5.1 Identification de la Société Visée

Nom :	Orange Belgium
Forme juridique :	Société anonyme
Siège :	Evere (1140 Bruxelles), avenue du Bourget 3 (Belgique)
Date de constitution et durée :	18 décembre 1995, durée illimitée
Registre des personnes morales :	0456.810.810 (RPM Bruxelles, division francophone)
Commissaire :	KPMG Réviseurs d'Entreprises SC, représentée par Alexis Palm

5.2 Objet de la Société Visée

L'article 3 de ses statuts définit l'objet de la Société Visée comme suit :

« La société a pour objet, tant en Belgique qu'à l'étranger, tant en son nom et pour son compte qu'en nom et pour compte de tiers, seule ou en collaboration avec des tiers :

- *L'installation, l'exploitation, la protection, l'entretien et la commercialisation de réseaux de communications électroniques et leurs dérivés ;*
- *La fourniture de services par le biais ou non des réseaux, systèmes, infrastructures ou installations de communications électroniques. Ces services sont interprétés dans le sens le plus large du terme, ce qui comprend, de manière non limitative, la téléphonie et les services*

- de communications électroniques (ou non) ;*
- *L'installation, l'exploitation, la protection, l'entretien et la commercialisation de réseaux de radio et de télévision et leurs dérivés ainsi que la fourniture de services de radio et de télévision, en ce compris mais de manière non limitative la fourniture de services de télévision non-linéaire, plus particulièrement par voie numérique de même que toutes les activités qui y ont trait.*

La société peut tant en Belgique qu'à l'étranger, tant en son nom et pour son compte qu'en nom et pour compte de tiers, seule ou en collaboration avec des tiers :

- *Accomplir toutes actions commerciales, industrielles, financières, mobilières ou immobilières quelconques qui sont en lien direct ou indirect avec son objet ou qui sont de nature à le promouvoir ;*
- *Acquérir, exploiter et liquider, de quelque manière que ce soit, tous droits intellectuels, brevets, marques, modèles et/ou dessins ;*
- *Acquérir, aliéner, échanger, louer, prendre en location, mettre en leasing, développer, aménager et exploiter, de quelque manière que ce soit, des biens immobiliers bâtis ou non ou des droits réels sur biens immobiliers qui directement ou indirectement, totalement ou partiellement, ont trait à, ont un lien avec ou contribuent à la réalisation de son objet ;*
- *Prendre des intérêts ou des participations dans toutes les sociétés, entreprises, activités et associations existantes ou à constituer par le biais de souscription, apport, fusion, collaboration, intervention financière ou de toute autre manière ;*
- *Gérer, valoriser et liquider ces prises d'intérêts ou participations ;*
- *Participer directement ou indirectement à l'administration, la direction, le contrôle et la liquidation des sociétés, entreprises, activités et associations dans lesquelles elle a un intérêt ou une participation ;*
- *Dans la mesure où ces opérations ne sont pas réservées par la législation aux banques et/ou aux organismes de crédit, mettre en gage, ou octroyer son aval, intervenir en tant qu'agent ou représentant, accorder des avances, octroyer des crédits, fournir des sûretés hypothécaires ou autres en faveur de sociétés, entreprises, activités ou associations dans lesquelles elle a ou non un intérêt ou une participation.*

Elle peut accomplir toutes opérations généralement quelconques se rapportant directement ou indirectement à son objet ou qui seraient de nature à en faciliter la réalisation. »

5.3 Activités de la Société Visée

Orange Belgium est l'un des principaux opérateurs de télécommunications sur le marché belge, avec plus de 3 millions de clients, et luxembourgeois, via sa filiale Orange Communications Luxembourg. En tant qu'acteur convergent, il fournit des services de télécommunications mobiles, d'internet et de télévision aux particuliers et des services mobiles et fixes innovants aux entreprises. Son réseau mobile dispose des technologies 2G, 3G, 4G et 4G+.

Historiquement présent sur le segment du mobile en Belgique, Orange Belgium a lancé en 2016 des offres convergentes sur l'ensemble du territoire national, sur la base de la réglementation de l'accès de gros au câble, puis a adopté la marque Orange la même année. En 2020, Orange Belgium a réalisé 3,0% du chiffre d'affaires consolidé du groupe Orange.

En Belgique, la structure concurrentielle du marché de la téléphonie fixe est restée relativement stable en 2020, avec la prédominance de l'opérateur historique Proximus et des câblo-opérateurs régionaux (Telenet et VOO) et d'Orange Belgique, intervenant en dégroupage des réseaux des câblo-opérateurs. L'année 2020 se caractérise par une intensification de la concurrence d'Orange Belgique sur ce marché et par l'accélération de la stratégie des opérateurs historiques dans le déploiement de réseaux Internet haut débit via la technologie fibre : Proximus compte déployer seul un réseau fibré à Bruxelles (100% de la région bruxelloise pour 2026) et dans les principales villes du pays. Proximus a signé des accords

de JV avec deux investisseurs financiers pour couvrir les zones moyennement denses de Flandre et de Wallonie respectivement. Telenet et Fluvius sont entrés en négociation exclusive pour le déploiement d'un réseau de fibre en Flandre. En 2021, la mise en vente de l'opérateur VOO (câblo-opérateur actif dans la région Wallonne et dans quelques communes de la région de Bruxelles) devrait se traduire par une intensification accrue de la concurrence en Wallonie

Sur le marché de la téléphonie mobile, Orange Belgium est en concurrence avec deux opérateurs : Proximus (l'opérateur historique, détenu à 53,5 % par l'État belge) et Telenet (détenu à 58,28 % par le Groupe Liberty Global), qui a acquis Base en 2016. Avec une part de marché volume de 29,5 %⁵ au quatrième trimestre 2020, Orange se classe numéro deux derrière Proximus.

Fin 2019, Orange Belgium a été le premier opérateur en Belgique à inaugurer un centre de tests 5G dédié aux entreprises. En créant ce hub d'innovation, Orange Belgium a commencé à tirer pleinement profit du potentiel de la technologie 5G, en travaillant avec des partenaires industriels sur des cas concrets qui ont été présentés en octobre 2020.

Orange Belgium a commencé ses opérations au Luxembourg en 2007 via l'acquisition de Voxmobile. La société est passée sous marque Orange en 2009.

5.4 Développements récents

Pour les développements récents qu'a connus la Société Visée, il est fait référence au communiqué de presse intitulé « Informations financières relatives au quatrième trimestre et à l'exercice 2020 » et la présentation des résultats financiers consolidés et audités au 31 décembre 2020 (pour l'exercice 2020) publiés sur le site internet de la Société Visée (www.orange.be) en date du 5 février 2021.

5.5 Structure d'actionariat de la Société Visée

Compte tenu des déclarations de transparence concernant les participations importantes reçues par la Société Visée et publiées conformément à la loi du 2 mai 2007, la structure d'actionariat de la Société Visée à la date du présent Prospectus⁶ est la suivante :

Actionnaire	Nombre d'actions	Pourcentage du total de nombre d'actions	Nombre de votes déclaré dans les déclarations de transparence	Pourcentage du total de nombre de votes déclaré dans les déclarations de transparence
L'Offrant et les Personnes Liées à l'Offrant				
L'Offrant	/	/	/	/
Atlas Services Belgium SA	31.753.100	52,91%	31.753.100	52,91%
La Société Visée	69.657 ⁽¹⁾	0,12%	/ ⁽²⁾	/
Sous-total	31.822.757	53,03%	/	/
Autres				
Polygon Global Partners LLP ⁽³⁾	3.175.000	5,29%	3.175.000	5,29%
Boussard &	1.810.714	3,02%	1.810.714	3,02%

⁵ Ce pourcentage ne prend pas en considération les cartes Telenet B2B.

⁶ Ces pourcentages sont susceptibles de variations et peuvent donc avoir changé depuis la date de publication du présent Prospectus.

Gavaudan Asset Management				
DWS Investment GmbH ⁽⁴⁾	1.517.391	2,53%	1.517.391	2,53%
Free float	21.688.552	36,14%	/	/
Sous-total	28.191.657	46,97%	/	/
Total	60.014.414	100%	/	/

- (1) Actions propres détenues par la Société Visée (voir aussi Chapitre 4.10.3 du présent Prospectus).
(2) Les droits de vote attachés aux actions propres sont suspendus conformément à l'article 7:217, §1 du CSA.
(3) Déclaration de transparence du 1^{er} février 2021
(4) Déclaration de transparence du 8 mars 2021

5.6 Structure de gestion de la Société Visée

5.6.1 Conseil d'administration

À la date du présent Prospectus, le conseil d'administration se compose comme suit :

Nom	Fin du mandat	Fonction
The House of Value-Advisory & Solutions SRL (représentée par Johan Deschuyffeleer)	Assemblée générale ordinaire de 2021	Président
Xavier Pichon	Assemblée générale ordinaire de 2021	Administrateur
Christophe Naulleau	Assemblée générale ordinaire de 2021	Administrateur
Béatrice Mandine	Assemblée générale ordinaire de 2021	Administrateur
Jean-Marc Vignolles	Assemblée générale ordinaire de 2021	Administrateur
Ramon Fernandez	Assemblée générale ordinaire de 2021	Administrateur
Mari-Noëlle Jégo-Laveissière	Assemblée générale ordinaire de 2021	Administrateur
Clarisse Heriard Dubreuil	Assemblée générale ordinaire de 2021	Administrateur
LMAS SRL (représentée par Grégoire Dallemagne)	Assemblée générale ordinaire de 2021	Administrateur indépendant
Martine De Rouck	Assemblée générale ordinaire de 2021	Administrateur indépendant
Société de Conseil en Gestion et Stratégie d'Entreprises (représentée par Nadine Lemaitre)	Assemblée générale ordinaire de 2021	Administrateur indépendant
K2A Management and Investment Services SRL (représentée par Wilfried Verstraete)	Assemblée générale ordinaire de 2021	Administrateur indépendant

5.6.2 Direction

La direction de la Société Visée se compose des personnes suivantes :

Nom	Fonction
Xavier Pichon	Chief Executive Officer
Isabel Carrion	Chief People Officer
Stefan Slavicu	Chief Technology Officer
Javier Diaz Sagredo	Chief Transformation & Digital Officer
Antoine Chouc ⁽¹⁾	Chief Financial Officer
Werner De Laet	Chief Enterprise Officer / Chief Wholesale & Innovation Officer
Christophe Dujardin	Chief Consumer Officer
Isabelle Vanden Eede	Chief Brand, Communication & CSR Officer
Bart Staelens	Chief Transformation & Customer Experience Officer
Paul Marie Dessart	General Secretary

(1) Antoine Chouc a été nommé Chief Financial Officer d'Orange Belgium et remplace Anaud Castille depuis le 1er mars 2021.

5.6.3 Comités

Le conseil d'administration a créé, conformément à l'article 7:98 du CSA, des comités spécialisés à caractère consultatif majoritairement composés d'administrateurs indépendants, à savoir (i) un comité d'audit et de gestion des risques, (ii) un comité de rémunération et de nomination et (iii) un comité de supervision de gouvernance.

5.6.3.1 Comité d'audit et de gestion des risques

Le comité d'audit et de gestion des risques est notamment chargé du suivi du processus d'élaboration de l'information financière, en particulier l'exactitude, la fiabilité et le caractère complet de l'information financière.

Le comité d'audit et de gestion des risques se compose des personnes suivantes :

Nom	Fonction
Société de Conseil en Gestion et Stratégie d'Entreprises (représentée par Nadine Lemaitre)	Président
Martine De Rouck	Administrateur indépendant
Clarisse Heriard Dubreuil	Administrateur
LMAS SRL (représentée par Grégoire Dallemagne)	Administrateur indépendant

5.6.3.2 Comité de rémunération et de nomination

L'objectif du comité de rémunération et de nomination est d'assister le conseil d'administration dans l'élaboration d'une politique de rémunération pour la gestion de la société.

Le comité de rémunération et de nomination s'assure également que les procédures relatives à la nomination et au renouvellement des mandats d'administrateurs sont appliquées de la manière la plus objective possible. Le comité de rémunération et de nomination formule des recommandations au conseil d'administration concernant la nomination et la rémunération des administrateurs, du CEO et

des autres membres du management exécutif.

Le comité de rémunération et de nomination se compose des personnes suivantes :

Nom	Fonction
The House of Value- Advisory&Solutions SRL (représentée par Johan Deschuyffeleer)	Président
Martine De Rouck	Administrateur indépendant
Société de Conseil en Gestion et Stratégie d'Entreprises (représentée par Nadine Lemaitre)	Administrateur indépendant
Jean-Marc Vignolles	Administrateur
K2A Management and Investment Services SRL (représentée par Wilfried Verstraete)	Administrateur indépendant

5.6.3.3 Comité de supervision de gouvernance

Le comité de supervision de gouvernance est un comité ad-hoc ayant pour mission de superviser les développements relatifs à la gouvernance d'entreprise et d'assurer sa mise en œuvre adéquate dans la société.

Nom	Fonction
Martine De Rouck	Président
Christophe Naulleau	Administrateur
Société de Conseil en Gestion et Stratégie d'Entreprises (représentée par Nadine Lemaitre)	Administrateur indépendant

5.7 Informations financières

Les comptes annuels et les comptes consolidés de la Société Visée au 31 décembre 2019, ainsi que le rapport annuel de la Société Visée au 31 décembre 2019, peuvent être consultés sur le site internet de la Société Visée (www.orange.be).

Les comptes annuels de la Société Visée au 31 décembre 2019 ont été établis conformément aux normes GAAP belges et les comptes annuels consolidés de la Société Visée et de ses filiales au 31 décembre 2019 ont été établis conformément aux normes IAS/IFRS applicables à la date de clôture de ces états financiers, telles qu'approuvées par l'Union européenne.

Les comptes annuels au 31 décembre 2019 ont été approuvés par l'assemblée générale des actionnaires de la Société Visée qui s'est tenue le 6 mai 2020. Les comptes consolidés ont été présentés lors de l'assemblée générale des actionnaires de la Société Visée qui s'est tenue le 6 mai 2020.

Les comptes annuels et consolidés ont été audités par le commissaire de la Société Visée, KPMG Réviseurs d'Entreprises SC, représentée par Alexis Palm, qui n'a formulé aucune réserve à leur sujet.

Le 24 juillet 2020, la Société Visée a annoncé ses résultats financiers semestriels consolidés, ayant fait l'objet d'un examen limité par les commissaires aux comptes, au 30 Juin 2020, tels que disponibles sur le site internet de la Société Visée (www.orange.be).

Le 5 février 2021, la Société Visée a annoncé ses résultats financiers consolidés et audités au 31 décembre 2020 (pour l'exercice 2020), tels que disponibles sur le site internet de la Société Visée (www.orange.be).

Les documents susmentionnés et tels que repris dans le tableau ci-dessous, qui ont déjà été publiés précédemment par la Société Visée, sont incorporés par référence au présent Prospectus, conformément à l'article 13, §3 de la Loi OPA :

Document	Hyperlien / Référence
Le rapport annuel de la Société Visée au 31 décembre 2019, pour les sections suivantes : – « Etats financiers », p. 43 ; – « Rapport du Commissaire réviseur », p. 124	https://corporate.orange.be/sites/default/files/200403_ORANGE_RA%2019_FR-1290456240.PDF
Communiqué de presse de la Société Visée concernant les résultats financiers semestriels consolidés (non-audités) au 30 Juin 2020	https://corporate.orange.be/sites/default/files/FR%200BEL_ER_2020%20QA%20FV-551419499.pdf
Communiqué de presse de la Société Visée concernant l'information financière relative au quatrième trimestre et à l'exercice 2020	https://corporate.orange.be/sites/default/files/FR%20Q4%202020%20FV2-1264657455.pdf

Les informations ainsi incorporées par référence font partie intégrante du présent Prospectus, étant entendu que toute mention dans un document ci-incorporé par référence est modifiée ou remplacée, aux fins du présent Prospectus, chaque fois qu'une disposition du présent Prospectus modifie ou remplace une telle mention (soit expressément, soit implicitement, soit autrement). Toute mention ainsi modifiée fait uniquement partie du présent Prospectus dans sa version modifiée ou remplacée.

Une liste des références croisées est jointe au présent Prospectus en Annexe 3. Les parties non reprises des documents incorporés par référence dans le Prospectus ne sont pas pertinentes pour les Actionnaires, soit sont traitées ailleurs dans le Prospectus.

5.8 Structure du capital de la Société Visée et titres

5.8.1 Capital

À la date du présent Prospectus, le capital de la Société Visée s'élève à 131.720.619,14 EUR et est représenté par 60.014.414 actions sans mention de valeur nominale, représentant chacune une part égale du capital.

5.8.2 Actions propres

L'assemblée générale d'Orange Belgium du 6 mai 2020 a autorisé le conseil d'administration à acquérir des actions propres d'Orange Belgium, ainsi qu'à aliéner ou annuler les actions propres, sous les conditions et dans les limites décrites ci-dessous. Cette autorisation est valable pour une période de cinq (5) ans.

À la date du présent Prospectus, la Société Visée détient 69.657 actions propres (représentant 0,12% du nombre total d'actions émises ; voir aussi Chapitre 4.10.3 du présent Prospectus).

L'assemblée générale extraordinaire de la Société Visée du 6 mai 2020 a ainsi autorisé le conseil d'administration à acquérir des actions propres de la Société Visée, par voie d'achat ou d'échange, sur le marché réglementé ou en dehors de celui-ci, et ce, conformément et dans les limites prévues par le CSA et aux conditions suivantes : (i) la Société Visée ne peut acquérir des actions de la Société Visée

qu'à condition qu'elle ne détienne pas plus de 20% de ses propres actions ; et (ii) le prix d'acquisition ne peut être inférieur à quatre-vingt-cinq pourcent (85%) ni supérieur à cent quinze pourcent (115%) de la moyenne des cours de clôture du marché réglementé sur lequel les actions ont été admises des cinq (5) Jours Ouvrables qui précèdent l'achat ou l'échange. Cette autorisation est valable pour une période de cinq (5) ans à dater du 6 mai 2020.

Cette autorisation s'étend à l'acquisition (par voie d'achat ou d'échange) d'actions de la société par une société filiale directe, conformément aux articles 7:221 et suivants du CSA, et dans les conditions imposées par ces dispositions.

Pour autant que de besoin et conformément au CSA, le conseil d'administration est également autorisé à aliéner ou annuler les actions propres. Cette autorisation s'étend à l'annulation des actions de la société par une société filiale directe ainsi qu'à l'aliénation des actions de la société par une société filiale directe à un prix déterminé par le conseil d'administration de cette dernière.

En outre, le conseil d'administration de la société est également autorisé à faire constater cette annulation des actions propres de la société par acte notarié et à adapter et coordonner les statuts afin de les mettre en conformité avec les décisions prises.

5.8.3 Autres titres assortis du droit de vote ou donnant accès au droit de vote, obligations et droits de souscription

À la date du présent Prospectus, la Société Visée n'a pas émis de titres avec droit de vote ou donnant accès au droit de vote, autres que les actions auxquelles renvoie le Chapitre 5.5 du présent Prospectus.

À la date du présent Prospectus, la Société Visée n'a émis ni obligations convertibles ni droits de souscription.

5.9 Participations principales

Une liste des entreprises comprises dans le périmètre de consolidation de la Société Visée peut être consultée dans le communiqué de presse de la Société Visée intitulé « Information financière relative au quatrième trimestre et à l'exercice 2020 » du 5 février 2021 (page 23), tel que disponible sur le site internet de la Société Visée (www.orange.be).

5.10 Evolution du cours de l'action sur Euronext Brussels

Le graphique ci-dessous illustre l'évolution du cours de bourse de l'action de la Société Visée sur le marché réglementé d'Euronext Brussels, sur la période de douze (12) mois précédant l'annonce de l'Offre conformément à l'article 5 de l'AR OPA:

(en EUR)

03/12/19 - 02/12/20



6. L'Offre

6.1 Caractéristiques de l'Offre

6.1.1 Nature de l'Offre

L'Offre est une offre publique d'acquisition volontaire conditionnelle lancée conformément au chapitre II de l'AR OPA. L'Offre est une offre en espèces.

6.1.2 Objet de l'Offre

L'Offre porte sur les 28.191.657 Actions émises par la Société Visée qui ne sont pas encore détenues par l'Offrant et les Personnes Liées à l'Offrant (à savoir Orange Belgium (en ce qui concerne les actions propres qu'elle détient) et Atlas Services Belgium SA) à la date du présent Prospectus, qui représentent 46,97 % du total des actions émises par la Société Visée (étant étendu que les 69.657 actions propres détenues par la Société Visée sont également exclues de l'Offre, la Société Visée étant une Personne Liée à l'Offrant ; voir Chapitre 4.10.2).

Les actions dans la Société Visée sont admises à la négociation sur le marché réglementé d'Euronext Brussels sous le code ISIN BE0003735496.

La Société Visée n'a pas d'autres titres émis avec droit de vote ou qui donnent accès au droit de vote. Elle n'a pas émis de droits permettant à leurs titulaires d'acquérir des actions.

6.1.3 Conditions liées à l'Offre

L'Offre est soumise aux conditions suivantes:

- (a) durant la période préalable à la date d'annonce des résultats de la Période Initiale d'Acceptation, le cours de clôture de l'indice Bel 20 n'a pas diminué de plus de 15,0 % par rapport au cours de clôture de l'indice Bel 20 du jour précédant la notification de l'Offre conformément à l'article 5 de l'AR OPA (c'est-à-dire 3.746,97 points). Si l'Offrant décide de ne pas retirer l'Offre au moment où le cours de clôture de l'indice Bel 20 est inférieur à 3.184,92 points, et que ce cours de clôture repasse ensuite ce niveau, l'Offrant ne pourra plus se prévaloir ultérieurement de cette

baisse antérieure et temporaire de l'indice Bel 20. L'éventuelle décision de l'Offrant de maintenir l'Offre pendant une période où le cours de clôture de l'indice Bel 20 a temporairement chuté en-dessous de 3.184,92 points ne porte pas préjudice au droit de l'Offrant d'invoquer malgré tout la condition et de retirer l'Offre dans le cas où, après une reprise, le cours de clôture de l'indice Bel 20 chute ensuite à nouveau en dessous de 3.184,92 points ; et

- (b) durant la période préalable à la date d'annonce des résultats de la Période Initiale d'Acceptation, (i) le cours de clôture des actions Proximus (ISIN BE0003810273) cotées sur le marché réglementé d'Euronext Brussels n'est pas inférieur à 14,56 EUR par action, soit une réduction de plus de 15,0% par rapport au cours de clôture du jour précédant la notification de l'Offre conformément à l'article 5 de l'AR OPA, et (ii) le cours de clôture des actions Telenet (ISIN BE0003826436) cotées sur le marché réglementé d'Euronext Brussels n'est pas inférieur à 30,99 EUR par action, soit une réduction de plus de 15,0% par rapport au cours de clôture du jour précédant la notification de l'Offre conformément à l'article 5 de l'AR OPA. L'éventuelle décision de l'Offrant de maintenir l'Offre pendant une période où (i) le cours de clôture des actions Proximus a temporairement chuté en-dessous de 14,56 EUR par action et (ii) le cours de clôture des actions Telenet a temporairement chuté en-dessous de 30,99 EUR par action ne porte pas préjudice au droit de l'Offrant d'invoquer malgré tout la condition et de retirer l'Offre dans l'hypothèse où, après une reprise, le cours de clôture des actions Proximus et le cours de clôture des actions Telenet chuteraient ensuite à nouveau en-dessous du seuil de, respectivement, 14,56 EUR par action (pour les actions Proximus) et 30,99 EUR (pour les actions Telenet).

Ces conditions suspensives sont stipulées exclusivement en faveur de l'Offrant, qui se réserve le droit d'y renoncer en tout ou en partie.

Si l'une de ces conditions n'est pas remplie, l'Offrant annoncera sa décision d'y renoncer ou non au plus tard au moment où les résultats de la Période Initiale d'Acceptation seront rendus publics, par un communiqué de presse qui sera également disponible sur les sites internet suivants : www.bnpparibasfortis.be/sparenenbeleggen (en néerlandais) et www.bnpparibasfortis.be/epargneretplacer (en français) et sur les sites internet de la Société Visée (www.orange.be), et de l'Offrant (www.orange.com).

6.2 Prix de l'Offre

6.2.1 Généralités

Dans le cadre de cette offre publique d'acquisition volontaire conditionnelle, le Prix de l'Offre est fixé à 22,0 EUR par Action.

Le Prix de l'Offre total pour toutes les Actions s'élève à 620.216.454 EUR en espèces.

Si la Société Visée accorde ou verse une distribution sous forme de dividende annuel (en espèces ou en nature) sur les actions de la Société Visée et que la date ex-dividende tombe avant la date de paiement du Prix de l'Offre, le Prix de l'Offre de 22,0 EUR par Action sera réduit du montant total de cette distribution par action (avant toute déduction fiscale applicable). Les Actionnaires seront informés de tout ajustement du Prix de l'Offre à la suite d'une distribution par le biais d'un communiqué de presse qui sera également disponible sur les sites web suivants: www.bnpparibasfortis.be/sparenenbeleggen (en néerlandais) et www.bnpparibasfortis.be/epargneretplacer (en français) et sur les sites internet de la Société Visée (www.orange.be) et de l'Offrant (www.orange.com).

Le Prix de l'Offre s'élève en principe à 22,0 EUR par Action, ce qui représente le montant brut qui reviendra aux Actionnaires si l'Offre aboutit. Toutefois, si l'assemblée générale ordinaire de la Société

Visée du 5 mai 2021 approuve le dividende brut proposé de 0,50 EUR par Action pour l'exercice 2020 et que la date ex-dividende tombe avant la date de paiement du Prix de l'Offre, le montant de ce dividende brut sera déduit du Prix de l'Offre de 22,0 EUR par Action.

Par conséquent, le Prix de l'Offre s'élèvera à 21,50 EUR par Action si l'assemblée générale ordinaire de la Société Visée du 5 mai 2021 approuve le dividende brut proposé de 0,50 EUR par Action pour l'exercice 2020, et si la date ex-dividende tombe avant la date de paiement du Prix de l'Offre.

La justification du Prix de l'Offre est donnée au Chapitre 6.2.2 du présent Prospectus.

Conformément aux articles 20 et suivants de l'AR OPA, Degroof Petercam Corporate Finance SA, en sa qualité d'Expert Indépendant, a par ailleurs réalisé son propre travail d'évaluation du Prix de l'Offre et a analysé le travail d'évaluation réalisé par l'Offrant. L'Expert Indépendant estime que la valeur de l'Action se situe, sur la base de la méthode de valorisation par actualisation des flux de trésorerie futurs, entre 15,60 EUR et 22,30 EUR, avec un point médian de 18,50 EUR, et, sur la base de l'analyse des multiples de sociétés cotées comparables, utilisée à titre secondaire, entre 15,60 EUR et 22,90 EUR, avec un point médian de 19,20 EUR. Sur la base des fourchettes de valorisation susmentionnées, l'Expert Indépendant conclut que le Prix de l'Offre se situe dans sa fourchette de valorisation et est supérieur aux points médians qui ressortent de l'application des méthodes de valorisation par l'actualisation des flux de trésorerie futurs et par l'analyse des multiples de sociétés cotées comparables. En outre, l'application de ses autres références de valorisation aboutit à des valeurs inférieures au Prix de l'Offre ou à une fourchette de valorisation dans laquelle se situe le Prix de l'Offre. Bien que la méthode de valorisation par l'analyse des multiples de transactions précédentes et l'analyse de la prime de l'offre publique basée sur les offres publiques d'acquisition dans le secteur européen des télécommunications n'aient pas été retenues comme méthodes de valorisation ou comme références, l'Expert Indépendant note que : (i) l'analyse des multiples de transactions précédentes aboutit à une fourchette de 24,90 EUR à 29,10 EUR, avec un point médian de 27,0 EUR, supérieur au Prix de l'Offre, et (ii) l'analyse de la prime de l'offre publique pour certaines offres publiques d'acquisition dans le secteur européen des télécommunications donne une valeur par action de 20,3 EUR, inférieure au Prix de l'Offre. L'Expert Indépendant considère que le Prix de l'Offre ne méconnaît pas l'intérêt des actionnaires minoritaires. Le rapport de l'Expert Indépendant quant au prix de l'Offre est joint au présent Prospectus en Annexe 2. L'annexe C dudit rapport détaille les considérations de ce dernier quant à la valorisation du parc de tours d'Orange Belgium.

Conformément à l'article 15, §2 *juncto* l'article 31, alinéa 2 de l'AR OPA, si, après la date d'annonce de l'intention de l'Offrant de lancer l'Offre conformément à l'article 8 de l'AR OPA mais avant la publication des résultats, l'Offrant ou les Personnes Liées à l'Offrant acquièrent ou se sont engagés à acquérir, en dehors du cadre de l'Offre, des titres de la Société Visée à un prix supérieur à celui de l'Offre, le Prix de l'Offre sera aligné sur ce prix supérieur en application de l'article 15, § 2 de l'AR OPA.

Conformément à l'article 45 de l'AR OPA, en cas d'acquisition directe ou indirecte d'Actions visées par l'Offre dans le chef de l'Offrant ou les Personnes Liées à l'Offrant, pendant une période d'un (1) an à compter de la fin de la Période d'Acceptation, à des conditions plus avantageuses pour les cédants que celles prévues par l'Offre, la différence de prix sera versée à tous les Actionnaires qui ont accepté l'Offre.

6.2.2 Justification

Nombre d'Actions

Tous les calculs reposent sur un nombre d'actions entièrement dilué pour Orange Belgium égal à 59.944.757, qui correspond au nombre d'actions émises au 31 décembre 2020, soit 60.014.414 actions, diminué du nombre d'actions auto-détenues au 31 décembre 2020, soit 69.657 actions.

Nombre d'actions	
Nombre d'actions émises	60,014,414
Actions auto-détenues	(69,657)
Nombre d'actions en circulation	59,944,757

Ajustements de la valeur d'entreprise

Les ajustements présentés ci-dessous ont été élaborés sur la base des comptes consolidés d'Orange Belgium au 31 décembre 2020, ainsi qu'à partir d'estimations d'Orange Belgium concernant les investissements en fréquences et licences à horizon 2021-2022. La valorisation de l'Offrant s'appuyant sur des agrégats financiers pre IFRS16, la dette financière présentée ci-dessous exclut les dettes locatives (*financial leases*).

La ligne « Investissements en fréquences et licences 2021-2022 » correspond à la valeur actuelle nette du montant qu'Orange Belgium estime avoir à déboursier dans le cadre des enchères 5G en Belgique en 2021 et, dans une très moindre mesure, pour le renouvellement de licences en 2022. Ce montant et la date de son décaissement sont basés sur des estimations d'Orange Belgium. Un décalage de date de décaissement, en cas de paiements différés par exemple, aurait un impact non significatif sur la valorisation d'Orange Belgium.

Catégorie	(M€)	Commentaires
Dette financière (excl. IFRS16)	206	Valeur comptable au 31/12/2020
Disponibilités et quasi-disponibilités	(61)	Valeur comptable au 31/12/2020
Dette financière nette (excl. IFRS16)	145	
Avantages du personnel	25	Valeur comptable au 31/12/2020, post IS
Titres mis en équivalence	(5)	Valeur comptable au 31/12/2020
Investissements en fréquences et licences 2021-2022	283	Estimations d'Orange Belgium; Valeur actuelle nette (CMPC: 7,1%)
Provisions pour démantèlement et restructuration	63	Valeur comptable au 31/12/2020, post IS
Autres actifs financiers	(3)	Valeur comptable au 31/12/2020
Ajustements de la valeur d'entreprise	508	Au 31/12/2020

Note: IS = Impôt sur les sociétés (25% en Belgique depuis 2020)

Méthodes d'évaluation

Le Prix de l'Offre a été évalué selon l'approche multicritère reposant sur les méthodes d'évaluation et points de référence ci-dessous :

Méthodes d'évaluation :

- Actualisation des flux de trésorerie futurs ;
- Analyse des multiples de sociétés cotées comparables (à titre indicatif).

Points de référence :

- Analyse de l'évolution historique du cours de l'action ;
- Analyse des objectifs de cours des analystes.

Certaines méthodes de valorisation ont été écartées :

- Analyse des multiples de transactions comparables ;
- Actif net comptable (« ANC ») ;

- Actif net réévalué (« ANR ») ;
- Méthode d'actualisation des flux de dividendes.

Synergies

La transaction ne générera pas de synergies ni pour la Société ni pour l'Offrant, à l'exception de l'économie des coûts attendue en cas de radiation de la cotation des actions de la Société Visée (exonération de la Société Visée des contraintes réglementaires et administratives liées à la cotation des actions).

Perte du contrat Mobile Vikings

Mobile Vikings est un opérateur virtuel actuellement hébergé sur le réseau d'Orange Belgium, dont le rachat a été annoncé par Proximus le 14 décembre 2020. Orange Belgium anticipe un impact négatif de l'ordre de 20 millions d'euros sur ses revenus annuels à partir de 2022. Orange Belgium n'anticipe pas d'impact en 2021 compte tenu du temps de transfert des abonnés de Mobile Vikings sur le réseau de Proximus.

Création d'une TowerCo

Le groupe Orange a annoncé le 18 février 2021 la création d'une TowerCo européenne nommée TOTEM, qui exploitera, dans un premier temps, un portefeuille de tours en France et en Espagne, afin d'en optimiser l'efficacité opérationnelle et d'en favoriser la croissance tant organique qu'inorganique. Le groupe Orange étudiera la possibilité d'intégrer d'autres actifs d'infrastructure passive mobile européens d'Orange dans la mesure où de tels actifs sont susceptibles de créer de la valeur pour la TowerCo.

Orange n'envisage pas l'intégration des actifs consolidés d'Orange Belgium à TOTEM pour des raisons spécifiques à l'environnement réglementaire belge et à la gestion de son parc de tours en Belgique. En Belgique, l'ensemble des opérateurs bénéficient de la réglementation applicable aux sites d'antennes qui prévoit une obligation de partage de ces sites à un tarif réglementé depuis 2008. Cette réglementation distingue le marché belge des tours des autres marchés européens. Par ailleurs, la priorité d'Orange Belgium demeure l'optimisation de la gestion de ses sites à travers la mise en œuvre de l'accord de partage d'équipements actifs et passifs (RAN sharing) signé en 2019 avec Proximus et l'opérationnalisation de mWings, la joint-venture créée par les deux opérateurs à cet effet. mWings gère les sites d'antennes actuels d'Orange Belgium et met en œuvre l'accord de RAN sharing visant à consolider les deux réseaux. L'accord de RAN sharing aura pour résultante une réduction importante du parc de sites d'antennes d'Orange Belgium et une mutualisation de ses équipements radio avec ceux de Proximus. Cette optimisation du parc d'Orange Belgium et de ses coûts d'accès aux sites est déjà prise en compte en totalité dans le Prix de l'Offre.

Dans ces conditions, une cession des tours par Orange Belgium s'assimilerait à une simple opération financière de *sale-and-lease-back* qui détériorerait la capacité de création de valeur. Cela n'est donc pas envisagé.

De manière générale, les tours sont au cœur de la stratégie du groupe Orange, qui souhaite en conserver le contrôle.

6.2.2.1 Méthodes d'évaluation retenues

Actualisation des flux de trésorerie futurs

Cette méthodologie consiste à calculer la valeur des actifs d'Orange Belgium (valeur intrinsèque) en

actualisant les flux de trésorerie prévisionnels générés par ces actifs. La valeur des fonds propres attribuables aux actionnaires est obtenue en déduisant la somme de la dette nette et des autres éléments d'ajustement à la valeur d'entreprise.

L'évaluation sur la base de l'actualisation des flux de trésorerie futurs a été réalisée au 31 décembre 2020, en utilisant une convention de réception des flux à mi-année. A la connaissance de l'Offrant, il n'existe pas de nouvel élément ou nouvelle information ayant un impact significatif sur la valorisation d'Orange Belgium depuis le 31 décembre 2020. La valeur d'entreprise est obtenue par actualisation des flux de trésorerie futurs au coût du capital. Elle comprend (i) la valeur actualisée sur l'horizon explicite des flux de trésorerie 2021-2027 ainsi qu'une (ii) valeur terminale déterminée à la fin de cette période par actualisation à l'infini d'un flux de trésorerie normatif.

Prévisions financières

En l'absence d'un plan d'affaires récent approuvé par le conseil d'administration d'Orange Belgium⁷, l'Offrant a eu accès à des prévisions financières du management d'Orange Belgium établies à partir d'une sélection de notes d'analystes, qui ont, de l'avis du management d'Orange Belgium, une compréhension approfondie du marché belge et de la stratégie d'Orange Belgium :

- Ces prévisions portent principalement sur le chiffre d'affaires, EBITDAaL⁸, dépréciations et amortissements, et dépenses d'investissement (hors fréquences) sur la période 2021-2023 à partir des notes des analystes sélectionnés, ajustées à partir de 2022 pour tenir compte de la perte du contrat Mobile Vikings et extrapolées par le management d'Orange Belgium pour 2024;
- Les prévisions d'EBITDAaL et de dépenses d'investissement pour les exercices 2021 à 2023 ont également été ajustées par le management d'Orange Belgium pour refléter les performances attendues pour 2021. Les prévisions induites d'EBITDAaL moins dépenses d'investissement sur cette période, hors impact de la perte du contrat Mobile Vikings, sont en ligne avec la médiane des prévisions des analystes sélectionnés ;
- Orange Belgium a également fourni certaines estimations spécifiques telles que la variation du fonds de roulement en 2021, les coûts de restructuration sur la période 2021-2024 et le coût d'acquisition de fréquences attendu en 2021-2022 ;
- Ces prévisions ne faisant pas d'hypothèse sur le taux d'imposition, l'Offrant l'a estimé à 25%, en ligne avec le taux d'imposition sur les sociétés en vigueur en Belgique depuis 2020. L'Offrant a également extrapolé la variation du fonds de roulement sur la période 2022-2024 en supposant des ratios stables de rotation des stocks, délai de récupération des créances clients et de paiements fournisseurs (ces ratios ayant été calculés sur la base du rapport annuel 2019 d'Orange Belgium et des estimations de variation du fonds de roulement du management d'Orange Belgium pour 2020 et 2021).

Ces prévisions peuvent être résumées comme suit :

⁷ Le management d'Orange Belgium a préparé un plan intitulé "Trajectories Update – Long term management Business Plan for 2019E-2023E" qui reflète ses ambitions pour la Société Visée. Cependant, il s'agit d'un plan stratégique à usage interne qui n'a pas vocation à guider le marché et qui, par nature, se concentre sur le potentiel d'*upsides* de la Société Visée. Par ailleurs ce plan a été présenté au conseil d'administration à titre d'information uniquement, mais n'a pas formellement été approuvé par ce dernier.

⁸ EBITDA after Leases: résultat net des activités poursuivies avant impôt sur les sociétés, avant résultat financier hors intérêts sur dettes locatives, avant résultat des entités mises en équivalence, avant pertes de valeur des écarts d'acquisition et des actifs immobilisés, avant reprise des réserves de conversion des entités liquidées, avant effets liés aux prises de contrôle, avant dotations aux amortissements des actifs immobilisés, avant effets des principaux litiges, avant charges spécifiques de personnel, avant revue du portefeuille d'actifs immobilisés, de titres et d'activités, avant coûts des programmes de restructuration, avant coûts d'acquisition et d'intégration.

- Un taux de croissance 2020-2021 de 4,4 % et un taux de croissance annuel moyen (« TCAM ») du chiffre d'affaires d'environ 2,2 % sur la période 2020-2024 hors impact de la perte du contrat Mobile Vikings et d'environ 1,8 % incluant l'impact de la perte de ce contrat, à comparer avec une croissance annuelle historique observée pour les exercices 2016-2020 de 1,4 % ;
- Un TCAM de l'EBITDAaL d'environ 3,2 % sur la période 2020-2024 hors impact de la perte du contrat Mobile Vikings et d'environ 1,8 % incluant l'impact de la perte de ce contrat, à comparer avec une croissance annuelle historique pour les exercices 2016-2020 de 0,6 % ;
- Une progression de la marge d'EBITDAaL de 22,4 % en 2019 et 24,6 % en 2020 à 25,6 % en 2024, hors impact de la perte du contrat Mobile Vikings, et à 24,5 % incluant l'impact de la perte de ce contrat ;
- Une stabilité des ratios de besoin en fonds de roulement (rotation des stocks, délai de récupération des créances clients et paiements fournisseurs) à partir de l'exercice 2021 ;
- Une augmentation des dépenses d'investissement (hors acquisition de fréquences) en pourcentage du chiffre d'affaires de 13,5 % en 2019-2020 à 15-16 % en 2021, 2022 et 2023 tenant compte des investissements dans la 5G et de la mise en œuvre du RAN sharing, pourcentage diminué à 14,2 % en 2024. Ces prévisions n'incluent pas d'investissements éventuels dans la fibre, Orange Belgium n'ayant pas arrêté son choix sur différentes options d'accès aux réseaux haut débit, y compris le maintien d'accords commerciaux avec les câblo-opérateurs.

Sur les exercices 2025-2027, ces chiffres ont été extrapolés en prenant les hypothèses suivantes :

- Un TCAM du chiffre d'affaires d'environ 0,5% pour les exercices 2025 à 2027, en ligne avec 2024 et avec le taux de croissance perpétuel médian retenu par les analystes égal à 0,5 % ;
- Une progression de la marge d'EBITDAaL en 2025 de 15 points de base tenant compte des effets des coûts de restructuration prévus sur la période explicite. Stabilisation de la marge en 2026-2027 (coûts de restructuration à zéro après 2024) ;
- Un ratio de dépenses d'investissement rapportées aux dépréciations et amortissements se rapprochant linéairement vers 100 % à partir de l'exercice 2025 ;
- Une stabilité des ratios de besoin en fonds de roulement (rotation des stocks, délai de récupération des créances clients et paiements fournisseurs) à partir de l'exercice 2021 ;
- Des dépenses d'investissement en pourcentage du revenu en ligne avec les niveaux observés en 2019 et 2020 (avant investissements dans la 5G et le RAN sharing) i.e. 13,5 % ;
- Un taux d'imposition stable à 25 %.

Détermination du taux d'actualisation

Le taux d'actualisation retenu (7,1 %) est basé sur une combinaison de deux méthodologies.

La première méthode est un calcul de coût moyen pondéré du capital (« CMPC »), induisant un taux de 6,7 %, sur la base des hypothèses ci-dessous :

- Un taux sans risque de -0,57 % (moyenne sur 3 mois au 1 décembre 2020 du rendement des obligations allemandes à 10 ans, source : Exane BNP Paribas) ;

- Une prime de risque du marché actions de 8,19 % (moyenne sur 3 mois au 1 décembre 2020 de la prime de marché de l'Euro Stoxx, source : Exane BNP Paribas) ;
- Une médiane des bêtas désendettés (bêtas des actifs) des sociétés comparables: 0,65 (source : MSCI Barra Global Betas) ;
- Une prime de risque pays de 0,27 % (moyenne entre (i) l'écart de rendement entre l'obligation souveraine belge et l'obligation souveraine allemande à 10 ans et (ii) une régression entre les écarts de rendement et la notation souveraine correspondante appliquée à la notation souveraine belge) ;
- Une prime liée à la taille d'Orange Belgium de 1,9% (source : Duff & Phelps, sur la base de la valeur des fonds propres d'Orange Belgium induite par le Prix de l'Offre) ;
- Coût de la dette avant impôts : 1,7 % (moyenne 2018-2019, source : rapport annuel Orange Belgium) ;
- Taux d'impôt normatif : 25 %;
- Rapport entre la dette financière nette et la valeur du capital total : 15,0% (en ligne avec la dette nette au 31/12/2020 divisée par la capitalisation boursière avant annonce de l'Offre)⁹.

La deuxième méthode est basée sur une analyse comparative de 7 analystes présentant une estimation de CMPC pour Orange Belgium. Le tableau ci-dessous donne un aperçu de ces estimations et affiche une médiane de 7,5 %.

Analyste	Date	CMPC
Barclays	02-11-20	7,5%
Kepler Cheuvreux	26-10-20	8,0%
Morgan Stanley	23-10-20	7,5%
Exane BNP Paribas	23-10-20	6,0%
UBS	23-10-20	7,5%
Bank of America	23-10-20	7,0%
JP Morgan	23-10-20	7,5%
Médiane		7,5%

Le taux d'actualisation retenu correspond à la moyenne arithmétique de ces deux valeurs, soit 7,1 %¹⁰.

Hypothèses de calcul de la valeur terminale

La valeur terminale est déterminée selon la méthode de Gordon Shapiro et repose sur :

- Un taux de croissance perpétuelle de 0,5 %, en ligne avec les hypothèses retenues par les analystes sur Orange Belgium (cf. tableau ci-dessous) et ses comparables;

⁹ L'Offrant estimant que la structure actuelle du capital correspond à la structure cible pour Orange Belgium.

¹⁰ Le rapport annuel 2019 d'Orange Belgium fait référence à un coût du capital de 5,5% et à un taux de croissance perpétuelle de 1,0% pour les besoins d'un test de dépréciation portant sur les activités d'Orange Communications Luxembourg S.A. (« Orange Luxembourg »). Ces paramètres reflètent des dynamiques propres à Orange Luxembourg au 31 décembre 2019, dont une prime de risque pays inférieure à celle retenue pour la Belgique, et, au vu du poids du Luxembourg dans les activités d'Orange Belgium (5% des revenus d'Orange Belgium en 2019 et 2020), ils sont considérés comme non pertinents dans l'analyse de valorisation d'Orange Belgium. Des analyses de sensibilités de +/- 50 points de base sur le coût du capital retenu sont présentées dans la section "Valeur de l'Action Orange Belgium estimée par la méthode d'actualisation des flux de trésorerie futurs".

Analyste	Date	Taux de croissance perpétuelle
Barclays	02-11-20	1,00%
Kepler Cheuvreux	26-10-20	1,00%
Morgan Stanley	23-10-20	1,00%
Exane BNP Paribas	23-10-20	0,50%
UBS	23-10-20	0,00%
BofA	23-10-20	0,00%
JPMorgan	23-10-20	0,50%
Médiane		0,50%

- Des paramètres opérationnels normatifs en ligne avec ceux retenus pour la période d'extrapolation 2025-2027;
- La prise en compte d'une hypothèse de coût de renouvellement des fréquences, s'appuyant sur le montant qu'Orange Belgium s'attend à déboursier en 2021-2022 pour les fréquences 5G et une hypothèse de renouvellement tous les 15 ans.

Valeur de l'Action Orange Belgium estimée par la méthode d'actualisation des flux de trésorerie futurs

Valorisation par actualisation des flux de trésorerie futurs		% VE
Somme des flux de trésorerie sur la période explicite	525	33%
Valeur terminale	1 046	67%
Valeur d'entreprise centrale (M€)	1 570	
Ajustements de la valeur d'entreprise (M€)	508	
Valeur des fonds propres (M€)	1 062	
Nombre d'actions (m)	59,9	
Valeur des fonds propres par action (€)	17,7	
Prime induite par le Prix Offert par Action	24,2%	

Les valeurs centrales ont été calculées sur base d'un coût du capital à 7,1 % et d'un taux de croissance perpétuelle de 0,50 %. Des analyses de sensibilité de la valeur par Action obtenue par cette méthode ont été effectuées sur le coût du capital et sur le taux de croissance perpétuelle :

- Un CMPC compris entre 6,6 % et 7,6 % (+/- 50 points de base)
- Un taux de croissance à l'infini compris entre 0 % et 1,0 % (+/- 50 points de base)

		CMPC				
		6,6%	6,9%	7,1%	7,4%	7,6%
Taux de croissance perpétuelle	-	18,0	17,0	16,1	15,3	14,5
	0,25%	18,9	17,9	16,9	16,0	15,2
	0,50%	19,9	18,8	17,7	16,8	15,9
	0,75%	20,9	19,7	18,6	17,6	16,6
	1,00%	22,1	20,7	19,5	18,4	17,4

Sur la base de ces analyses, la Valeur des fonds propres par Action d'Orange Belgium est comprise entre 14,5 EUR et 22,1 EUR, ce qui se traduit par une Valeur d'entreprise comprise entre 1.378 millions EUR et 1.831 millions EUR. La valeur centrale est égale à 17,7 EUR par Action et correspond à une

Valeur d'entreprise de 1.570 millions EUR

Le Prix de l'Offre par Action représente une prime de 24,2 % sur la valeur centrale obtenue par la méthode d'actualisation des flux de trésorerie, une prime de 51,5 % sur la valeur inférieure de la fourchette de valorisation et une décote de 0,2 % sur la valeur supérieure.

Analyse des multiples de sociétés cotées comparables (à titre indicatif)

Cette méthode consiste à déterminer la valeur de la Société Visée en appliquant à ses agrégats financiers prévisionnels les multiples observés sur un échantillon de sociétés comparables, admises aux négociations sur un marché réglementé.

Cette méthode est peu pertinente pour Orange Belgium compte tenu d'un échantillon très limité de sociétés comparables. En effet, sur le marché de la téléphonie mobile, la grande majorité des pairs ont fait l'objet d'offres publiques d'acquisition (Play Communications SA, MasMovil Ibercom, Sunrise Communications Group Ltd, SFR).

Telefonica Deutschland Holding AG (« Telefonica Deutschland ») reste le plus proche comparable, compte tenu de la prédominance de ses activités mobiles (environ 72% de ses revenus en 2019, et 90% incluant l'équipement mobile) et de sa position concurrentielle. Toutefois, Telefonica Deutschland opère sur un marché des télécommunications plus prévisible que la Belgique, l'Allemagne, et est plus avancé dans son cycle d'investissement ce qui justifie une prime par rapport à Orange Belgium.

Vodafone Group Plc a aussi été retenu à titre de référence dans l'échantillon, bien que de taille significativement supérieure et d'une plus grande diversité géographique.

D'autres opérateurs ont été écartés, notamment :

- Les opérateurs historiques tels que Orange et les opérateurs équivalents dans les autres pays, leaders sur tous leurs segments de marché, avec une activité diversifiée entre fixe, mobile, entreprises et particuliers, qui peuvent être considérés comme des références, mais pas comme des sociétés comparables d'Orange Belgium, essentiellement présent sur le segment mobile et en troisième position sur son marché ;
- Iliad, du fait d'une faible contribution de l'activité mobile (45% sur la base du rapport annuel 2019), d'un profil de croissance nettement supérieur (croissance 2020-2022 estimée par les analystes à 6% en moyenne par an¹¹) et des investissements très supérieurs (Capex estimés à 28% en pourcentage des revenus en moyenne entre 2020 et 2022);
- Tele2, du fait d'une faible contribution de l'activité mobile post fusion avec Com Hem fin 2018 (39% sur la base du rapport annuel 2019) et d'un profil de *cash flow* très supérieur à Orange Belgium (EBITDA-Capex 2020-2022 estimé autour de 24% en moyenne en pourcentage des revenus, vs. 9% pour Orange Belgium). Par ailleurs, les opérateurs nordiques bénéficient historiquement d'une prime de valorisation par rapport à leurs pairs européens liée à une base d'investisseurs plus captive.

Sociétés comparables sélectionnées

- **Telefonica Deutschland**

Filiale de Telefonica SA en Allemagne fondée en 1995, Telefonica Deutschland est un opérateur fixe et

¹¹ Excluant l'acquisition de Play, finalisée en novembre 2020.

mobile mono-pays (Allemagne), principalement présent sur l'activité mobile (72% des revenus en 2019, et 90% incluant l'équipement mobile).

- Vodafone

Fondé en 1984, Vodafone est un opérateur fixe et mobile présent en Europe et en Afrique (via Vodacom). Historiquement majoritairement présent sur l'activité mobile, Vodafone s'est récemment renforcé dans le fixe avec l'acquisition des actifs de Liberty Global en Europe (transaction finalisée en juillet 2019).

Société	VFP	VE	CA	EBITDAaL	Marge EBITDAaL	Capex, % CA	CA	EBITDAaL
			2019 (M€)	2019 (%)	19-22e TCAM	19-22e TCAM		
02-12-20	M€	M€						
Telefonica Deutschland	6 922	9 797	7 399	1 814	24,5%	14,1%	1,7%	1,0%
Vodafone Group	37 605	87 560	44 509	14 640	32,9%	16,5%	1,0%	2,2%
Orange Belgium	972	1 483	1 341	300	22,4%	13,4%	1,2%	3,3%

Notes: calendarisation des projections financières au 31/12 (Vodafone clôturant ses comptes au 30/03); données financières pre-IFRS16; les projections d'Orange Belgium tiennent compte de l'impact de la perte du contrat Mobile Vikings à partir du 1er janvier 2022

Dans le cadre de ces travaux de valorisation, les multiples de valeur d'entreprise rapportée à l'EBITDAaL et de valeur d'entreprise rapportée à l'EBITDAaL moins dépenses d'investissement (« EBITDAaL – Capex ») ont été considérés. Cependant, bien que les investisseurs valorisent essentiellement la génération de cash-flow des opérateurs, il apparaît peu pertinent de retenir le multiple d'EBITDAaL – Capex pour Telefonica Deutschland et pour Vodafone Group :

- Telefonica Deutschland est plus avancé dans son cycle d'investissements qu'Orange Belgium. La croissance de ses Capex est inférieure, supportant une croissance supérieure en EBITDAaL – Capex. L'application de multiples d'EBITDAaL – Capex de Telefonica Deutschland à Orange Belgium tendrait donc à sur-valoriser Orange Belgium;
- Pour Vodafone, la marge d'EBITDAaL – Capex est tellement supérieure à celle d'Orange Belgium, qu'appliquer le multiple d'EBITDAaL – Capex de Vodafone à Orange Belgium tendrait à significativement sous-valoriser ce dernier.

Société	VFP	VE	VE/EBITDAaL			VE/EBITDAaL-CAPEX			Marge d'EBITDAaL	Capex % CA
			2020e	2021e	2022e	2020e	2021e	2022e	2021e	2021e
02-12-20	M€	M€								
Telefonica Deutschland	6 922	9 797	5,5x	5,4x	5,3x	15,1x	16,9x	16,2x	23,5%	15,9%
Vodafone Group	37 605	87 560	5,9x	5,7x	5,6x	11,7x	10,9x	10,7x	34,5%	16,6%
Moyenne			5,7x	5,6x	5,5x	13,4x	13,9x	13,4x	29,0%	16,2%

Notes: calendarisation des projections financières au 31/12 (Vodafone clôturant ses comptes au 30/03); données financières pre-IFRS16

Les multiples ont été calculés au 2 décembre 2020. Les ajustements de la valeur des fonds propres à la valeur d'entreprise retenus pour ces multiples sont en ligne avec ceux retenus pour Orange Belgium et incluent notamment des hypothèses d'investissements en fréquences et licences¹².

La crise sanitaire Covid-19 a impacté les cours de bourses des sociétés comparables en cours d'année 2020. Toutefois, les résultats affichés par ces sociétés ont été résilients en dépit de la crise:

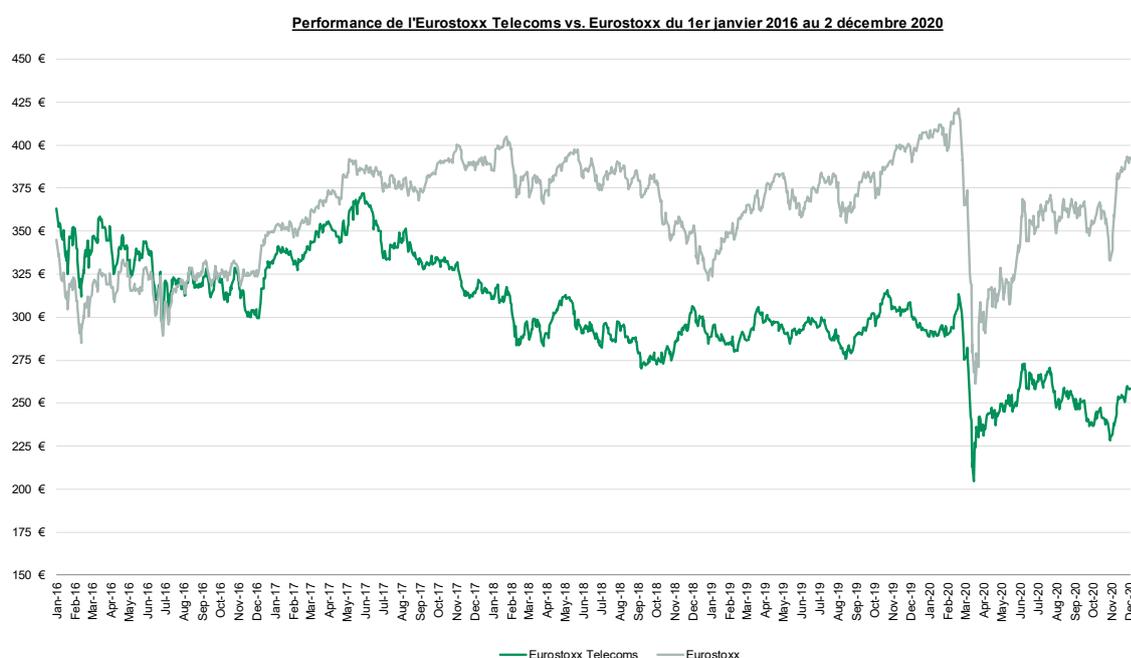
- Telefonica Deutschland a annoncé une très légère hausse de 0,1% de ses revenus de service

¹² Sur la base d'informations publiées par ces sociétés ou d'estimations d'analystes.

mobile et de 0,2% de son EBITDA¹³ sur l'année 2020;

- Vodafone a annoncé une baisse de -1,8 % de ses revenus de service sur la période 30 mars 2020 – 31 décembre 2020 et une baisse de -1,2% de son EBITDAaL sur la période 30 mars 2020 – 30 septembre 2020¹⁴ ;

Les performances boursières de Telefonica Deutschland et Vodafone sur l'année 2020 ont été respectivement de -12,7 % et -17,6%. Ces performances ne sont pas éloignées des tendances observées ces deux dernières années : les cours de Telefonica Deutschland et Vodafone affichent respectivement une baisse de -38,3 % et -37,5 % entre le 1^{er} janvier 2018 et le 31 décembre 2019. Le secteur télécoms subit en effet une tendance baissière structurelle depuis quelques années, liée à l'anticipation d'une forte augmentation des investissements dans la 5G et la fibre sans augmentation matérielle des revenus dans un contexte d'intensité concurrentielle croissante.



Si le cours de bourse des sociétés comparables a été affecté par la crise sanitaire Covid-19, il paraît difficile d'en quantifier les effets de manière exacte et de les isoler d'autres effets, notamment spécifiques au secteur des télécoms. Par ailleurs, il n'y a actuellement pas de consensus clair sur l'impact de la crise du Covid-19 sur l'économie mondiale et la reprise pour les années à venir.

La valorisation a été réalisée en appliquant les multiples de l'exercice 2022 aux agrégats d'EBITDAaL d'Orange Belgium, afin de tenir compte de l'impact de la perte probable du contrat Mobile Vikings à partir du 1^{er} janvier 2022.

¹³ Sur la base d'un EBITDA post IFRS16, hors effets exceptionnels.

¹⁴ Vodafone reporte un EBITDAaL semestriellement et clôture ses comptes le 30 mars.

Valorisation par les multiples de sociétés cotées comparables		
Exercice 2022	Min.	Max.
EBITDAaL Orange Belgium (M€)		331
Multiples des comparables	5,3x	5,6x
Valeur d'entreprise implicite (M€)	1 757	1 858
Ajustements de la valeur d'entreprise (M€)		(508)
Valeur des fonds propres (M€)	1 248	1 349
Nombre d'actions (m)		59,9
Valeur des fonds propres par action (€)	20,8	22,5

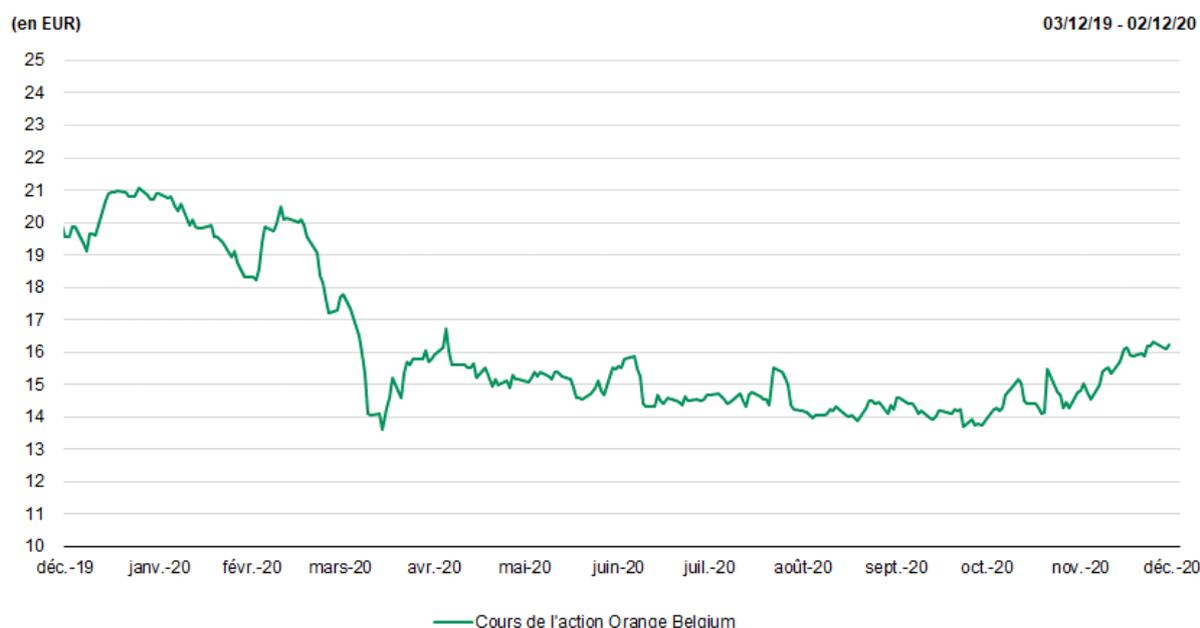
L'application des multiples d'EBITDAaL 2022 des sociétés comparables retenues conduit à une fourchette de 1.757 millions EUR à 1.858 millions EUR de valeur d'entreprise, soit respectivement 20,8 EUR à 22,5 EUR par Action.

6.2.2.2 Points de référence

Analyse de l'évolution historique du cours de l'action

Le capital d'Orange Belgium comprend une seule catégorie d'actions ordinaires qui sont admises aux négociations sur Euronext Bruxelles depuis 1998, sous le code ISIN BE0003735496.

Le graphique ci-dessous illustre l'évolution du cours de bourse de l'action d'Orange Belgium sur la période de douze (12) mois précédant l'annonce de l'Offre.



Le cours de bourse d'Orange Belgium, comme celui de ses comparables européens, a été impacté par la crise sanitaire Covid-19 et n'a pas retrouvé son niveau de début 2020. L'explication de la performance tient là aussi également au sentiment négatif des investisseurs sur le secteur des télécoms depuis deux ou trois ans, mais aussi à la situation particulière des valeurs boursières des opérateurs en Belgique marquée par les annonces cette année de lourds investissements dans la fibre et par l'intensification de la concurrence.

Le cours de référence de l'Action retenu est le cours de clôture au 2 décembre 2020, dernier jour de cotation avant l'annonce de l'Offre.

Le tableau ci-dessous présente les niveaux de cours du titre Orange Belgium pour la période précédant l'annonce de l'Offre ainsi que les primes induites par le Prix de l'Offre par Action.

Période	Prix de l'Action (€)			Prime (%)			Volume quotidien moyen ('000)	Rotation (vol. en % du flotant)
	Cours de clôture / PMPV	Min.	Max.	Cours de clôture / PDMV	Min.	Max.		
Le 02/12/2020	16,2	n.a	n.a	35,6%	n.a	n.a	75,7	0,27%
Période d'1 mois	15,6	14,6	16,3	41,5%	51,1%	34,6%	65,6	0,23%
Période de 3 mois	14,8	13,7	16,3	48,3%	60,3%	34,6%	57,3	0,20%
Période de 6 mois	14,7	13,7	16,3	49,3%	60,3%	34,6%	54,0	0,19%
Période de 12 mois	16,0	13,6	21,1	37,5%	61,8%	4,5%	63,7	0,23%

Source: FactSet au 02/12/2020

Le Prix de l'Offre par Action représente une prime de 35,6%, 48,3%, 49,3% et 37,5% respectivement par rapport au dernier cours de clôture, aux prix moyens pondérés par les volumes (« PMPV ») à 3 mois, 6 mois et 12 mois avant l'annonce de l'Offre.

A titre d'information, le Prix de l'Offre par Action représente une prime de 14,1%, 11,6%, 12,9% et 15,8% respectivement sur le cours moyen à un mois, 3 mois, 6 mois et 12 mois pré Covid au 19 février 2020¹⁵.

Analyse des objectifs de cours des analystes

Le titre Orange Belgium fait l'objet d'un suivi par 25 analystes¹⁶, parmi lesquels 20 ont publié après les résultats du troisième trimestre 2020.

Les objectifs de cours des analystes ne sont pas une méthode d'évaluation en soi, chaque analyste effectuant sa propre évaluation sur la base des informations publiques disponibles et de différentes méthodes d'évaluation que l'Offrant n'est pas en mesure de vérifier. Toutefois, ces derniers possèdent généralement un niveau de compréhension du marché et des concurrents satisfaisant.

¹⁵

Considéré comme le dernier jour de cotation avant que la crise sanitaire Covid-19 n'impacte les marchés financiers.
¹⁶ Source : <https://corporate.orange.be/en/financial-information/shareholders-investors>

Analyste	Date	Reco.	Cours cible (€)
AlphaValue/Baader Europe	25-11-20	Buy	21,6
Exane BNP Paribas	18-11-20	Buy	19,5
Kempen & Co	16-11-20	Buy	23,0
HSBC	09-11-20	Buy	22,0
KBC Securities	05-11-20	Buy	23,0
Barclays	02-11-20	Buy	23,0
Credit Suisse	27-10-20	Buy	23,0
Deutsche Bank	26-10-20	Hold	21,5
Kepler Cheuvreux	26-10-20	Hold	18,5
Societe Generale	23-10-20	Buy	22,0
Morgan Stanley	23-10-20	Hold	19,2
Jefferies	23-10-20	Buy	20,5
Bank Degroof Petercam	23-10-20	Buy	19,0
Oddo BHF	23-10-20	Buy	20,0
New Street Research	23-10-20	Hold	20,0
ABN Amro Bank N.V.	23-10-20	Buy	22,0
BofA	23-10-20	Buy	23,5
UBS	23-10-20	Buy	22,0
JPMorgan	23-10-20	Buy	22,5
ING Bank	20-11-20	Buy	29,0

Excluant ING Bank

Min.	18,5
Prime induite	18,9%
Moyenne	21,4
Prime induite	3,0%
Médiane	22,0
Prime induite	-
Max	23,5
Prime induite	(6,4%)

Incluant ING Bank

Min.	18,5
Prime induite	18,9%
Moyenne	21,7
Prime induite	1,2%
Médiane	22,0
Prime induite	-
Max	29,0
Prime induite	(24,1%)

Sources: FactSet, Bloomberg, Brokers

En excluant ING Bank qui est incomparablement plus élevé que tous les autres à 29,0 EUR par action, le prix cible moyen des objectifs de cours des analystes après publication des résultats du troisième trimestre 2020 et avant annonce de l'Offre s'élève à 21,4 EUR par action. Le Prix d'Offre par Action représente une prime de 3,0% par rapport à ce prix cible moyen¹⁷. Il est à noter que ces objectifs de cours ne tiennent pas compte de l'impact probable de la perte du contrat Mobile Vikings à compter du premier semestre de 2022, opérateur virtuel accédant actuellement au réseau d'Orange Belgium, dont le rachat a été annoncé par Proximus le 14 décembre 2020¹⁸.

¹⁷ En incluant ING Bank, le prix cible moyen s'élèverait à 21,7 EUR par action. Le Prix d'Offre par Action représenterait une prime de 1,2 % par rapport à ce prix cible moyen

¹⁸ Afin de pouvoir être finalisée, cette transaction requiert l'approbation de l'Autorité belge de la Concurrence. Proximus s'attend à pouvoir clôturer la transaction courant 2021.

6.2.2.3 Références et méthodes écartées

Analyse des multiples de transactions comparables

Cette méthode consiste à appliquer les multiples constatés lors de transactions portant sur une part majoritaire ou minoritaire du capital de sociétés opérant dans des secteurs d'activité et des zones géographiques similaires et dont la taille, le positionnement et la rentabilité sont comparables.

Cette méthode n'est pas applicable en l'espèce. En effet, toutes les transactions récentes sur des opérateurs mobiles ont bénéficié d'une prime de contrôle car elles se sont traduites par un changement de contrôle, ce qui n'est pas le cas de l'Offre.

Actif net comptable (« ANC »)

Cette méthode se fonde sur le montant des capitaux propres comptables par action. Elle n'est pas pertinente pour évaluer une société se situant dans une optique de continuité d'exploitation et ne prend en compte ni les capacités bénéficiaires, ni les perspectives de croissance de la société.

A titre indicatif, sur la base des comptes consolidés de la Société au 31 décembre 2020, l'ANC s'élevait à 614 millions EUR, soit 10,2 EUR par Action.

Actif net réévalué (« ANR »)

La méthode de l'actif net réévalué (ANR) consiste à corriger l'actif net comptable de la société des plus ou moins-values latentes identifiées à l'actif, au passif ou en engagements hors bilan. Cette approche est habituellement utilisée pour la valorisation de holdings diversifiées ou de sociétés détentrices de nombreux actifs - notamment immobiliers ou non utiles à l'exploitation - susceptibles de voir leur valeur historique inscrite au bilan très en deçà ou au-delà de leur valeur de réalisation économique immédiate. Cette méthode présente également un intérêt dans le cadre d'une approche liquidative, après prise en compte des coûts de liquidation. Elle n'est par conséquent pas adaptée au cas présent.

Actualisation des flux de dividendes (méthode du « rendement »)

La méthode du rendement consiste à évaluer directement la valeur des capitaux propres d'une entreprise en se reposant sur des hypothèses de distributions basées sur un plan d'affaires. Ces flux futurs revenant aux actionnaires sont actualisés au coût des capitaux propres. Cette méthode dépend de la politique de distribution votée par les actionnaires majoritaires et n'est pas nécessairement représentative de la capacité d'une société à générer des flux de trésorerie disponibles. En conséquence, cette méthodologie n'a pas été retenue.

6.2.2.4 Synthèse

Sur la base des travaux d'évaluation présentés ci-dessus, le Prix de l'Offre fait apparaître les primes suivantes :

Critères	Valeur des fonds propres par action (€)			Prime offerte par action (%)		
	Min.	PMPV / valeur centrale	Max.	Min.	PMPV / valeur centrale	Max.
Méthodes d'évaluation						
Actualisation des flux de trésorerie futurs	14.5	17.7	22.1	51.5%	24.2%	(0.2%)
<i>Hypothèses retenues:</i>						
CMPC	7.6%	7.1%	6.6%			
Taux de croissance perpétuelle	-	0.5%	1.0%			
A titre indicatif uniquement						
Multiples de sociétés cotées comparables	20.8	-	22.5	5.6%	-	(2.3%)
Points de référence						
Cours historique du titre						
Le 02/12/2020	n.a	16.2	n.a	n.a	35.6%	n.a
Période d'un mois	14.6	15.6	16.3	51.1%	41.5%	34.6%
Période de 3 mois	13.7	14.8	16.3	60.3%	48.3%	34.6%
Période de 6 mois	13.7	14.7	16.3	60.3%	49.3%	34.6%
Période de 12 mois	13.6	16.0	21.1	61.8%	37.5%	4.5%
Pre Covid-19*						
Période d'un mois	18.2	19.3	20.5	20.7%	14.1%	7.3%
Période de 3 mois	18.2	19.7	21.1	20.7%	11.6%	4.5%
Période de 6 mois	18.1	19.5	21.1	21.5%	12.9%	4.5%
Période de 12 mois	16.3	19.0	21.2	34.8%	15.8%	4.0%
Objectifs de cours des analystes avant annonce de l'Offre						
Excluant ING	18.5	21.4	23.5	18.9%	3.0%	(6.4%)
Incluant ING	18.5	21.7	29.0	18.9%	1.2%	(24.1%)

* Au 19 février 2020, considéré comme le dernier jour de cotation avant que la crise sanitaire Covid-19 n'impacte les marchés financiers

En conclusion, le Prix de l'Offre par Action de 22,0 EUR extériorise une prime sur :

- la valeur centrale induite par la méthode d'évaluation retenue à titre principale (Actualisation des flux de trésorerie futurs) ;
- le cours de bourse des douze derniers mois précédant l'Annonce de l'Offre ainsi que les douze derniers mois précédant le début de la crise sanitaire Covid-19 ;
- la moyenne des objectifs de cours des analystes ayant publié après les résultats du troisième trimestre et avant l'Annonce de l'Offre.

6.3 Déroulement de l'Offre

6.3.1 Calendrier indicatif

Evénement	Date (prévue)
Date d'annonce de l'intention de l'Offrant de lancer l'Offre (conformément à l'article 8 de l'AR OPA)	02/12/2020
Communication formelle de l'Offre à la FSMA (conformément à l'article 5 de l'AR OPA)	20/01/2021
Publication de l'Offre par la FSMA (conformément à l'article 7 de l'AR OPA)	21/01/2021
Approbation du Prospectus par la FSMA	31/03/2021
Publication du Prospectus	01/04/2021
Approbation du mémoire en réponse par la FSMA	06/04/2021
Publication du mémoire en réponse	07/04/2021
Ouverture de la Période Initiale d'Acceptation	08/04/2021
Clôture de la Période Initiale d'Acceptation	23/04/2021
Publication des résultats de la Période Initiale d'Acceptation (et indication par l'Offrant du respect éventuel des conditions de l'Offre ou, à défaut, de la renonciation éventuelle de l'Offrant à cette/ces condition(s))	27/04/2021
<p>(i) Si les conditions de l'Offre sont remplies et l'Offrant et les Personnes Liées à l'Offrant détiennent, à la suite de l'Offre, 90% ou plus des titres avec droits de vote de la Société Visée :</p> <p>(a) Offre de Reprise simplifiée si les conditions pour lancer une telle Offre de Reprise, telles que définies à l'article 42 de l'AR OPA, sont remplies ; ou</p> <p>(b) Réouverture obligatoire de l'Offre si les conditions pour lancer une Offre de Reprise simplifiée ne sont pas remplies ; ou</p> <p>(ii) Si les conditions de l'Offre sont remplies, mais que l'Offrant et les Personnes Liées à l'Offrant détiennent, à la suite de l'Offre, moins de 90% des titres avec droit de vote de la Société Visée : possibilité de réouverture volontaire de l'Offre ; ou</p> <p>(iii) Si les conditions de l'Offre ne sont pas remplies, mais que l'Offrant y a renoncées et détient, à la suite de l'Offre, avec les Personnes Liées à l'Offrant, 90% ou plus des titres avec droits de vote de la Société Visée :</p> <p>(a) Offre de Reprise simplifiée si les conditions pour lancer une telle Offre de Reprise, telles que définies à l'article 42 de l'AR OPA, sont remplies ; ou</p> <p>(b) Réouverture obligatoire de l'Offre si les conditions pour lancer une Offre de Reprise simplifiée ne sont pas remplies ; ou</p> <p>(iv) Si les conditions de l'Offre ne sont pas remplies, mais que l'Offrant y a renoncées, et l'Offrant et les Personnes Liées à l'Offrant détiennent, à la suite de l'Offre, moins de 90% des titres avec droit de vote de la Société Visée : possibilité de réouverture volontaire de l'Offre</p>	28/04/2021

Événement	Date (prévue)
Date de Paiement Initiale	04/05/2021
Clôture de la Période d'Acceptation de la réouverture obligatoire ou volontaire de l'Offre (selon le cas)	04/05/2021
Publication des résultats de la réouverture obligatoire ou volontaire de l'Offre (selon le cas)	06/05/2021
Date de paiement de réouverture obligatoire ou volontaire de l'Offre (selon le cas)	17/05/2021
Le cas échéant, réouverture de l'Offre en tant qu'Offre de Reprise simplifiée (si la réouverture obligatoire de l'Offre n'a pas déjà eu l'effet d'une Offre de Reprise simplifiée)	18/05/2021
Clôture de la Période d'Acceptation de l'Offre de Reprise simplifiée	08/06/2021
Publication des résultats de l'Offre de Reprise simplifiée	10/06/2021
Date de Paiement de l'Offre de Reprise simplifiée	14/06/2021
Date de paiement du dividende annuel (le cas échéant)	17/06/2021

Si une des dates reprises dans le calendrier est modifiée, les Actionnaires seront informés de ce(s) changement(s) par un communiqué de presse qui sera également disponible sur les sites internet suivants : www.bnpparibasfortis.be/sparenenbeleggen (en néerlandais) et www.bnpparibasfortis.be/epargneretplacer (en français) et sur les sites internet de la Société Visée (www.orange.be) et de l'Offrant (www.orange.com).

6.3.2 Période d'Acceptation

6.3.2.1 *Période Initiale d'Acceptation*

La Période Initiale d'Acceptation commence le 8 avril 2021 et se termine le 23 avril 2021 à 16h00 (heure belge).

6.3.2.2 *Prolongation de la Période Initiale d'Acceptation*

Conformément à l'article 31 de l'AROPA, la Période Initiale d'Acceptation peut être prolongée. Ce serait le cas si, à n'importe quel moment au cours de la Période Initiale d'Acceptation, l'Offrant (ou une Personne Liée à l'Offrant) acquerrait autrement que via l'Offre ou s'engageait à acquérir des Actions à un prix supérieur au Prix de l'Offre. Le cas échéant, le Prix de l'Offre sera modifié, afin qu'il corresponde à ce prix supérieur et la Période Initiale d'Acceptation sera prolongée de cinq (5) Jours Ouvrables après la publication de ce prix supérieur, afin de permettre aux Actionnaires d'accepter l'Offre à ce prix supérieur.

6.3.3 Réouverture de l'Offre

Conformément aux articles 32 et 33 de l'AROPA, l'Offrant, dans un délai de les cinq (5) Jours Ouvrables suivant la fin de la Période Initiale d'Acceptation, annoncera les résultats de l'Offre pendant la Période Initiale d'Acceptation et indiquera si les conditions décrites au Chapitre 6.1.3 du Prospectus sont remplies et, à défaut, si l'Offrant renonce au bénéfice de ces conditions.

Cette annonce sera faite par voie de communiqué de presse, qui sera également disponible sur les sites internet suivants : www.bnpparibasfortis.be/sparenenbeleggen (en néerlandais) et www.bnpparibasfortis.be/epargneretplacer (en français) et sur les sites internet de la Société Visée (www.orange.be) et de l'Offrant (www.orange.com).

L'Offre sera (ou devra) être rouverte dans les circonstances suivantes :

6.3.3.1 L'Offrant et les Personnes Liés à l'Offrant acquièrent moins de 90% des actions de la Société Visée – Possibilité de réouverture volontaire de l'Offre

L'Offrant se réserve le droit de rouvrir, à son entière discrétion, l'Offre, si les conditions de l'Offre sont remplies mais l'Offrant et les Personnes Liées à l'Offrant détiennent conjointement moins de 90% de l'ensemble des actions de la Société Visée, à l'expiration de la Période Initiale d'Acceptation. Dans ce cas, l'Offrant devra annoncer son intention dans les cinq (5) Jours Ouvrables à compter de la clôture de la Période d'Acceptation Initiale.

Si l'Offre est rouverte volontairement après la Période d'Acceptation Initiale, elle le sera dans un délai de dix (10) Jours Ouvrables à compter de la publication des résultats de la Période d'Acceptation Initiale pour une période d'acceptation complémentaire qui ne sera ni inférieure à cinq (5) Jours Ouvrables ni supérieure à quinze (15) Jours Ouvrables. En aucun cas la durée totale de l'ensemble de la Période d'Acceptation Initiale et d'une réouverture volontaire de l'Offre ne peut être supérieure à dix (10) semaines.

6.3.3.2 L'Offrant et les Personnes Liés à l'Offrant acquièrent au moins 90% des actions de la Société Visée – Réouverture obligatoire de l'Offre

Si l'Offrant et les Personnes Liées à l'Offrant détiennent conjointement au moins 90% de l'ensemble des actions de la Société Visée, à l'expiration de la Période Initiale d'Acceptation, l'Offre sera rouverte en vertu de l'article 35, 1° de l'AR OPA.

La réouverture obligatoire de l'Offre en vertu de l'article 35, 1° de l'AR OPA s'appliquera également si le seuil susmentionné de 90% n'est pas immédiatement atteint à la clôture de la Période Initiale d'Acceptation, mais seulement après une réouverture volontaire, telle que visée au Chapitre 6.3.3.1 ci-dessus.

Si l'Offre est rouverte obligatoirement en vertu de l'article 35, 1° de l'AR OPA, elle le sera dans un délai de dix (10) Jours Ouvrables à compter de la publication des résultats de la dernière Période d'Acceptation pour une période d'acceptation complémentaire qui ne sera ni inférieure à cinq (5) Jours Ouvrables ni supérieure à quinze (15) Jours Ouvrables

6.3.3.3 L'Offrant et les Personnes Liés à l'Offrant acquièrent au moins 95% des actions de la Société Visée – Réouverture en tant qu'Offre de Reprise

Si, après la Période Initiale d'Acceptation ou une Période d'Acceptation subséquente (selon le cas), l'Offrant et les Personnes Liées à l'Offrant possèdent plus de 95 % de l'ensemble des actions de la Société Visée, par acceptation de l'Offre, l'Offrant aura le droit de lancer une Offre de Reprise en application de l'article 7:82, § 1er du CSA.

Si après la Période Initiale d'Acceptation ou une Période d'Acceptation subséquente (selon le cas), l'Offrant a en plus acquis, par acceptation de l'Offre, au moins 90% des Actions faisant l'objet de l'Offre, l'Offrant s'engage à lancer une Offre de Reprise simplifiée en application de l'article 7:82, § 1er du CSA et des articles 42 et 43 de l'AR OPA. Les conditions pour lancer une telle Offre de Reprise simplifiée sont notamment remplies si l'Offrant et les Personnes Liées à l'Offrant à la suite de l'Offre (ou de sa réouverture) possèdent conjointement au moins 95,30% des actions émises par la Société Visée.

La procédure pour l'Offre de Reprise simplifiée commencera dans les trois (3) mois à dater de la fin de la dernière Période d'Acceptation, étant entendu que l'Offrant envisage de lancer l'Offre de Reprise simplifiée au plus vite, pour une période d'acceptation complémentaire d'au moins quinze (15) Jours

Ouvrables. Dans l'hypothèse où les conditions d'une Offre de Reprise simplifiée seraient remplies après la Période Initiale d'Acceptation, l'Offrant ferait débiter l'Offre de Reprise simplifiée le 7 mai 2021 et la ferait clôturer le 1 juin 2021.

Toutes les Actions qui n'ont pas été proposées dans le cadre de l'Offre de Reprise simplifiée seront réputées avoir été transférées de plein droit à l'Offrant, avec consignation des fonds nécessaires au paiement du Prix de l'Offre à la Caisse des Dépôts et Consignations, au plus tard le cinquième (5^{ème}) Jour Ouvrable suivant la publication des résultats de l'Offre de Reprise simplifiée.

Le risque lié à ces Actions et leur propriété seront transférés à l'Offrant à la Date de Paiement de l'Offre de Reprise simplifiée au moment où le paiement du Prix de l'Offre sera réalisé par l'Établissement-Guichet au nom de l'Offrant (c'est-à-dire au moment où le compte de l'Offrant sera débité à ces fins) (voir Chapitre 6.8 du Prospectus).

Dans le cadre de l'Offre de Reprise simplifiée, les actions dans la Société Visée qui ont été admises à la négociation sur le marché réglementé d'Euronext Brussels seront radiées d'office de la cotation en application de l'article 43, alinéa 4 de l'AR OPA.

Si les conditions pour une Offre de Reprise simplifiée ne sont pas remplies et que l'Offrant et les Personnes Liées à l'Offrant possèdent eux-mêmes plus de 95 % de l'ensemble des actions de la Société Visée, l'Offrant se réserve le droit de lancer une Offre de Reprise indépendante sur l'ensemble des Actions non encore détenues par l'Offrant et les Personnes Liées à l'Offrant conformément à l'Arrêté royal du 27 avril 2007 relatif aux offres publiques de reprise à un moment ultérieur.

6.3.4 Radiation de la cotation

A la suite de la clôture de l'Offre, l'Offrant envisagera et se réserve le droit de demander une radiation de la cotation des Actions sur Euronext Brussels conformément à la législation applicable.

En vertu de l'article 26, §1 de la loi du 21 novembre 2017 relative aux infrastructures des marchés d'instruments financiers et portant transposition de la Directive 2014/65/UE, Euronext Brussels peut radier de la cotation des instruments financiers (i) lorsqu'il conclut qu'en raison de circonstances particulières, un marché normal et régulier pour ces instruments ne peut plus être maintenu ; ou (ii) lorsque ces instruments n'obéissent plus aux règles du marché réglementé, sauf si une telle mesure est susceptible de léser d'une manière significative les intérêts des investisseurs ou de compromettre le fonctionnement ordonné du marché. Euronext Brussels doit informer la FSMA de toute proposition de radiation. La FSMA peut, le cas échéant, en consultation avec Euronext Brussels, s'opposer à la radiation de titres de la cote dans l'intérêt de la protection des investisseurs. Comme la FSMA l'a indiqué dans le passé¹⁹, elle ne s'opposera toutefois pas à une radiation si celle-ci a été précédée d'une mesure d'accompagnement réussie en faveur des actionnaires minoritaires. En revanche, la FSMA s'opposera à une telle radiation si aucune mesure d'accompagnement réussie n'a été prise.

Si une Offre de Reprise simplifiée, telle que visée au Chapitre 6.3.3.3 du présent Prospectus, est lancée, la radiation suivra automatiquement la clôture de l'Offre de Reprise simplifiée en application de l'article 43, alinéa 4 de l'AR OPA.

Si la Société Visée introduit une demande de radiation (sur indication de l'Offrant) dans les trois (3) mois suivant la clôture de la dernière Période d'Acceptation et pour autant qu'à ce moment-là, l'Offre de Reprise simplifiée, telle que visée au Chapitre 6.3.3.3, n'ait pas encore été émise, l'Offrant est tenu de rouvrir l'Offre dans les dix (10) Jours Ouvrables suivant cette introduction, pour une nouvelle Période

¹⁹ Rapport Annuel de la CBFA – Rapport du comité de direction, 2006, pp. 68 et 69, disponible sur le site internet de la FSMA www.fsma.be.

d'Acceptation comprise entre cinq (5) et quinze (15) Jours Ouvrables, et ce conformément à l'article 35, 2 de l'AR OPA.

6.3.5 Droit de vente

Si (i) l'Offrant et les Personnes Liées à l'Offrant détiennent, à la suite de l'Offre ou de sa réouverture, au moins 95 % des titres avec droit de vote de la Société Visée et ont acquis, par acceptation de l'Offre, des titres représentant au moins 90% du capital assorti de droits de vote faisant l'objet de l'Offre et (ii) que l'Offrant ne lance pas l'Offre de Reprise simplifiée, telle qu'exposée au Chapitre 6.3.3.3 du Prospectus, tout Actionnaire peut demander à l'Offrant d'acheter ses Actions, aux modalités et conditions de l'Offre, conformément à l'article 44 de l'AR OPA.

Les Actionnaires qui souhaitent exercer leur droit de vente doivent introduire leur demande auprès de l'Offrant dans les trois (3) mois suivant la fin de la dernière Période d'Acceptation au moyen d'un courrier recommandé avec accusé de réception.

Cependant, si les conditions sont remplies, l'Offrant s'engage à lancer une Offre de Reprise simplifiée en application de l'article 7:82, § 1er du CSA et des articles 42 et 43 de l'AR OPA, de sorte que le droit de vente ne s'appliquera pas.

6.4 Objectifs, motifs et intentions de l'Offrant

6.4.1 Objectifs de l'Offrant

L'objectif immédiat de l'Offre consiste pour l'Offrant à (i) renforcer sa participation au capital de la Société Visée, (ii) acquérir toutes les actions dans la Société Visée, (iii) lancer, le cas échéant, une Offre de Reprise simplifiée et (iv) obtenir ensuite, si les conditions sont réunies, la radiation d'office des actions dans la Société Visée qui sont admises à la négociation sur le marché réglementé d'Euronext Brussels en application de l'article 43, alinéa 4 de l'AR OPA.

Si, conformément à l'article 7:82, § 1er, alinéa 1er, du CSA, l'Offrant possède, à la suite de l'Offre ou de sa réouverture, 95 % des titres avec droit de vote et a acquis, par acceptation de l'Offre, des titres représentant au moins 90% du capital assorti de droits de vote faisant l'objet de l'Offre, l'Offrant s'engage à lancer une Offre de Reprise simplifiée en application de l'article 7:82, § 1er du CSA et des articles 42 et 43 de l'AR OPA.

6.4.2 Motifs de l'Offrant

A travers cette Offre, l'Offrant vise à poursuivre les efforts continus entrepris par le groupe Orange afin, selon le point de vue de l'Offrant, d'adapter la structure de capital de ses filiales à leurs enjeux et de permettre à la Société Visée de déployer plus efficacement sa stratégie de création de valeur à long terme et de réagir plus efficacement aux transformations majeures du marché belge, par une meilleure flexibilité financière.

En outre, si les conditions de radiation des actions de la cote d'Euronext Brussels sont réunies, l'Offrant considère que cette radiation permettra à la Société Visée de s'exonérer des contraintes réglementaires et administratives liées à la cotation de ses actions dans un contexte où le recours aux marchés de capitaux et le maintien de la cotation des actions ne présentent plus pour la Société Visée d'intérêt économique et financier.

6.4.3 Intentions de l'Offrant

6.4.3.1 *Les plans stratégiques de la Société Visée*

Les quatre axes fondateurs de la stratégie d'Orange Belgium sont : (i) accroître la convergence pour soutenir la valeur du mobile, (ii) revendiquer sa position d'acteur de premier plan sur le marché mobile, (iii) fournir des services de communication et de collaboration digitaux à chaque entreprise belge et (iv) réaliser la transformation digitale et culturelle (transformation interne autour de trois principes fondamentaux : la simplification, la digitalisation et l'empowerment), tout en améliorant constamment l'expérience client, en offrant toujours plus de qualité de service et d'innovation, en respectant surtout les besoins réels des consommateurs, et en communiquant de façon simple et transparente, Orange Belgium mise avant toute chose sur le respect du client pour lui offrir le meilleur.

L'Offrant entend poursuivre la mise en œuvre des plans stratégiques de la Société Visée.

6.4.3.2 *Rôle et position de la Société Visée dans le groupe Orange*

Orange Belgium est une filiale du groupe Orange, l'un des principaux opérateurs européens et africains du mobile et de l'accès internet et l'un des leaders mondiaux des services de télécommunications aux entreprises. L'Offrant est actionnaire de contrôle de la Société Visée depuis sa création et le lancement de ses activités de télécommunications, depuis qu'elle a obtenu de l'IBPT (Institut belge des services postaux et des télécommunications) une licence d'exploitation GSM en novembre 1995 qui s'est suivi du lancement de Mobistar, le deuxième réseau GSM 900 en Belgique en août 1996.

L'Offrant entend maintenir le rôle et la position de la Société Visée au sein de groupe Orange.

Pour des raisons de simplicité et d'une meilleure communication dans la réalisation de l'Offre, à l'issue de l'Offre, l'Offrant a l'intention de reclasser les Actions acquises dans le cadre de l'Offre sous Atlas Services Belgium SA, qui porte actuellement la détention du groupe Orange dans la Société Visée tout comme elle porte également la détention d'autres filiales non françaises du groupe Orange.

6.4.3.3 *Poursuite de l'activité et/ou réalisation éventuelle de restructurations*

L'Offrant n'a à la date du présent Prospectus aucune intention d'apporter des modifications aux activités de la Société Visée.

6.4.3.4 *Emploi et sites*

L'Offrant entend préserver les compétences et l'expérience du personnel de la Société Visée. Dès lors, l'Offrant n'envisage à la date du présent Prospectus aucune restructuration du personnel ou des sites d'activités de la Société Visée, ni aucun changement des conditions de travail du personnel.

6.4.3.5 *Radiation de la cotation*

L'Offrant a l'intention de radier de la cotation les actions de la Société Visée qui sont admises à la négociation sur le marché réglementé d'Euronext Brussels, y compris, le cas échéant, les actions auto-détenues par la Société Visée. Cette radiation se ferait d'office dans l'hypothèse où les conditions d'une Offre de Reprise simplifiée en application de l'article 43, alinéa 4 AR OPA seraient remplies. Dans l'hypothèse où l'Offrant n'est pas dans les conditions pour pouvoir effectuer une Offre de Reprise simplifiée, l'Offrant cherchera néanmoins à obtenir la radiation de la cotation des actions de la Société Visée.

6.4.3.6 *Modifications envisagées des statuts*

Une radiation de la cotation sur Euronext Brussels entraînera des modifications aux statuts de la Société Visée, à son modèle de gouvernance et à sa politique de gouvernance, afin de les mettre en conformité avec ce qui est d'usage dans les sociétés privées.

6.4.3.7 *Politique en matière de distribution de dividendes*

En matière de dividendes, la Société Visée, veille à trouver un juste équilibre entre une politique de dividende adéquate pour ses actionnaires et le souci de maintenir une situation financière saine, tout en se gardant une marge de manœuvre suffisante pour investir dans sa stratégie convergente et étendre son réseau. L'Offrant n'a pas l'intention de réviser cette politique au cours de l'Offre.

6.4.4 Avantages de l'opération pour les sociétés concernées et leurs actionnaires

6.4.4.1 *Avantages pour la Société Visée et ses actionnaires*

L'Offrant estime que les objectifs formulés ci-dessus sont dans l'intérêt de la Société Visée.

Le principal avantage pour les Actionnaires de la Société Visée est la liquidité immédiate dont ils pourront bénéficier grâce à l'Offre, au Prix de l'Offre. Les Actionnaires de la Société Visée peuvent soumettre tout ou partie de leurs Actions à l'Offre et profiter d'une prime d'offre de 35,6% par rapport au cours de clôture de l'action de la Société Visée au 2 décembre 2020 (dernier cours avant l'annonce de l'intention de l'Offrant de lancer l'Offre) (équivalent à une prime de 49,3% par rapport au cours de bourse d'Orange Belgium moyen pondéré par les volumes sur les six derniers mois précédant le 2 décembre 2020). Les Actionnaires peuvent, en outre, monétiser leurs Actions sans frais de transaction additionnels (voir Chapitre 7.3 du Prospectus).

6.4.4.2 *Avantages pour l'Offrant et ses actionnaires*

Par cette Offre, l'Offrant souhaite renforcer sa participation au capital de la Société Visée, voire acquérir toutes les actions dans la Société Visée afin de permettre à celle-ci de déployer plus efficacement sa stratégie de création de valeur à long terme.

De plus, des économies de coûts pourront être réalisées à la suite d'une radiation de la cotation des actions de la Société Visée permettant à celle-ci de s'exonérer des contraintes réglementaires et administratives liées à la cotation des actions.

6.5 Régularité et validité de l'Offre

6.5.1 Décision de l'Offrant de lancer l'Offre

Le 2 décembre 2020, le conseil d'administration de l'Offrant a donné son approbation pour lancer l'Offre (éventuellement suivie d'une Offre de Reprise simplifiée) sur la Société Visée. Conformément aux statuts de l'Offrant et au droit français, le conseil d'administration de l'Offrant est l'organe compétent pour statuer en la matière.

6.5.2 Exigences de l'article 3 de l'AR OPA

L'Offre est lancée conformément aux exigences énoncées à l'article 3 de l'AR OPA, i.e. :

- l'Offre porte sur toutes les Actions de la Société Visée, et plus spécifiquement toutes les actions en circulation émises par la Société Visée, à l'exception des actions qui sont déjà détenues par

l'Offrant ou par les Personnes Liées à l'Offrant (à savoir Orange Belgium (dans la mesure où elle détient des actions propres) et Atlas Services Belgium SA) ;

- la disponibilité inconditionnelle et irrévocable des fonds nécessaires au paiement du Prix de l'Offre pour toutes les Actions sous forme d'une garantie bancaire irrévocable et inconditionnelle à première demande couvrant la totalité du Prix de l'Offre, émise sur instruction de l'Offrant, par BNP Paribas SA en faveur de BNPP Fortis SA (l'Établissement-Guichet) (confirmé par une « attestation de fonds disponibles » en date du 20 janvier 2021) ;
- l'Offre, ainsi que ses conditions sont conformes à la législation applicable, en particulier à la Loi OPA et à l'AR OPA. L'Offrant est d'avis que ces conditions, en particulier le Prix de l'Offre, sont de nature à permettre à l'Offrant d'atteindre son objectif ;
- l'Offrant s'engage, en ce qui le concerne, à faire tout son possible pour mener l'Offre à son terme ; et
- l'Établissement-Guichet centralisera la réception des Formulaires d'Acceptation, soit directement soit indirectement, et assurera le paiement du Prix de l'Offre (voir Chapitre 6.8 du Prospectus).

6.5.3 Approbation réglementaire

L'Offre n'est soumise à aucune autre approbation réglementaire qu'à l'approbation du Prospectus par la FSMA.

La FSMA a approuvé la version francophone du Prospectus le 31 mars 2021, conformément à l'article 19, § 3 de la Loi OPA. Cette approbation ne porte aucun jugement sur l'opportunité et la qualité de l'Offre, ni sur la situation de l'Offrant.

6.6 **Acceptation de l'Offre et propriété des Actions**

6.6.1 Acceptation de l'Offre

Les Actionnaires peuvent apporter leurs Actions dans le cadre de l'Offre en complétant, signant et en déposant le Formulaire d'Acceptation applicable selon les instructions mentionnées dans le formulaire au plus tard le 23 avril 2021 à 16h00 (heure belge), ou à toute date ultérieure annoncée en cas de prolongation, ou à toute date limite antérieure fixée par l'intermédiaire financier de l'Actionnaire concerné.

L'acceptation de l'Offre peut se faire gratuitement auprès de BNP Paribas Fortis SA, qui agit en tant qu'Établissement-Guichet dans le cadre de l'Offre, par le dépôt du Formulaire d'Acceptation. Les Actionnaires qui enregistrent leur acceptation auprès d'un intermédiaire financier qui n'est pas l'Établissement-Guichet doivent s'informer des frais supplémentaires qui peuvent être facturés par ces parties et sont responsables du paiement de ces frais supplémentaires.

Ces autres intermédiaires financiers doivent, le cas échéant, se conformer aux procédures décrites dans le Prospectus.

Les Actionnaires qui détiennent des Actions sous forme dématérialisée et qui souhaitent apporter leurs Actions dans le cadre de l'Offre chargent l'intermédiaire financier où ces actions dématérialisées sont détenues de transférer directement les Actions proposées de leur compte-titres auprès de l'Établissement-Guichet au bénéfice de l'Offrant.

Les Actionnaires qui détiennent des Actions nominatives recevront une lettre de la Société Visée indiquant la procédure à suivre par les Actionnaires pour proposer leurs Actions nominatives dans le cadre de l'Offre.

Les Actionnaires détenant à la fois des Actions nominatives et des Actions dématérialisées doivent remplir deux Formulaires d'Acceptation distincts : (i) un formulaire pour les Actions nominatives à déposer auprès de l'Établissement-Guichet et (ii) un formulaire pour les Actions dématérialisées à soumettre à l'intermédiaire financier où ces Actions dématérialisées sont détenues.

6.6.2 Propriété des Actions

Les Actionnaires qui proposent leurs Actions déclarent et garantissent (i) qu'ils sont les propriétaires des Actions proposées, (ii) qu'ils ont le pouvoir et la capacité requis pour accepter l'Offre, et (iii) que les Actions proposées sont libres de tout(e) charge, réclamation, sûreté ou intérêt.

Si les Actions sont détenues par deux ou plusieurs personnes, les détenteurs doivent signer conjointement le Formulaire d'Acceptation.

Si les Actions sont grevées d'un usufruit, l'usufruitier et le nu-propriétaire doivent signer conjointement le Formulaire d'Acceptation.

Si les Actions sont données en gage, le créancier gagiste et le constituant du gage doivent signer conjointement le Formulaire d'Acceptation, étant entendu que le créancier gagiste sera réputé avoir renoncé de manière inconditionnelle et irrévocable au gage et avoir donné mainlevée du gage sur les Actions.

Si les Actions sont grevées ou soumises à une charge, une réclamation, une sûreté ou un intérêt, l'Actionnaire et tous les bénéficiaires d'une telle charge, réclamation, sûreté ou intérêt doivent signer conjointement le Formulaire d'Acceptation, étant entendu que ces bénéficiaires seront réputés avoir renoncé de manière inconditionnelle et irrévocable à tout(e) charge, réclamation, sûreté ou intérêt relatif(-ve) aux Actions.

Le risque lié à et la propriété des Actions valablement proposées au cours de la Période Initiale d'Acceptation ou de toute Période d'Acceptation ultérieure sont transférés à l'Offrant à la Date de Paiement Initiale au moment où le paiement du Prix de l'Offre est réalisé par l'Établissement-Guichet au nom de l'Offrant (c'est-à-dire au moment où le compte de l'Offrant est débité à ces fins) (voir Chapitre 6.8 du Prospectus).

6.6.3 Augmentation ultérieure du Prix de l'Offre

Conformément à l'article 25, 2° de l'AR OPA, toute augmentation du Prix de l'Offre au cours de la Période d'Acceptation sera également applicable aux Actionnaires qui ont déjà proposé leurs Actions à l'Offrant préalablement à l'augmentation du Prix de l'Offre.

6.6.4 Retrait de l'Acceptation

Conformément à l'article 25, 1° de l'AR OPA, les Actionnaires qui ont accepté l'Offre au cours de la Période Initiale d'Acceptation peuvent toujours retirer leur acceptation au cours de cette Période Initiale d'Acceptation.

Pour retirer valablement une acceptation, il faut le notifier par écrit directement auprès de l'intermédiaire financier chez qui l'Actionnaire a déposé son Formulaire d'Acceptation, en indiquant le nombre d'Actions

pour lesquelles l'acceptation est retirée. Les Actionnaires qui disposent d'Actions nominatives seront informés par la Société Visée de la procédure à suivre pour retirer leur acceptation. Dans le cas où l'Actionnaire informe de son retrait un intermédiaire financier qui n'est pas l'Établissement-Guichet, cet intermédiaire financier est tenu et est responsable d'informer à temps l'Établissement-Guichet du retrait. Une telle information d'un Établissement-Guichet devra survenir au plus tard le 23 avril 2021 avant 16h00 (heure belge) ou, le cas échéant, à la date qui sera définie dans la notification et/ou le communiqué de presse concerné(e).

Les Actionnaires qui ont proposé valablement leurs Actions au cours de la Période Initiale d'Acceptation ne pourront plus retirer leur acceptation après clôture de la Période Initiale d'Acceptation.

6.7 Publication des résultats de l'Offre

Conformément aux articles 32 et 33 de l'AR OPA, l'Offrant dans un délai de cinq (5) Jours Ouvrables à compter de la clôture de la Période d'Acceptation Initiale, (i) publie les résultats de la Période d'Acceptation Initiale, ainsi que le nombre d'Actions que l'Offrant et les Personnes Liées à l'Offrant détiennent à la suite de l'Offre; et (ii) fait savoir si les conditions de l'Offre sont remplies et, à défaut, s'il renonce au bénéfice de ces conditions.

Lorsque l'Offre est rouverte de la manière décrite au Chapitre 6.3.3, l'Offrant publie, dans un délai de cinq (5) Jours Ouvrables à compter de la clôture de la nouvelle Période d'Acceptation, les résultats de la réouverture concernée, ainsi que le nombre d'Actions que l'Offrant et les Personnes Liées à l'Offrant détiennent suite à cette réouverture.

Ces annonces sont faites par voie de communiqué de presse, qui sera également disponible sur les sites internet suivants : www.bnpparibasfortis.be/sparenenbeleggen (en néerlandais) et <http://www.bnpparibasfortis.be/epargneretplacer> (en français) et sur les sites internet de la Société Visée (www.orange.be) et de l'Offrant (www.orange.com).

6.8 Date et mode de paiement du Prix de l'Offre

L'Offrant paie le Prix de l'Offre aux Actionnaires qui ont valablement proposé leurs Actions au cours de la Période Initiale d'Acceptation au plus tard le dixième (10^{ème}) Jour Ouvrable suivant la publication des résultats de l'Offre durant la Période Initiale d'Acceptation.

Le Prix de l'Offre pour les Actions proposées dans le cadre d'une réouverture de l'Offre, telle que décrite au Chapitre 6.3.3 du présent Prospectus, sera payé au plus tard le cinquième (5^{ème}) Jour Ouvrable qui suit la publication des résultats de la/des période(s) d'acceptation concernée(s).

Le paiement du Prix de l'Offre aux Actionnaires qui ont dûment accepté l'Offre se déroule sans aucune condition ni restriction, par virement sur le compte bancaire mentionné par l'Actionnaire dans son Formulaire d'Acceptation.

L'Offrant supporte la taxe sur les opérations de bourse (voir Chapitre 7.3 pour plus de détails). L'Établissement-Guichet n'imputera aucune commission, indemnisation ou tout autre coût aux Actionnaires dans le cadre de l'Offre.

Les Actionnaires qui enregistrent leur acceptation auprès d'un intermédiaire financier autre que l'Établissement-Guichet doivent se renseigner sur les frais supplémentaires pouvant être imputés par ces établissements et sont eux-mêmes responsables de leur paiement.

6.9 Contre-offre et offre supérieure

En cas de contre-offre et/ou d'une offre supérieure (dont le prix doit être supérieur au Prix de l'Offre d'au moins 5 %) conformément aux articles 37 à 41 de l'AR OPA, la Période Initiale d'Acceptation est prolongée jusqu'à l'échéance de la Période d'Acceptation de cette contre-offre.

Dans le cas d'une contre-offre et/ou d'une offre supérieure valable et plus avantageuse, tous les Actionnaires qui avaient déjà proposé leurs Actions dans le cadre de l'Offre sont autorisés à faire usage de leur droit de retrait conformément à l'article 25, 1° de l'AR OPA et à la procédure décrite au Chapitre 6.6.4 du Prospectus.

Si l'Offrant peut faire une offre supérieure en réaction à une contre-offre, ce prix augmenté profite à tous les Actionnaires, en ce compris ceux qui ont accepté l'Offre, conformément à l'article 25, 2° de l'AR OPA (voir aussi Chapitre 6.6.3 du Prospectus).

6.10 Autres aspects de l'Offre

6.10.1 Rapport de l'Expert Indépendant

Etant donné que l'Offre est émise par une entité qui contrôle déjà la Société Visée, les administrateurs indépendants de la Société Visée ont désigné, conformément aux articles 20 et suivants de l'AR OPA, Degroof Petercam Corporate Finance SA comme Expert Indépendant. L'Expert Indépendant a établi un rapport conformément à l'article 23 de l'AR OPA, qui est joint au présent Prospectus en Annexe 2. Dans ce rapport, L'Expert Indépendant estime que la valeur de l'Action se situe, sur la base de la méthode de valorisation par actualisation des flux de trésorerie futurs, entre 15,60 EUR et 22,30 EUR, avec un point médian de 18,50 EUR, et, sur la base de l'analyse des multiples de sociétés cotées comparables, utilisée à titre secondaire, entre 15,60 EUR et 22,90 EUR, avec un point médian de 19,20 EUR. Sur la base des fourchettes de valorisation susmentionnées, l'Expert Indépendant conclut que le Prix de l'Offre se situe dans sa fourchette de valorisation et est supérieur aux points médians qui ressortent de l'application des méthodes de valorisation par l'actualisation des flux de trésorerie futurs et par l'analyse des multiples de sociétés cotées comparables. En outre, l'application de ses autres références de valorisation aboutit à des valeurs inférieures au Prix de l'Offre ou à une fourchette de valorisation dans laquelle se situe le Prix de l'Offre. Bien que la méthode de valorisation par l'analyse des multiples de transactions précédentes et l'analyse de la prime de l'offre publique basée sur les offres publiques d'acquisition dans le secteur européen des télécommunications n'aient pas été retenues comme méthodes de valorisation ou comme références, l'Expert Indépendant note que : (i) l'analyse des multiples de transactions précédentes aboutit à une fourchette de 24,90 EUR à 29,10 EUR, avec un point médian de 27,0 EUR, supérieur au Prix de l'Offre, et (ii) l'analyse de la prime de l'offre publique pour certaines offres publiques d'acquisition dans le secteur européen des télécommunications donne une valeur par action de 20,3 EUR, inférieure au Prix de l'Offre. L'Expert Indépendant considère que le Prix de l'Offre ne méconnaît pas l'intérêt des actionnaires minoritaires. L'annexe C du rapport de l'Expert Indépendant détaille les considérations de ce dernier quant à la valorisation du parc de tours d'Orange Belgium.

6.10.2 Financement de l'Offre

6.10.2.1 *Disponibilité des fonds nécessaires*

Afin de répondre aux exigences de l'article 3,2° de l'AR OPA, BNP Paribas SA a émis en faveur de BNPP Fortis SA (l'Établissement-Guichet), sur instruction de l'Offrant, une garantie bancaire irrévocable et inconditionnelle à première demande couvrant la totalité du Prix de l'Offre (confirmé par une « attestation de fonds disponibles » en date du 20 janvier 2021).

6.10.2.2 *Détails du financement de l'Offre et de son incidence sur le patrimoine, les résultats et les activités de l'Offrant*

L'Offre sera financée exclusivement avec les ressources existantes dont dispose l'Offrant. Au 31 décembre 2020, la position de liquidité des activités télécoms d'Orange s'élève à 17.253 millions EUR, dont 11.097 millions EUR de trésorerie. L'impact de l'acquisition sur le patrimoine (postes du bilan) et le bénéfice (compte de résultats) de l'Offrant est donc estimé être faible.

6.10.3 Mémoire en réponse

Le conseil d'administration de la Société Visée a préparé un mémoire en réponse conformément à la Loi OPA et l'AR OPA, qui sera disponible, après l'approbation du mémoire en réponse par la FSMA, sur les sites internet suivants (en français, néerlandais et anglais) : www.bnpparibasfortis.be/sparenenbeleggen et www.bnpparibasfortis.be/epargneretplacer et sur les sites internet de la Société Visée (corporate.orange.be) et de l'Offrant (www.orange.com). Le mémoire en réponse pourra être obtenu en copie papier, gratuitement, au siège social de la Société Visée ou en envoyant une demande par e-mail à ir@orange.be.

6.10.4 Accords pouvant impacter l'Offre

Il n'y a pas d'accord pouvant avoir un impact réel sur l'évaluation, le déroulement ou l'issue de l'Offre.

6.10.5 Droit applicable et tribunal compétent

L'Offre et les contrats en découlant entre l'Offrant et les Actionnaires sont soumis au droit belge et en particulier à la Loi OPA et à l'AR OPA.

La Cour des marchés est compétente pour prendre connaissance de tout litige découlant de ou lié à la présente Offre.

7. Traitement fiscal de l'Offre

7.1 Remarques préliminaires

Le présent Chapitre contient un résumé de certaines considérations fiscales qui, à la date du présent Prospectus, sont applicables au transfert d'Actions dans le cadre de l'Offre et à la distribution d'un dividende par la Société Visée en vertu du droit fiscal belge et ne vise pas à décrire en détail toutes les considérations fiscales pouvant avoir de l'importance pour la décision de proposer les Actions dans le cadre de l'Offre.

Le présent résumé est basé sur les lois fiscales, la réglementation et les interprétations administratives telles qu'en vigueur à la date du présent Prospectus et est fourni sous réserve de modifications apportées au droit fiscal applicable, y compris des modifications avec effet rétroactif.

Le présent résumé ne tient pas compte de et ne décrit pas le droit fiscal d'autres juridictions que la Belgique, et ne tient pas compte non plus des circonstances spécifiques propres à chaque Actionnaire. Le présent résumé ne tient, en outre, pas compte des règles fiscales dérogatoires éventuelles pouvant s'appliquer aux personnes, établissements ou organismes bénéficiant d'un régime fiscal particulier.

Il est demandé aux Actionnaires qui désirent de plus amples informations sur les conséquences fiscales, tant en Belgique qu'à l'étranger, du transfert des Actions dans le cadre de l'Offre, de consulter leurs propres conseillers financiers et fiscaux.

Aux fins du présent résumé :

- une **personne physique résidente** désigne une personne soumise à l'impôt des personnes physiques belge (c'est-à-dire une personne physique dont le domicile ou le siège de sa fortune est situé en Belgique, ou une personne y assimilée) ;
- une **société résidente** désigne une société soumise à l'impôt des sociétés belge (c'est-à-dire une société dont le principal établissement, ou le siège de direction ou d'administration est situé en Belgique) ;
- une **personne morale résidente** désigne une personne morale soumise à l'impôt des personnes morales (c'est-à-dire une personne morale autre qu'une société soumise à l'impôt des sociétés belge, dont le principal établissement, ou le siège de direction ou d'administration est situé en Belgique) ;
- un **résident** désigne une personne physique résidente, une société résidente ou une personne morale résidente ;
- un **non-résident** désigne toute personne qui n'est pas un résident.

7.2 Impôts sur le transfert d'Actions

7.2.1 Personnes physiques résidentes

En principe, une personne physique résidente qui réalise une plus-value lors de la vente d'Actions dans le cadre de la gestion normale de son patrimoine privé n'est pas imposable. Les moins-values sur ces Actions ne sont pas déductibles fiscalement.

Par exception, une personne physique résidente peut être redevable d'un impôt de 33 % (augmenté des centimes additionnels communaux), si la plus-value est réalisée hors du cadre de la gestion normale de son patrimoine privé. En principe, les moins-values dans le cadre de telles opérations ne sont pas déductibles.

Par ailleurs, les plus-values réalisées par une personne physique résidente sur le transfert d'Actions à une société établie hors de l'Espace économique européen sont soumises à l'impôt sur les revenus au taux de 16,50 % (augmenté des centimes additionnels communaux) si, à un moment quelconque au cours des cinq années précédant le transfert cette personne physique a détenu directement ou indirectement, seul ou avec son conjoint ou certains autres membres de sa famille, plus de 25% des droits dans la société dont les Actions sont cédées (dénommée une « participation importante »).

Les plus-values réalisées par des personnes physiques résidentes qui détiennent des Actions dans le cadre de leur patrimoine professionnel sont imposées au taux progressif de l'impôt sur les revenus, à savoir entre 25 % et 50 % (augmenté des centimes additionnels communaux). Les plus-values réalisées sur des Actions détenues durant plus de cinq ans sont imposées au taux de 16,50 % (augmenté des centimes additionnels communaux). Les moins-values réalisées lors du transfert de ces Actions sont, en principe, déductibles.

7.2.2 Personnes morales résidentes

Les plus-values réalisées sur les Actions par un contribuable assujéti à l'impôt des personnes morales, ne sont, en principe, pas imposables (sauf s'il s'agit d'une participation importante, voir Chapitre 7.2.1 du Prospectus). Les moins-values ne sont pas déductibles fiscalement.

7.2.3 Sociétés résidentes

Conformément à l'article 192 du CIR 92, les sociétés résidentes peuvent, pour les plus-values réalisées sur des Actions, bénéficier d'une exonération de l'impôt belge des sociétés, si et dans la mesure où il est satisfait aux conditions visées aux articles 202 et 203 du CIR (les **Conditions de la Déduction RDT**) :

- la condition de taxation : la Société Visée doit être soumise à l'impôt belge des sociétés ou à un impôt similaire, au sens de l'article 203 CIR 92 ;
- la condition de participation : la société résidente doit avoir une participation minimale dans la Société Visée de 10 % ou d'une valeur d'acquisition d'au moins 2.500.000 EUR ;
- la condition de permanence : les Actions doivent être détenues en pleine propriété pendant une période ininterrompue de 1 an au moins.

Si une ou plusieurs des Conditions de la Déduction RDT ne sont pas remplies, les plus-values sur les Actions, à compter de l'exercice d'imposition 2021 (pour les périodes imposables commençant au plus tôt le 1er janvier 2020), sont soumises au taux standard de l'impôt belge des sociétés (25 %), sous réserve de l'application du taux réduit de 20% pour la première tranche de 100.000 EUR de revenus imposables pour certaines petites sociétés.

En principe, les moins-values sur Actions subies par les sociétés résidentes ne sont pas fiscalement déductibles.

Les actions détenues en portefeuilles de négociation d'établissements de crédit, d'entreprises d'investissement et de sociétés de gestion belges éligibles, sont soumises à un régime dérogatoire. Les plus-values sur ces Actions sont taxées au taux standard de l'impôt belge des sociétés et les moins-values sur ces Actions sont fiscalement déductibles. Les transferts internes d'actions vers ou depuis le portefeuille de négociation sont assimilés à une aliénation.

7.2.4 Non-résidents

Les personnes physiques non-résidentes ne sont, en principe, pas imposables en Belgique sur les plus-

values réalisées sur la vente d'Actions à condition (i) que les Actions ne soient pas détenues à des fins professionnelles au moyen d'une base fixe ou d'un établissement stable belge dont dispose le non-résident en Belgique, (ii) que la plus-value soit réalisée dans le cadre de la gestion normale de son patrimoine privé, et (iii) qu'il ne s'agisse pas d'une « participation importante » (voir Chapitre 7.2.1 du Prospectus). Les moins-values ne sont pas déductibles fiscalement en Belgique.

Les sociétés ou personnes morales non-résidentes ne sont, en principe, pas imposables en Belgique sur les plus-values réalisées sur les Actions, à condition qu'elles ne soient pas détenues via un établissement stable belge. Les moins-values ne sont pas déductibles fiscalement en Belgique.

Par ailleurs, la Belgique a conclu des conventions préventives de la double imposition avec plus de 95 pays qui prévoient généralement que la Belgique n'a pas la compétence d'imposer sur ces plus-values.

7.3 Taxe sur les opérations de bourse

Toute vente, tout achat et, plus généralement, toute cession et toute acquisition à titre onéreux d'Actions qui est conclue ou effectuée en Belgique (sur le marché secondaire) via un intermédiaire professionnel, est soumise à une taxe sur les opérations de bourse qui s'élève à 0,35 % du prix de l'opération. Les opérations sont également censées avoir été conclues ou effectuées en Belgique lorsque l'ordre en a directement ou indirectement été donné à un intermédiaire établi à l'étranger, soit par une personne physique ayant sa résidence habituelle en Belgique, soit par une personne morale pour le compte d'un siège ou d'un établissement de celle-ci en Belgique. Le montant de la taxe sur les opérations de bourse est plafonné à 1.600 EUR par opération.

Les personnes suivantes sont, dans tous les cas, exonérées de la taxe sur les opérations boursières si elles agissent pour leur propre compte : (i) les intermédiaires professionnels mentionnés à l'article 2, 9° et 10° de la loi du 2 août 2002 relative à la surveillance du secteur financier et aux services financiers ; (ii) les entreprises d'assurance mentionnées à l'article 2, § 1er, de la loi du 9 juillet 1975 relative au contrôle des entreprises d'assurances ; (iii) les institutions de retraite professionnelle reprises à l'article 2, 1°, de la loi du 27 octobre 2006 relative au contrôle des institutions de retraite professionnelle ; (iv) les organismes de placement collectif ; (v) les sociétés immobilières réglementées ; et (vi) les non-résidents (dans la mesure où ils présentent une attestation prouvant qu'ils ne sont pas des ressortissants belges).

L'Offrant supporte la taxe sur les opérations de bourse.

7.4 Impôts sur la distribution de dividendes

7.4.1 Notion de dividende et précompte mobilier

Au regard de la fiscalité belge sur les revenus, le montant brut de tous les avantages payés ou attribués aux Actions est généralement traité comme une distribution de dividendes. A titre d'exception, le remboursement du capital opéré en exécution d'une décision régulière conformément au CSA n'est pas traité comme une distribution de dividende, dans la mesure où ce remboursement est imputé sur le capital fiscal. Ce capital fiscal comprend, en principe, le capital libéré et, sous réserve de certaines conditions, les primes d'émission réellement libérées et les montants en numéraire souscrits au moment de l'émission de parts bénéficiaires.

Toute réduction de capital est réputée s'effectuer au *pro rata* du capital fiscal et de certaines réserves (i.e., et dans l'ordre suivant : les réserves taxées incorporées dans le capital, les réserves taxées non incorporées dans le capital et les réserves exonérées d'impôt incorporées dans le capital). La partie de la réduction de capital qui est réputée prélevée sur les réserves sera considérée comme une distribution de dividendes imposable. Seule la partie représentant la réduction de capital qui est réputée avoir été

prélevée sur le capital fiscal peut, sous réserve de certaines conditions, ne pas être considérée comme une distribution de dividendes.

Un précompte mobilier belge de 30 % est normalement prélevé sur les dividendes, sous réserve d'une exonération ou réduction applicable en vertu des dispositions de droit fiscal interne belge ou des conventions préventives de la double imposition.

En cas de rachat d'Actions par la Société Visée, le prix de rachat (après déduction de la quote-part de la valeur réévaluée du capital fiscal représenté par les Actions rachetées) sera traité comme un dividende soumis au précompte mobilier belge de 30 %, sous réserve d'une exonération ou réduction qui peut être disponible en vertu des dispositions de droit fiscal interne belge ou des conventions préventives de la double imposition applicables. Aucun précompte mobilier belge ne sera dû si ce rachat est effectué sur Euronext ou sur un marché réglementé similaire et s'il remplit certaines conditions.

7.4.2 Personnes physiques résidentes

Pour les personnes physiques résidentes belges qui ont acquis et détiennent des Actions en tant que placement privé, le précompte mobilier belge sur les dividendes est en principe entièrement libératoire, de sorte qu'il peut constituer l'imposition définitive sur ces dividendes à l'impôt des personnes physiques. Dans ce cas, ces personnes pas tenues de déclarer les dividendes dans leur déclaration fiscale à l'impôt des personnes physiques.

Toutefois, lorsque le bénéficiaire opte pour la déclaration des dividendes, ceux-ci seront normalement imposables au taux distinct de 30% ou, s'ils sont inférieurs, aux taux progressifs par tranches de l'impôt des personnes physiques applicables au revenu global déclaré de ce contribuable. Si les dividendes sont déclarés, le précompte mobilier belge sur les dividendes retenus à la source peut être imputé sur l'impôt des personnes physiques et est remboursable dans la mesure où il excède ledit impôt, à condition que l'attribution des dividendes n'entraîne pas une réduction de valeur ou une moins-value sur les Actions. Cette dernière condition ne s'applique pas si le bénéficiaire peut démontrer qu'il a détenu les Actions en pleine propriété pendant une période ininterrompue de douze (12) mois précédant le paiement ou l'attribution des dividendes.

Une exonération d'impôt des personnes physiques pourrait, en principe, être demandée par les personnes physiques résidentes belges dans leur déclaration à l'impôt des personnes physiques pour une première tranche de revenu de dividendes d'un montant maximal de 812 EUR (exercice d'imposition 2021 - année de revenus 2020), sous réserve de certaines conditions et formalités. Les dividendes résultant de la liquidation et de l'acquisition d'actions propres ne peuvent pas bénéficier de l'exemption décrite ci-dessous, quand bien même le seuil de 812 EUR ne serait pas atteint. Cette exemption s'applique par contribuable et par an. Tous les dividendes déclarés (et donc pas uniquement les dividendes distribués sur les Actions) sont pris en compte pour déterminer si ledit montant maximal est atteint ou non.

Pour les personnes physiques résidentes belges qui ont acquis et détiennent les Actions à titre professionnel, le précompte mobilier belge n'est pas libératoire. Les dividendes perçus doivent être déclarés par l'investisseur et seront, dans ce cas, imposables au taux d'impôt des personnes physiques progressif qui lui est applicable, majoré des additionnels locaux. Le précompte mobilier belge retenu à la source peut être imputé sur l'impôt des personnes physiques et est remboursable dans la mesure où il excède ledit impôt, à deux conditions :

- (i) le contribuable doit détenir les Actions en pleine propriété à la date à laquelle les ayants droit des dividendes sont identifiés; et
- (ii) l'attribution ou la mise en paiement des dividendes ne peut pas entraîner une réduction de valeur ou une moins-value sur les Actions. Cette dernière condition n'est pas applicable si l'investisseur peut prouver qu'il a détenu les Actions en pleine propriété pendant une période

ininterrompue de douze (12) mois précédant le paiement ou l'attribution des dividendes.

7.4.3 Personnes morales résidentes

Pour les contribuables assujettis à l'impôt belge des personnes morales, le précompte mobilier belge (au taux de 30 %) sur les dividendes est en principe entièrement libératoire de leur dette d'impôt belge sur les revenus.

7.4.4 Sociétés résidentes

7.4.4.1 *Impôt des sociétés*

Pour les sociétés résidentes, les revenus bruts des dividendes (déduction faite de tout précompte mobilier non-belge mais incluant tout précompte mobilier belge) doivent être déclarés dans la déclaration à l'impôt des sociétés et seront soumis au taux d'imposition ordinaire de l'impôt des sociétés de 25 % (exercice d'imposition 2021, se rattachant à une période imposable qui débute au plus tôt le 1er janvier 2020). Sous réserve de certaines conditions, un taux réduit d'impôt des sociétés de 20 % (exercice d'imposition 2021, se rattachant à une période imposable qui débute au plus tôt le 1er janvier 2020) s'applique aux petites sociétés (telles que définies à l'article 1:24, paragraphes 1 à 6 du CSA) pour la première tranche de 100.000 EUR des bénéfices imposables.

Les sociétés résidentes peuvent toutefois déduire jusqu'à 100% des dividendes bruts inclus dans les bénéfices imposables au titre de la déduction pour revenus définitivement taxés (la **Déduction RDT**) si et dans la mesure où il est satisfait aux Conditions de la Déduction RDT.

7.4.4.2 *Précompte mobilier*

Les dividendes payés à une société résidente seront exonérés de précompte mobilier belge, pour autant que la société résidente belge détienne, lors de l'attribution ou de la mise en paiement des dividendes, une participation de 10 % au moins dans le capital de la Société et que cette participation minimale soit ou sera conservée pendant une période ininterrompue d'au moins un an.

Pour bénéficier de cette exonération, la société résidente doit fournir à la Société Visée ou à son agent payeur une attestation confirmant son statut de société qualifiante et le fait qu'elle remplit les conditions requises. Lorsque la société résidente n'a pas encore atteint la période de détention d'au moins un an au moment du paiement ou de l'attribution des dividendes sur les Actions, la Société Visée prélèvera le précompte mobilier belge, mais ne le transférera pas au Trésor belge, à condition que la société résidente atteste son statut de société qualifiante, la date à partir de laquelle elle a détenu cette participation minimale et son engagement de détenir la participation minimale pendant une période ininterrompue d'au moins un an. La société résidente doit également informer la Société Visée ou son agent payeur du fait que la période de détention d'au moins un an est atteinte ou que sa participation dans le capital social de la Société Visée est inférieure à 10 % avant la fin de la période de détention d'un an. Une fois la période de détention minimale d'un an satisfaite, le précompte mobilier retenu temporairement sera remboursé à la société résidente.

Veuillez noter que le régime de la Déduction RDT et l'exonération de précompte mobilier décrits ci-dessus ne seront pas accordés aux dividendes liés à un acte juridique ou un ensemble d'actes juridiques dont l'administration fiscale belge – compte tenu de l'ensemble des faits et circonstances pertinentes – a démontré, sauf preuve contraire, que cet acte ou cet ensemble d'actes n'est pas authentique et est mis en place pour obtenir, à titre d'objectif principal ou au titre d'un des objectifs principaux, le régime de la Déduction RDT, l'exonération du précompte mobilier belge décrite ci-dessus ou un des avantages de la directive européenne du 30 novembre 2011 (2011/96/UE) (« directive mère-fille ») dans un autre État membre de l'Union européenne. Un acte juridique ou un ensemble d'actes juridiques est considéré

comme non authentique dans la mesure où cet acte ou cet ensemble d'actes n'est pas mis en place pour des motifs commerciaux valables qui reflètent la réalité économique.

7.4.5 Organismes de financement de pensions

Pour les organismes de financement de pensions (**OFF**), c'est-à-dire les fonds de pension belges constitués sous la forme d'un OFF (*organismes de financement de pensions / organismen voor de financiering van pensioenen*) au sens de l'article 8 de la Loi belge du 27 octobre 2006, les dividendes sont généralement exonérés d'impôt.

Sous réserve de certaines limites, le précompte mobilier belge sur dividendes retenu à la source peut être imputé sur l'impôt belge des sociétés, applicable aux OFF, dû et est remboursable dans la mesure où il excède l'impôt des sociétés dû.

Le fait qu'un OFF belge (ou étranger) ne détienne pas les Actions - qui donnent lieu à des dividendes - pendant une période ininterrompue d'au moins 60 jours en pleine propriété, constitue une présomption réfragable que l'acte juridique ou l'ensemble d'actes juridiques avec lequel les dividendes sont liés, n'est pas authentique. L'exonération de précompte mobilier ne sera pas appliquée dans un tel cas et/ou tout précompte mobilier belge retenu à la source sur les dividendes ne sera pas imputé à l'impôt des sociétés, sauf si l'OFF fournit la preuve que les dividendes ne sont pas liés à un acte juridique ou à un ensemble d'actes juridiques qui n'est pas authentique et est mis en place pour obtenir, à titre d'objectif principal ou au titre d'un des objectifs principaux, l'exonération ou l'imputation du précompte mobilier pour ces dividendes.

7.4.6 Non-résidents

Pour les non-résidents, le précompte mobilier au taux de 30 % est en principe la seule taxe sur les dividendes en Belgique, à moins que l'Actionnaire détienne les Actions en relation avec l'exercice d'une activité professionnelle en Belgique au travers d'une base fixe ou d'un établissement stable.

Il existe diverses situations d'exemption et renonciation au précompte mobilier belge, à l'instar de ce qui existe pour les investisseurs résidents belges, qui sont applicables à certains investisseurs non-résidents dans certains cas et lorsque certaines conditions sont remplies. Les investisseurs non-résidents sont dès lors invités à consulter leurs conseillers fiscaux afin de déterminer un éventuel droit à une exemption ou renonciation de précompte mobilier belge lors du paiement ou de l'attribution des dividendes par la Société Visée.

Les dividendes payés ou attribués à des personnes physiques non résidentes belges qui n'affectent pas les Actions à l'exercice d'une activité professionnelle peuvent être exonérés de l'impôt des non-résidents personnes physiques pour un montant de 812 EUR (exercice d'imposition 2021 - année de revenus 2020). Les dividendes résultant de la liquidation et de l'acquisition d'actions propres ne peuvent pas bénéficier de l'exemption décrite ci-dessous, quand bien même le seuil de 812 EUR ne serait pas atteint. Cette exemption s'applique par contribuable et par an. Tous les dividendes payés ou attribués à cette personne physique non-résidente (et donc non seulement les dividendes payés ou attribués sur les Actions) sont pris en compte pour déterminer si ledit montant maximum est atteint. Au cas où un précompte mobilier belge serait prélevé sur les dividendes payés ou attribués sur les Actions, un tel non-résident aurait donc le droit de demander dans sa déclaration à l'impôt des non-résidents que tout précompte mobilier belge prélevé sur des dividendes jusqu'à un montant de 812 EUR (montant applicable pour la période imposable 2020) soit crédité et, le cas échéant, remboursé (sauf s'il est question de dividende résultant de la liquidation ou de l'acquisition d'actions propres). Toutefois, si cette personne physique non-résidente n'était pas obligée de rentrer une déclaration à l'impôt sur les revenus belge, tout précompte mobilier belge prélevé sur un tel montant pourrait, en principe, être récupéré en déposant une demande écrite certifiée exacte, datée et signée auprès du conseiller général du Centre

Etranger (*adviseur-generaal van het Centrum Buitenland*). Une telle demande doit être faite au plus tard le 31 décembre de l'année civile suivant l'année civile au cours de laquelle le(s) dividende(s) concerné(s) a ou ont été perçu(s), accompagnée d'une attestation confirmant le statut de personne physique non résidente et certaines autres formalités qui sont déterminées à l'article 206/1 de l'arrêté royal d'exécution du CIR 92.

En droit fiscal belge, il est renoncé à la perception du précompte mobilier sur les dividendes versés par la Société Visée à un fonds de pension étranger:

- (i) étant un épargnant non résident au sens de l'article 227, 3°, du CIR 92 (ce qui implique que le fonds possède une personnalité juridique distincte et qu'il n'est pas résident belge);
- (ii) dont l'objet social consiste uniquement en la gestion et le placement de fonds dans le but de servir de retraites légales ou complémentaires;
- (iii) qui se livre sans but lucratif exclusivement au placement de fonds récoltés dans l'exercice de sa mission statutaire;
- (iv) qui est exempté de tout impôt sur les revenus dans le pays dont il est résident; et
- (v) à condition qu'il ne soit pas tenu de verser le produit des Actions qu'il gère en son nom au bénéficiaire final en vertu d'une obligation contractuelle, ni de verser une indemnités pour coupon manquant sur les Actions qu'il détient en vertu d'une opération d'emprunt de titres, sauf si le bénéficiaire final est également un fonds de pension remplissant toutes les conditions précitées ou, en ce qui concerne uniquement la deuxième occurrence, une société mère (telle que visée à l'article 106, § 5 ou § 6 de de l'arrêté royal d'exécution du CIR 92) de la société distributrice des dividendes. L'exonération ne s'appliquera que si le fonds de pension étranger fournit une attestation confirmant qu'il est le propriétaire ou l'usufruitier des Actions et que les conditions reprises ci-dessus sont remplies. L'organisme doit ensuite transmettre ce certificat à la Société Visée ou à son agent payeur.

Le précompte mobilier belge sur les dividendes peut être soumis à un taux réduit prévu par les dispositions des conventions préventives de la double imposition applicables. La Belgique a conclu des conventions préventives de la double imposition avec plus de 95 pays, prévoyant des taux réduits pour les résidents de ces pays, moyennant le respect de certaines conditions.

Liste des Annexes au Prospectus :

1. Formulaire d'acceptation
2. Rapport de l'Expert Indépendant
3. Liste des références croisées

ANNEXE 1 – FORMULAIRE D'ACCEPTATION

Formulaire d'acceptation pour les Actions nominatives

À remplir et à envoyer à l'Établissement-Guichet (BNP Paribas Fortis SA) à l'adresse e-mail suivante cfc-m-ecm@bnpparibasfortis.com, au plus tard le 23 avril 2021 à 16h00 CET, ou à toute date ultérieure annoncée en cas de prolongation

FORMULAIRE D'ACCEPTATION POUR LES ACTIONS NOMINATIVES SEULEMENT

Formulaire d'acceptation relatif à l'offre publique d'acquisition volontaire conditionnelle en espèces suivie, le cas échéant, d'une offre de reprise simplifiée

émise par Orange S.A. (l'Offrant) sur l'ensemble des Actions n'étant pas encore détenues par l'Offrant ou les personnes liées à l'Offrant émises par Orange Belgium SA

Je, soussigné(e), :

Personne morale :

Dénomination :	
Adresse du siège :	
Valablement représentée par :	(1) Nom : Titre : (2) Nom : Titre :

Personne physique :

Nom et prénom :	
Domicile :	

Déclare, après avoir eu l'occasion de prendre connaissance du Prospectus, que :

- (i) j'accepte les conditions de l'Offre telles que décrites dans le Prospectus ;

- (ii) j'accepte de céder à l'Offrant les Actions qui sont identifiées dans le présent Formulaire d'Acceptation que je détiens intégralement, conformément aux conditions visées dans le Prospectus, au Prix de l'Offre qui correspond à un paiement en espèces de 22,0 EUR par Action, étant entendu que si la Société Visée accorde ou verse une distribution (sous forme de dividende, de réduction de capital effective, de rachat de capital ou autre (en espèces ou en nature) sur les actions de la Société Visée et que la date ex-dividende tombe avant la date d'acquisition des Actions par l'Offrant, le Prix de l'Offre de 22,0 EUR par Action sera réduit du montant total de cette distribution par action (avant toute déduction fiscale applicable) ;
- (iii) je cède mes Actions conformément à la procédure d'acceptation décrite dans le Prospectus ;
et
- (iv) je reconnais que toutes les garanties et toutes les obligations que je suis censé(e) avoir consenties en ce qui concerne la cession de mes Actions sont incluses dans le présent Formulaire d'Acceptation conformément au Prospectus.

Actions		
Nombre	Forme	Instructions
.....	Actions nominatives	<p>Les documents suivants sont joints au présent Formulaire d'Acceptation :</p> <ul style="list-style-type: none"> - une preuve d'inscription de mes Actions nominatives au registre des actionnaires de la Société Visée ; et - <i>pour les personnes physiques</i> : une copie de ma carte d'identité ou de mon passeport incluant un spécimen de signature ; ou - <i>pour les personnes morales</i> : une copie certifiée conforme des statuts de l'Actionnaire, la preuve du pouvoir de représentation de l'Actionnaire appartenant aux personnes ayant signé le présent Formulaire d'Acceptation, le cas échéant une procuration, et une copie de la carte d'identité ou du passeport incluant un spécimen de

		<p>signature de la (ou les) personne(s) habilitée(s) à représenter l'Actionnaire qui a (ont) signé le présent Formulaire d'Acceptation.</p> <p>Je demande par la présente que (i) ces Actions soient transférées à l'Offrant, (ii) le transfert de ces Actions soit dûment enregistré dans le registre des actionnaires de la Société Visée et, à cette fin, j'autorise chaque administrateur de la Société Visée et l'Offrant, chacun agissant individuellement et avec droit de substitution, à signer le registre des actionnaires de la Société Visée en mon nom et pour mon compte, ainsi qu'à effectuer tout ce qui est nécessaire ou utile à cet effet.</p>
--	--	--

Je demande par la présente qu'à la Date de Paiement Initiale, le Prix de l'Offre pour le transfert des Actions visées dans le présent Formulaire d'Acceptation soit crédité sur mon compte :

<i>Nom de la banque :</i>	
<i>IBAN :</i>	
<i>BIC/SWIFT :</i>	

J'ai conscience que :

- (A) pour être valable, le présent Formulaire d'Acceptation doit être envoyé à l'Établissement-Guichet à l'adresse e-mail suivante CFCM-ECM@bnppparibasfortis.com, conformément à la procédure d'acceptation applicable, telle que décrite dans le Prospectus (section 6.6.1), au plus tard le dernier jour de la Période Initiale d'Acceptation (prolongée le cas échéant), à savoir le 23 avril 2021 à 16 heures CET ;
- (B) je suis dûment autorisé(e) à transférer mes Actions et toutes les autorisations, formalités ou procédures requises à cette fin ont été dûment et avec succès obtenues, acceptées, complétées et/ou exécutées;
- (C) (i) si les Actions sont la propriété de deux ou plusieurs personnes, le Formulaire d'Acceptation doit être signé conjointement par l'ensemble de ces personnes ; (ii) si les Actions font l'objet

d'un droit d'usufruit, le Formulaire d'Acceptation doit être signé conjointement par l'usufruitier et le nu-proprétaire ; (iii) si les Actions font l'objet d'un droit de gage, le Formulaire d'Acceptation doit être signé conjointement par le constituant du gage et le créancier-gagiste, étant entendu que ce dernier sera réputé avoir renoncé de manière inconditionnelle et irrévocable au gage et avoir donné la mainlevée du gage sur les Actions concernées ; (iv) si les Actions sont grevées ou soumises à une charge, une réclamation, une sûreté ou un intérêt, l'Actionnaire et tous les bénéficiaires d'une telle charge, réclamation, sûreté ou intérêt doivent signer conjointement le Formulaire d'Acceptation, étant entendu que ces bénéficiaires seront réputés avoir renoncé de manière inconditionnelle et irrévocable à toute charge, réclamation, sûreté ou intérêt portant sur ces Actions ;

(D) l'acceptation de l'Offre n'entraîne pas de frais dans mon chef dans la mesure où le présent Formulaire d'Acceptation est directement déposé auprès de l'Établissement-Guichet ; et

(E) l'acceptation de l'Offre formulée pendant la Période Initiale d'Acceptation peut être retirée au cours de la Période Initiale d'Acceptation moyennant une notification écrite directement adressée à l'Établissement-Guichet, avec la mention du nombre d'Actions qui sont retirées. Dans la mesure où je détiens des Actions nominatives, je serai informé par la Société Visée quant à la procédure à suivre pour retirer mon acceptation. Cette notification de retrait doit être effectuée au plus tard le 23 avril 2021 à 16 heures CET ou, le cas échéant, à la date qui sera déterminée dans la notification et/ou le communiqué de presse concerné(e)

Je reconnais avoir reçu toutes les informations nécessaires pour prendre, en parfaite connaissance de cause, la décision de proposer ou non mes Actions dans le cadre de l'Offre. J'ai parfaitement conscience de la légalité de l'Offre, ainsi que des risques qui y sont liés, et me suis renseigné(e) sur les taxes dont je pourrais être redevable dans le cadre de la cession de mes Actions à l'Offrant, lesquelles j'assumerai, le cas échéant, seul(e).

Sauf disposition contraire, les termes employés dans le présent Formulaire d'Acceptation ont la même signification que dans le Prospectus.

Fait en deux exemplaires à (*lieu*) : _____

Le (*date*) : _____

L'Actionnaire	L'Établissement-Guichet
(signature) (nom, prénom, dénomination de la société)	(signature) (intermédiaire financier)

Formulaire d'acceptation pour les Actions dématérialisées

À remplir et à soumettre en deux exemplaires à l'intermédiaire financier ou ces actions dématérialisées sont détenues au plus tard le 23 avril 2021 à 16h00 CET, ou à toute date ultérieure annoncée en cas de prolongation, ou à toute date antérieure fixée par l'intermédiaire financier

FORMULAIRE D'ACCEPTATION POUR LES ACTIONS DÉMATÉRIALISÉES SEULEMENT

Formulaire d'acceptation relatif à l'offre publique d'acquisition volontaire conditionnelle en espèces suivie, le cas échéant, d'une offre de reprise simplifiée

émise par Orange S.A. (l'Offrant) sur l'ensemble des Actions n'étant pas encore détenues par l'Offrant ou les personnes liées à l'Offrant émises par Orange Belgium SA

Je, soussigné(e), :

Personne morale :

Dénomination :	
Adresse du siège :	
Valablement représentée par :	(3) Nom : Titre :
	(4) Nom : Titre :

Personne physique :

Nom et prénom :	
Domicile :	

Déclare, après avoir eu l'occasion de prendre connaissance du Prospectus, que :

- (i) j'accepte les conditions de l'Offre telles que décrites dans le Prospectus ;

- (ii) j'accepte de céder à l'Offrant les Actions qui sont identifiées dans le présent Formulaire d'Acceptation que je détiens intégralement, conformément aux conditions visées dans le

Prospectus, au Prix de l'Offre qui correspond à un paiement en espèces de 22,0 EUR par Action, étant entendu que si la Société Visée accorde ou verse une distribution (sous forme de dividende, de réduction de capital effective, de rachat de capital ou autre (en espèces ou en nature) sur les actions de la Société Visée et que la date ex-dividende tombe avant la date d'acquisition des Actions par l'Offrant, le Prix de l'Offre de 22,0 EUR par Action sera réduit du montant total de cette distribution par action (avant toute déduction fiscale applicable) ;

- (iii) je cède mes Actions conformément à la procédure d'acceptation décrite dans le Prospectus ;
et
- (iv) je reconnais que toutes les garanties et toutes les obligations que je suis censé(e) avoir consenties en ce qui concerne la cession de mes Actions sont incluses dans le présent Formulaire d'Acceptation conformément au Prospectus.

Actions		
Nombre	Forme	Instructions
.....	Actions dématérialisées	<p>Ces Actions sont disponibles sur mon compte-titres, dont les détails sont les suivants :</p> <p style="text-align: center;"><i>Nom de la banque</i> :</p> <p style="text-align: center;"><i>IBAN</i> :</p> <p style="text-align: center;"><i>BIC/SWIFT</i> :</p> <p>Je charge par la présente l'intermédiaire financier auprès duquel je détiens mes Actions dématérialisées et autorise chaque administrateur de la Société Visée et l'Offrant, chacun agissant individuellement et avec droit de substitution, à transférer immédiatement ces Actions de mon compte-titres vers le compte de l'Etablissement-Guichet.</p>

Je demande par la présente qu'à la Date de Paiement Initiale, le Prix de l'Offre pour le transfert des Actions visées dans le présent Formulaire d'Acceptation soit crédité sur mon compte :

<i>Nom de la banque</i> :	
<i>IBAN</i> :	
<i>BIC/SWIFT</i> :	

J'ai conscience que :

- (A) pour être valable, le présent Formulaire d'Acceptation doit être déposé en double exemplaire, conformément à la procédure d'acceptation applicable, telle que décrite dans le Prospectus (section 6.6.1), auprès de l'Etablissement-Guichet ou d'un autre intermédiaire financier, au plus tard le dernier jour de la Période Initiale d'Acceptation (prolongée le cas échéant), à savoir le 23 avril 2021 à 16 heures CET, ou à toute date antérieure fixée par l'intermédiaire financier ;
- (B) je suis dûment autorisé(e) à transférer mes Actions et toutes les autorisations, formalités ou procédures requises à cette fin ont été dûment et avec succès obtenues, acceptées, complétées et/ou exécutées ;
- (C) (i) si les Actions sont la propriété de deux ou plusieurs personnes, le Formulaire d'Acceptation doit être signé conjointement par l'ensemble de ces personnes ; (ii) si les Actions font l'objet d'un droit d'usufruit, le Formulaire d'Acceptation doit être signé conjointement par l'usufruitier et le nu-proprétaire ; (iii) si les Actions font l'objet d'un droit de gage, le Formulaire d'Acceptation doit être signé conjointement par le constituant du gage et le créancier-gagiste, étant entendu que ce dernier sera réputé avoir renoncé de manière inconditionnelle et irrévocable au gage et avoir donné la mainlevée du gage sur les Actions concernées ; (iv) si les Actions sont grevées ou soumises à une charge, une réclamation, une sûreté ou un intérêt, l'Actionnaire et tous les bénéficiaires d'une telle charge, réclamation, sûreté ou intérêt doivent signer conjointement le Formulaire d'Acceptation, étant entendu que ces bénéficiaires seront réputés avoir renoncé de manière inconditionnelle et irrévocable à toute charge, réclamation, sûreté ou intérêt portant sur ces Actions ;
- (D) l'acceptation de l'Offre n'entraîne pas de frais dans mon chef, à la double condition que (i) je propose mes Actions directement à l'Etablissement-Guichet et (ii) mes Actions dématérialisées soient inscrites sur un compte auprès de l'Etablissement-Guichet ;
- (E) je supporte personnellement tous les frais qui pourraient être comptés par un intermédiaire financier autre que l'Etablissement-Guichet ; et
- (F) l'acceptation de l'Offre formulée pendant la Période Initiale d'Acceptation peut être retirée au cours de la Période Initiale d'Acceptation moyennant une notification écrite directement adressée à l'intermédiaire financier auprès duquel j'ai déposé mon Formulaire d'Acceptation, avec la mention du nombre d'Actions qui sont retirées. Dans le cas où je notifie mon retrait à un intermédiaire financier autre que l'Etablissement-Guichet, un tel intermédiaire financier sera tenu et sera responsable d'informer en temps utile l'Etablissement-Guichet du retrait. Cette information de l'Etablissement-Guichet devra intervenir au plus tard le 23 avril 2021 à 16 heures CET ou, le cas échéant, à la date qui sera déterminée dans la notification et/ou le communiqué de presse concerné(e).

Je reconnais avoir reçu toutes les informations nécessaires pour prendre, en parfaite connaissance de cause, la décision de proposer ou non mes Actions dans le cadre de l'Offre. J'ai parfaitement conscience de la légalité de l'Offre, ainsi que des risques qui y sont liés, et me suis renseigné(e) sur les taxes dont je pourrais être redevable dans le cadre de la cession de mes Actions à l'Offrant, lesquelles j'assumerai, le cas échéant, seul(e).

Sauf disposition contraire, les termes employés dans le présent Formulaire d'Acceptation ont la même signification que dans le Prospectus.

Fait en deux exemplaires à (*lieu*) : _____

Le (*date*) : _____

L'Actionnaire	Etablissement-Guichet
(signature) (nom, prénom, dénomination de la société)	(signature) (intermédiaire financier)

ANNEXE 2 – RAPPORT DE L'EXPERT INDÉPENDANT

Orange Belgium

Independent financial expert report

Strictly confidential

March 25, 2021

Table of contents

- 1. Introduction 3
- 2. Overview of Orange Belgium 8
- 3. Valuation methods and considerations 12
- 4. Valuation of Orange Belgium 19
- 5. Other valuation references 43
- 6. Conclusion 52
- Appendices 55





1. Introduction



Context

- Orange SA, a public limited company incorporated under French law with its registered office at rue Olivier de Serres 78, 75 015 Paris, France, and registered at the *Registre du Commerce et des Sociétés* under the number 380.129.866, Legal Persons Register Paris, France, (“Orange Group” or the “Bidder”), has informed the Board of Directors of Orange Belgium SA/NV, a public limited company incorporated under Belgian law with its registered office at Bourgetlaan 3, 1140 Brussels, Belgium, and registered at the *Kruispuntbank van Ondernemingen / Banque-Carrefour des Entreprises* under the number 0456.810.810 (“Orange Belgium”, “OBEL” or the “Company”), about its intention to launch a conditional voluntary public takeover bid on all the shares of Orange Belgium that it does not yet own (the “Transaction”)
- The offer would be a cash offer, without any minimum acceptance threshold, made at a price of € 22.00 per share (the “Offer Price”). The offer will be followed by a simplified squeeze out carried out at similar conditions if certain conditions are met
- Orange Group holds through its subsidiary Atlas Services Belgium SA/NV 31,753,100 shares of Orange Belgium, representing 52.91% of the outstanding share capital. Other important shareholders are Polygon Global Partners LLP and Boussard & Gavaudan Asset Management LP holding respectively 3,032,213 shares (5.05%), and 1,810,714 shares (3.02%). The 23,418,387 remaining shares⁽¹⁾ (39.02%) of the share capital, are being traded on Euronext Brussels⁽²⁾
- As Orange Group is a controlling shareholder at the time of the announcement of its intention to launch a conditional voluntary public takeover bid, the Transaction falls within the scope of articles 20 to 23 of the Royal Decree of 27 April 2007 (as amended) on public takeover bids (the “Royal Decree”)
- In light thereof, Orange Belgium has appointed Degroof Petercam Corporate Finance NV/SA, having its registered office at Guimardstraat 18,1040 Brussels, Belgium and registered at the *Kruispuntbank van Ondernemingen / Banque-Carrefour des Entreprises* under the number 0864.424.606 (“DPCF”), as an independent financial expert with the request to prepare a report in accordance with article 23 of the Royal Decree (the “Report”). DPCF is a wholly owned subsidiary of Bank Degroof Petercam SA/NV, having its registered office at rue de l’Industrie 44, 1040 Brussels, Belgium and registered at the *Kruispuntbank van Ondernemingen / Banque-Carrefour des Entreprises* under the number 0403.212.172 (“Bank Degroof Petercam”)
- The Report includes:
 - A description of the scope and tasks performed by DPCF, as well as its remuneration structure;
 - A statement of independence;
 - A description of the main factual information regarding the Company, its financials and the Transaction;
 - A valuation of the Company, including an overview of the valuation methods applied;
 - Conclusions on our valuation analysis; and
 - An analysis of the valuation performed by Orange Group and its adviser
- This Report will be attached to the prospectus which will be submitted by Orange Group to the FSMA in accordance with article 23 of the Royal Decree

(1) Including 69,657 treasury shares related to a liquidity contract with a financial institution

(2) As per 2-Dec-20



Assignment scope

- DPCF has allocated 5 resources to prepare this Report, consisting of:
 - Alexis Meeùs, CEO & Managing Partner;
 - Stefaan Genoe, Managing Partner;
 - Timothy Martens, Vice President;
 - Sam Daneels, Associate; and
 - Edward Lecomte, Analyst
- DPCF has a vast experience in financial expert assignments and provided numerous company valuations as well as fairness opinions as illustrated in Appendix D
- During our assignment carried out between December 8, 2020 and January 19, 2021⁽¹⁾, we have performed the following tasks:
 - Had several meetings with the Company management, the independent directors and the financial adviser of the Bidder. More specifically, we interacted with the following individuals from the Company:
 - Arnaud Castille, former CFO
 - Bernard Petit, Business Strategy Specialist
 - Fatiha El Bouchaïbi, Central controlling and Treasury Manager
 - Koen Van Mol, Head of Investor Relations
 - Luc Caignie, Director Accounting & Tax
 - Nathalie Guilmot, Accounting Manager
 - Vincent Bouton, Tax Manager
 - Collected and analysed detailed financial information on the Company;
 - Analysed publicly available documents regarding the historical financial performance of the Company as per the Valuation Date, independent market research reports, broker reports and other external information sources;
 - Analysed the latest available business plan provided by the management of Orange Belgium and discussed updates and key assumptions;
 - Analysed the Transaction and its conditions in detail;
 - Performed an independent analysis regarding the valuation of Orange Belgium
- Appendix A lists the documents we have received from the Company, the Bidder or its adviser
- Appendix B contains an analysis of the valuation performed by the Bidder
- Appendix C contains an analysis of the valuation performed by the financial adviser of Polygon, a minority shareholder
- In accordance with the engagement letter signed on December 10, 2020 between DPCF and Orange Belgium, DPCF will have received a fixed fee of € 275,000 (excluding VAT) for the issuance of this Report

(1) Submission date of the draft version of the Report; Assignment continued until prospectus approval



Disclaimer

- The purpose of the Report is solely to comply with articles 20 to 23 of the Royal Decree
- DPCF has assumed and relied upon, without independent verification, the accuracy and completeness of the historic financial, accounting, legal and fiscal information in respect of the Company or the Bidder, as the case may be, provided to DPCF by or on behalf of the Company or the Bidder, as the case may be, as requested by DPCF, and therefore we do not bear any responsibility relating to the accuracy or completeness of this information
- In addition, we have selected information from independent external sources of quality that we believe are relevant to the valuation of the securities subject to the Transaction (e.g. market research, comparable Company information, valuation multiples of listed comparable companies and valuation multiples of transactions on comparable companies). DPCF assumes that information on market research, comparable companies and transactions on comparable companies provided by these external sources are in any respect, accurate, precise and complete. DPCF can not be held liable for the erroneous, inaccurate or incomplete nature of the above information
- DPCF confirms that the assumptions made and methods withheld in the Report are reasonable and relevant
- The preparation of this Report has been completed in draft version for filing with the FSMA on January 19, 2021 and in final version on March 25, 2021 and is based on market information as per December 2, 2020 (the “Valuation Date”) and Company information as available on the date of this Report, which includes the impact of the pending sale of Mobile Vikings to Proximus as well as the 2020A results presentation. Subsequent events may have had an impact on the Company's estimated value. DPCF is under no obligation to amend this report or to confirm it beyond the aforementioned date. DPCF has not been informed of any events or new information that have arisen and which would have had a significant impact on the valuation between the Valuation Date and the prospectus approval, other than the ones included in this Report
- This Report may not be used for any other purpose, or reproduced, disseminated or quoted at any time and in any manner without prior written consent other than possibly in or as an attachment of the prospectus regarding the Transaction



Independence of DPCF

- DPCF and Bank Degroof Petercam declare and warrant to be in an independent position towards the Bidder, the Company and any affiliated company, as per article 22 of the Royal Decree. More particularly, DPCF declares not to be in any of the situations described in article 22 of the Royal Decree
- Bank Degroof Petercam was founded in 1871. It is a global and integrated bank active in wealth and asset management and in investment banking through, amongst others, its 100% subsidiary DPCF. It is therefore actively involved in a large number of financial transactions for the account of its clients and for its own account
- Neither DPCF nor Bank Degroof Petercam have been mandated to advice or to assist in any manner any of the parties involved in the Transaction, with the exception of this assignment. In addition, DPCF has not been involved in any advice with regard to the terms of the Transaction
- Neither DPCF nor Bank Degroof Petercam have a financial interest in the Transaction other than the fixed remuneration that DPCF will receive for the issuance of this Report
- There is no legal or shareholding link between the Bidder, the Company or their affiliated companies and any entity of the Bank Degroof Petercam group. No member of the Bank Degroof Petercam group serves as director of the Bidder, the Company or their affiliated companies
- In the two years prior to the announcement of the Transaction, neither DPCF nor Bank Degroof Petercam did perform any other assignment on behalf of the Bidder, the Company or the companies related to them
- DPCF confirms to have the requisite skills and experience to act as an independent expert and that its structure and organisation are adapted to execute such role as per article 22 §4 of the Royal Decree
- Finally, neither DPCF nor Bank Degroof Petercam are holding a receivable or debt towards the Bidder, the Company or any of their affiliated companies to the extent that such receivable or debt is creating or likely to create a situation of economical dependency





2. Overview of Orange Belgium



Business description of Orange Belgium

Description

- Majority owned by Orange Group, Orange Belgium is the second largest mobile operator in Belgium. It also owns Orange Lux, the second largest operator in Luxembourg.
- In Q3 2020, Orange Belgium reached 2.6m postpaid mobile subscribers which represents a 2.6% YoY increase and a 26.3% subscriber market share in the Belgian mobile market
- Alongside its mobile telephony activities, Orange Belgium offers cable services such as broadband and TV packages via wholesale access
- In 2019, Proximus and OBEL announced a mobile network sharing agreement for 2G/3G and 4G technologies

Key KPIs (2019)



1,389
full-time
equivalents



150 km²
of 5G test zone

Love

258,000
convergent Love
customers



1.4m
connected objects
(M2M and IoT)

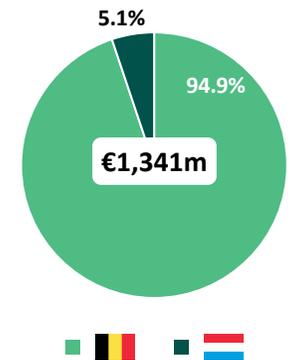


2.6m
postpaid mobile
customers



15.9%
of mobile postpaid
customers are
convergent

Geographical split (2019)

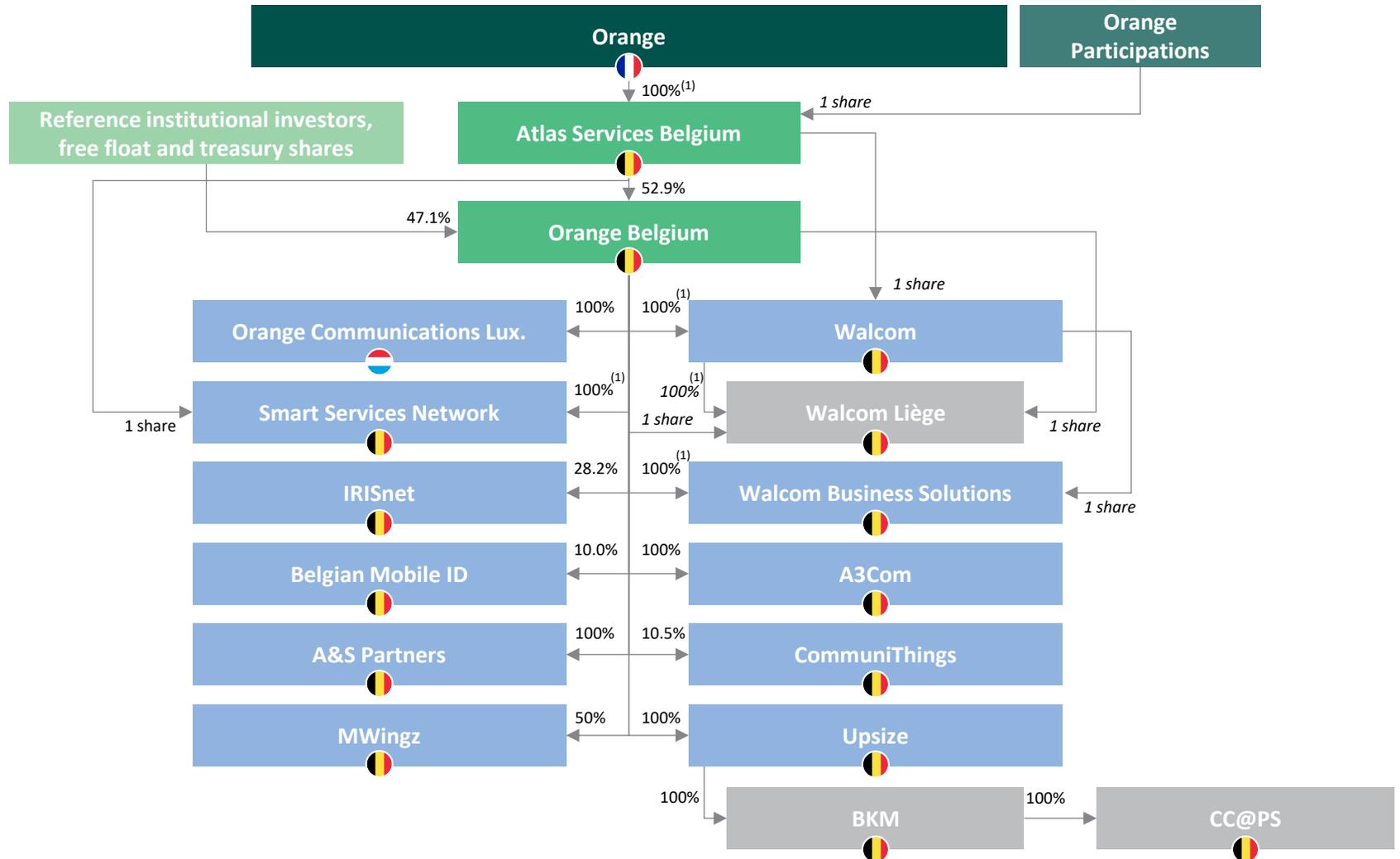


Business overview

Segments	Revenue split (2019)	Business Activities
Retail Services 63.4% of total revenue		<ul style="list-style-type: none"> Convergent: revenues from offers combining at least a broadband access and a mobile voice contract Mobile: revenues from mobile offers and M2M connectivity Fixed: revenues from fixed offers including (i) fixed broadband, (ii) fixed narrowband, and (iii) data infrastructure, managed networks, and incoming phone calls to customer relation call centers IT & Integration: revenues from collaborative, application services, hosting, cloud computing services, security services, video-conferencing and M2M services. It also includes equipment sales associated with the supply of these services
Wholesale 21.5% of total revenue		<ul style="list-style-type: none"> Wholesale: revenues with third-party telecom operators for (i) mobile: incoming, visitor roaming, domestic mobile interconnection and MVNO, and for (ii) fixed carriers services
Other 15.1% of total revenue		<ul style="list-style-type: none"> Equipment: revenues from all mobile and fixed equipment sales, excluding (i) equipment sales associated with the supply of IT & Integration services, and (ii) equipment sales to dealers and brokers Other revenues: include (i) equipment sales to brokers and dealers, (ii) portal, on-line advertising revenues, (iii) corporate transversal business line activities, and (iv) other miscellaneous revenues



Overview of Orange Belgium's legal structure



(1) 100% - 1 share

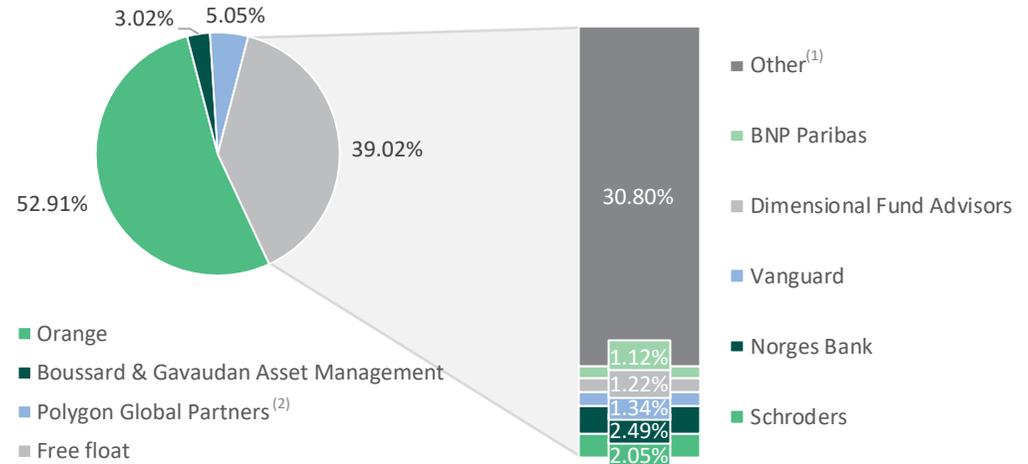
Source: Company information as of 31-Dec-19



Overview of Orange Belgium's ownership and corporate governance structures

Shareholding structure

Market	Euronext Brussels
Instrument type	Ordinary shares
Quotation currency	EUR
Shares outstanding	60,014,414
Quotation frequency	Continuous
ISIN	BE0003735496
Incorporation	Belgium



Governance structure

Board members		Executive team	
Johan Deschuyffeleer	Chairman	Xavier Pichon	Chief Executive Officer
Grégoire Dallemagne	Independent Director	Antoine Chouc	Chief Financial Officer
Martine De Rouck	Independent Director	Stefan Slavnicu	Chief Technology Officer
Nadine Lemaitre	Independent Director	Isabel Carrion	Chief People Officer
Wilfried Verstraete	Independent Director	Paul Marie Dessart	General Secretary
Ramon Fernandez	Director	Werner De Laet	Chief Enterprise Officer
Clarisse Heriard Dubreuil	Director		Chief Wholesale & Innovation Officer
Marie-Nöelle Jégo-Lavessière	Director	Christophe Dujardin	Chief Consumer Officer
Béatrice Mandine	Director	Javier Diaz Sagredo	Chief IT Officer
Christophe Nulleau	Director	Bart Staelens	Chief Transformation & Customer Experience Officer
Xavier Pichon	Director	Isabelle Vanden Eede	Chief Brand, Communication & CSR Officer
Jean-Marc Vignolles	Director		

(1) Including 69,657 treasury shares related to a liquidity contract with a financial institution; (2) Collective stake of Polygon Global Partners LLP via its Polygon European Equity Opportunity Master Fund and certain client accounts amounts to 5.29%

Sources: Bloomberg as of 2-Dec-20, Euronext, Company information





3. Valuation methods and considerations

Analysis and selection of valuation methods (1/2)

Valuation scope and basis	<ul style="list-style-type: none">▪ The purpose of this Report is to value Orange Belgium on a consolidated and going concern basis as per the Valuation Date▪ DPCF has received the FY2020 forecast and the FY2021 budget from management, as well as historical figures until the 3rd quarter of FY2020. Management also provided a business plan initially drafted and approved in February 2019 for which partial updates are continuously prepared (“Trajectories Update”). The latest update integrates the FY2020 forecast and FY2021 budget▪ DPCF has reviewed and adjusted the latest partial update of the aforementioned business plan to prepare a 5-year business plan for the period FY2020-FY2024 (the “Business Plan”). DPCF's review and adjustments are based on discussions with management as well as comparisons with the Company’s historical performance and the estimates prepared by brokers covering the Company and listed comparable companies▪ We have based our valuation analysis on the Business Plan
Primary valuation method	Discounted Cash Flow (“DCF”) Analysis <ul style="list-style-type: none">▪ We selected the DCF analysis as the leading valuation method for Orange Belgium considering the Company’s outlook and its ability to generate future cash flows. Additionally, the DCF analysis is the most widely used valuation method in the telecom sector⁽¹⁾
Secondary valuation method	Comparable Company Analysis (“CCA”) <ul style="list-style-type: none">▪ Next to the DCF analysis, we have retained the CCA as additional valuation method considering the availability of a relevant and wide set of listed comparable companies active in the European telecom sector▪ More specifically, EV/EBITDA, EV/EBITDA-Capex and dividend yields are the most appropriate and usual indicators in the telecom sector⁽¹⁾▪ Dividend yield, despite being an appropriate valuation metric, has not been retained since OBEL management does not provide clear guidance on its dividend policy
Other valuation references	Share Price Performance (“SPP”) <ul style="list-style-type: none">▪ The analysis of the SP is a meaningful benchmark of how the market values Orange Belgium considering the adequate level of liquidity and free float. However, this analysis is usually used as a benchmark for other retained methods rather than as a standalone valuation method Brokers’ Target Prices (“TP”) <ul style="list-style-type: none">▪ The Brokers’ TP provide a useful benchmark of Orange Belgium’s value considering the strong and active coverage with over 15 recent broker target prices available

(1) Based on an analysis of methods retained by brokers



Analysis and selection of valuation methods (2/2)

Other valuation references (cont'd)

Bid Premium Analysis

- The analysis is a meaningful benchmark of the premium which controlling shareholders have paid in the past for acquiring full ownership in listed companies. However, this analysis is usually used as a benchmark for other retained methods rather than standalone valuation methods
- DPCF has analysed the public bid premiums of Belgian takeover bids and European Telecom takeover bids and did not retain the latter considering the very limited number of transactions in our sample and the limited comparability of these transactions with OBEL. An indicative list of selected European Telecom public bid premiums is added in Appendix F for information purposes only

Excluded valuation methods

Comparable Transaction Analysis (“CTA”)

- The CTA has a very limited applicability considering the small sample of recent comparable transactions available involving significant minority stake acquisitions of companies directly comparable with Orange Belgium (out of the 5 retained minority transactions, only 3 deals had a similar shareholder structure vs. Orange Belgium and Orange Group whereby the bidder acquiring a minority stake was already a controlling shareholder of the target) and the impact of IFRS 16 which has only been applicable since January 1, 2019 while most of our selected transactions occur before this date. An indicative list of selected transactions is added in Appendix F for information purposes only, and also includes the selection criteria used (geography, time horizon, business profile, etc.)
- Majority transactions are deemed to be irrelevant given the control premium included in the valuations of such deals, which is not compatible with the situation of Orange Belgium

Net asset value method (“NAV”)

- DPCF has not selected the NAV analysis as it is a backward-looking approach and is more adequate for companies with significant tangible assets (e.g. investment holdings and real estate companies). This method does not assume a going concern and is thus rather used in case of liquidation scenarios (or for the specific aforementioned type of companies)

Dividend discount model (“DDM”)

- DPCF has excluded the DDM approach, an equity-based valuation method based on assumed dividend distributions in the future, considering the lack of visibility on the Company’s future dividends

Leveraged Buyout (“LBO”)

- The LBO analysis is not relevant considering the Transaction context and the profile of the Bidder



Overview of valuation methods and references

Primary valuation method	Secondary valuation method	Other valuation references		
DCF	CCA	Share price performance	Brokers' target prices	Public bid premium analysis
<ul style="list-style-type: none"> Calculating the present value of the Company's unlevered free cash flow over a projection period and the terminal value, discounted at the expected rate of return Preliminary cash flow analysis based on the Business Plan Relies on several assumptions concerning valuation parameters (e.g. WACC, perpetual growth) <p style="text-align: center;">▼</p> <ul style="list-style-type: none"> Captures the company's future growth prospects and risk profile but complexity of accurately predicting medium to long term cash flows Highly dependable on several assumptions (e.g. sales growth, costs evolution) 	<ul style="list-style-type: none"> Analysis based on market valuations of "comparable" publicly traded companies with similar activities, financial characteristics and risk profile Market multiples analysis applied to the Company's operating results Valuation based on relative prices paid by minority shareholders for comparable companies <p style="text-align: center;">▼</p> <ul style="list-style-type: none"> Valuation is relative rather than absolute Does not include any control or synergies premium Assumes that similar companies share key business and financial characteristics, business drivers and risks 	<ul style="list-style-type: none"> Analysis of the share price performance and traded volumes of the Company before announcement date vs. index benchmarks over a certain period 	<ul style="list-style-type: none"> Analysis of target prices published by research analysts covering the Company's stock and based on selected methods Most brokers use the DCF method as a primary valuation methodology <p style="text-align: center;">▼</p> <ul style="list-style-type: none"> Often insufficient/recent information is available to verify the valuation assumptions in detail Wide coverage of OBE (>15 brokers) provides comprehensive view on valuation of analysts 	<ul style="list-style-type: none"> Analysis of voluntary and mandatory public takeover bids for companies (i) listed on Euronext Brussels' main market and (ii) active in the European telecom sector Median premium applied to the Company's relevant share price metrics Final selection based on the public bid premiums of Belgian takeover bids only as the European Telecom takeover bids showcase a limited number of transactions in our sample and a limited comparability of these transactions with OBEL
Valuation focus 				



Valuation methods applied by selected equity research analysts for Orange Belgium

Broker ⁽¹⁾	Methodology used for target price	Other supporting methodology	Comments
 ABN-AMRO	DCF	Trading multiples	"P/E multiples vary greatly in the sector and are not the most sensible multiples to look at for telecom companies, we believe cash flow, asset intensity and returns are more relevant" (27-Nov-19)
 BARCLAYS	DCF	Trading multiples	-
 citi	DCF	Trading multiples	"Comps are hard given IFRS16 introduction (which we opt to ignore and focus on EBITDA AL for consistency), FCF definitions from corporates that are no longer indicative of the real FCF and significant working cap movements etc" (7-Apr-20)
 CREDIT SUISSE	Trading multiples	-	-
 Degroof Petercam	Trading multiples	-	-
 Deutsche Bank	DCF	Trading multiples	-
 HSBC	DCF	Trading multiples	-
 ING	DCF	Trading multiples	-
J.P.Morgan	DCF	Trading multiples	-
 KBC Securities	DCF	Trading multiples	-
 SOCIETE GENERALE	DCF	Trading multiples	-
 UBS	DCF	Trading multiples	"On forward EV/EBITDA, the sector is trading on <5x compared to an average of 5.7x over the past 15 years. However, we think EV/OpFCF is a better measure for the sector and has shown the strongest correlation to share price performance" (30-Mar-20)

The Discounted Cash Flow valuation methodology for Orange Belgium appears to be the most frequent methodology used amongst brokers

(1) Selected based on available information as of 12 months before the Announcement
Source: Research analysts' reports



From Enterprise Value to Equity Value per share: Adjusted Net Financial Debt and Number of shares outstanding

Valuation methods

Enterprise Value ("EV")

-

NFD (31-Dec-20, €m)

Financial liabilities	3.5
Lease liabilities (IFRS 16)	259.6
Non-current financial debt	263.1
Financial liabilities	202.1
Lease liabilities (IFRS 16)	44.4
Current financial debt	246.6
Cash and cash equivalents	(60.8)
Net Financial Debt (incl. IFRS 16 leases)	448.9
1 Interests in associates and joint ventures	(5.5)
2 Financial assets	(2.6)
3 Provisions for dismantling, restructuring & other	84.1
4 NPV spectrum & license payments	279.0
5 Other	(3.9)
Adjustments	351.2
Adjusted Net Financial Debt (incl. IFRS 16 leases)	800.1

=

Equity Value ("EqV")

÷

Number of shares outstanding: 59,944,757

=

Equity Value per Share

- The aforementioned valuation methods yield an estimate of Orange Belgium's Enterprise Value which is to be corrected with the Adjusted Net Financial Debt as per December 31, 2020, the result being the Equity Value

– Adjustments include:

- Book value of interests in associates and joint ventures related to the 21.18% stake in IRISnet S.C.R.L.
- Financial assets including dividends and interests to be received
- Non-operating provisions
- Spectrum & licenses payments in 2021E as estimated by OBEL's management discounted at a WACC of 5.4% (see page 30)
- Net deferred taxes related to tax losses carried forward, dividends to be paid, payments related to other securities and IRS derivatives

- Number of shares outstanding is calculated by subtracting treasury shares as of December 31, 2020 from the total share count

– Total share count:	60,014,414
– Treasury shares:	(69,657)
– Number of shares outstanding ("NOSH"):	59,944,757



Additional remarks

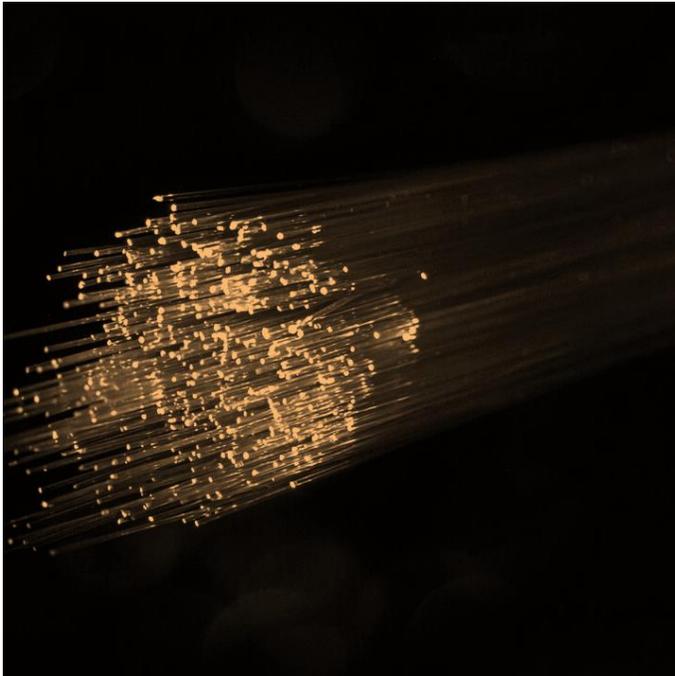
Impact of the COVID crisis

- The COVID crisis caused a global recession in 2020 with a significant impact on the economy and stock markets. The share prices and financial projections (and thus the trading multiples) of comparable companies, as well as the forecasts for Orange Belgium and the Orange Belgium share price were affected by the COVID crisis
- However, it is impossible to quantify the exact short- and long-term effects of the COVID crisis on stock prices and financial projections in addition to other macro-economic effects and the impact of sector and company specific developments
- Furthermore, there is currently no clear consensus on the impact of the COVID crisis on the world economy and the recovery for the coming years

General comments on IFRS 16

- DPCF has made consistent use of EBITDA, FCF and net financial debt figures for all valuation methods elaborated in this report, both for Orange Belgium and for comparable listed companies. Adjustments have been made to be able to compare companies reporting on a pre-IFRS 16 or post-IFRS 16 basis
- The introduction of IFRS 16 improves the transparency of leasing policies and the comparability of listed companies:
 - The distinction between a financial and an operating lease disappears, making financial debts (including leases) a stronger measure of capital intensity (external resources used by a company to finance its operating assets). It is therefore no longer possible to hide part of the costs related to productive assets in operating costs by means of operating leases
 - All operating lease costs disappear from EBITDA, making EBITDA a more comparable measure of operational profitability. Differences in productivity (EBITDA / Invested Capital) become clearer as a result
- However, it should be noted that comparability under IFRS 16 will never be optimal because, inter alia, IFRS 16 provides scope for interpretation and subjectivity and differences in the terms of operating leases will create a higher/lower lease liability
- IFRS 16 thus has, according to DPCF, a positive impact on the comparability between companies in the context of an analysis of comparable listed companies (both for the valuation ratios and for the key data)





4. Valuation of Orange Belgium

4.1	Business plan	20
4.2	Discounted Cash Flow Analysis (DCF)	29
4.3	Comparable Company Analysis (CCA)	36

4. Valuation of Orange Belgium

4.1	Business plan	20
4.2	Discounted Cash Flow Analysis (DCF)	29
4.3	Comparable Company Analysis (CCA)	36



Basis of preparation for the retained Business Plan

Preparation methodology		Source
Management Business Plan 2019E-2023E	Long term Business Plan constructed in 2019	Management
+		
Historical financials (2019A)	Consolidated statutory accounts (Orange Belgium and Orange Luxembourg)	Management
+		
Q3F 2020E and 2021E budget	2020E budget based on Q3 2020 YTD figures and latest 2021E budget	Management
+		
Trajectories Update 2020E-2024E	Long term management Business Plan for 2019E-2023E updated post Q3 2020 actuals and including 2024E	Management
+		
Historical financials (2020A)	Consolidated statutory accounts (Orange Belgium and Orange Luxembourg)	Management
+		
Adjustments and extrapolations	Loss of Mobile Vikings MVNO contract and extrapolation of 3 additional years (2025E-2027E)	DP
+		
IFRS 16 conversion	Conversion of non-IFRS parameters such as EBITDA after leases ("EBITDAal") & Economic Capex ("eCapex")	DP
+		
Business Plan 2020A-2027E	Adjusted consolidated financials for the 2020A-2027E period	Management & DP

- DPCF has constructed the Business Plan based on the budget and Trajectories Update from the management (as presented to the Board of Directors on November 26, 2020 and December 15, 2020 respectively), as well as several interactions with the management
- The management of Orange Belgium has shared assumptions and drivers for the following metrics:
 - Operational KPIs such as ARPO⁽¹⁾ and subscribers (used to calculate revenue);
 - Direct and indirect costs;
 - Depreciation and amortization;
 - Other cash items and adjustments;
 - Taxes;
 - Net working capital; and
 - Capex (including spectrum payments)
- The Business Plan does not include any potential future acquisitions
- DPCF has made modifications to reflect the sale of Mobile Vikings to Proximus in December 2020⁽²⁾
- In order to ensure comparability with peers the business plan is constructed based on post-IFRS 16 figures
- In order to fully capture the business life cycle of the Company, three additional years are forecasted (2025E - 2027E)

(1) Average Revenue Per Offer; (2) Pending



Analysis of key Business Plan drivers and assumptions (1/5)

1

Revenue

Methodology

- The 2021E-2024E revenue is constructed based on a bottom-up approach. The Retail revenue is based on pricing (Average Revenue Per Offer) and volume (subscribers) drivers for each service and/or customer type (e.g. B2C postpaid mobile voice, B2B fixed, etc.). Other revenue streams are forecasted based on a bottom-up approach per subdivision for each country
- Assumptions and forecasts are reviewed on an on-going basis by management and the Business Plan incorporates the latest changes of exogenous elements such as the competitive environment and regulatory changes, as well as the applied strategy of Orange Belgium
- Revenue streams are calculated on a consolidated basis (Orange Belgium and Orange Luxembourg)

Retail revenue – Mass Market⁽¹⁾

- Mass Market revenue comprises B2C mobile, fixed and convergent (bundle of broadband and mobile) offers
- Forecasts take into account:
 - Impact of COVID on the closure of shops, which impacted subscriber adds, causing a lower starting base in 2021 and beyond
 - Increased competitive tension primarily in regards to the pricing of mobile and convergent bundles offered by some of the competitors, which resulted in pricing discounts offered by Orange Belgium
 - Current strategy of the Company based on providing attractively priced offers in order to increase market share in the converged segment ('Bold Challenger' strategy) in combination with upselling of mobile-only to converged bundles decreasing churn and price sensitivity
- As a result the Mass Market revenue is expected to grow with a 6.3% CAGR over the 2021E-2024E period mainly driven by net adds and the pricing effect of adding convergent subscribers (vs. 4.7% YoY 2019 A-2020A growth)

Retail revenue – Enterprises⁽¹⁾

- Enterprises revenue mainly includes B2B mobile, broadband/cable, ICT and convergent services
- Forecasts take into account:
 - Negative impact of COVID on business closures and the general economic climate affecting the installed base and ARPO (mainly of smaller businesses)
 - Strong offerings such a convergent and ICT supported by new services such as cloud telephony supporting net adds and market share gains
- Based on the strategy and market environment, the management expects the top line of this service revenue to grow by 5.2% CAGR between 2021E-2024E (vs. 5.6% YoY 2019A-2020A CAGR)

(1) The segmentation of revenue streams used for internal management reporting/forecasting purposes slightly diverges from the externally reported segmentation, which is aligned with Orange Group



Analysis of key Business Plan drivers and assumptions (2/5)

1

Revenue
(cont'd)

Wholesale revenue⁽¹⁾

- Revenues of third-party telecom operators for providing visitor roaming, domestic mobile interconnection and access for Mobile Virtual Network Operators (MVNOs)⁽²⁾ to its infrastructure
- On 14-Dec-20 DPG Media announced the sale of its MVNO operations⁽³⁾ including the Mobile Vikings and Jim Mobile brands (c. 335,000 users)⁽⁴⁾ to Proximus, which is estimated to have a significant impact on Orange Belgium's Wholesale revenue as the Company currently has a MVNO partnership with this party
- Since this event occurred after the management Trajectories Update was established, the impact on the Business Plan has been included by DPCF based on input from the management:
 - The Mobile Vikings partnership is expected to be terminated in 2022E as subscribers are migrated to Proximus
 - The contract was budgeted to generate €18.9m revenue per year during the 2021E-2024E period and does not entail any noteworthy marginal costs. As such, a 100% drop-through to EBITDA(al) is assumed
 - As a result the Wholesale revenue have been adjusted vs. the original Trajectories Update
- Even without taking into account the loss of the Mobile Vikings partnership, the Wholesale revenues are forecasted to slightly decrease by a -5.7% CAGR over the 2021E-2024E period, in line with the historical trend (-14.8% YoY in 2019A-2020A) due to lower MVNO and interconnection revenues

Equipment and Others revenue⁽¹⁾

- Revenues from: i) mobile and fixed equipment (re)selling such as handsets; ii) other activities such as online advertising and other miscellaneous activities
- Segment forecasted to remain rather stable with a CAGR of 0.7% over the 2021E-2024E period, an increase vs. the historical decline (-12.8% YoY in 2019A-2020A)

Total revenue

- The 3.8% revenue CAGR over the period 2021E-2023E is higher than the research analyst consensus CAGR of 2.0% for that same period⁽⁵⁾
- On aggregate the revenue decline in 2020A is mainly related to COVID, while the growth in the years thereafter is mainly driven by increased adoption of Mass Market convergent revenues. By the end of the Trajectories Update period the YoY revenue growth amounts to 1.6% (in 2024E)
- In the long term, the growth of Orange Belgium is expected to be in line with the total telecom services market. For the extrapolation period and the terminal value DPCF has applied a 0.25% growth rate, equal to the median forecast of research analysts for OBEL⁽⁶⁾ (in line with other European telecom players)

(1) The segmentation of revenue streams used for internal management reporting/forecasting purposes slightly diverges from the externally reported segmentation, which is aligned with Orange Group; (2) Wireless communications services providers that do not own the wireless network infrastructure; (3) Transaction pending; (4) Going forward referred to as Mobile Vikings; (5) 2023E used as reference due to lack of research analyst forecasts in 2024E; (6) See page 33



Analysis of key Business Plan drivers and assumptions (3/5)

2

Direct costs

- The most significant direct costs include interconnection, customer access connectivity and customer equipment expenses
- The mobile network sharing agreement with Proximus will be a major driver to realize Opex savings by reducing the rent of mobile sites of external parties and energy, repair, maintenance and transmission costs of proprietary mobile sites in the coming years. The combined savings from both Opex and Capex is estimated to amount to €300m⁽¹⁾ in the coming years (fully reflected in the Business Plan)
- The Trajectories Update incorporates the new regulation regarding wholesale cable prices, which will have an effect on the wholesale prices that Orange Belgium needs to pay to other operators to access their cable network. This increase in the higher unit prices together with a strong volume growth (due to convergence) are the main reasons why the direct costs increase during the 2021E-2024E period
- The customer equipment expenses are strongly linked to the equipment revenue (only a small margin is realised on these revenues)
- As a % of revenue the direct costs range from 40.6% to 43.0% during the Business Plan period (2021E-2024E) vs. 41.8% in 2020A, 45.8% in 2019A, which saw significantly higher equipment revenue impacting this ratio, and 46.4% in 2018A
- Direct costs are assumed constant as 43.0% of revenue over the extrapolation period (equalling the 2024E level)

3

Indirect costs

- 2020E labour costs were slightly impacted by COVID and the temporary unemployment of commercial FTEs active in OBEL shops. Hence, the coming years are expected to see a more normalised level of salary expenses. 2021E shows a higher salary increase per employee vs. previous years due to raises that were agreed between employees' and employers' associations
- From 2021E the total amount of FTEs is expected to decrease due to more digital adoption and process simplifications, which will compress the total labour costs
- The evolution of the non labour indirect costs are mainly driven by the operating taxes (related to spectrum fees and pylon taxes), as the former is expected to increase by 4.0% YoY in 2022E due to the new 5G spectrum, while some other indirect network costs are expected to decrease due to the aforementioned JV with Proximus
- In aggregate, the indirect costs as a % of revenue are evolving from 33.4% in 2021E to 30.7% in 2024E (vs. 33.6% in 2020A, 31.8% in 2019A and 31.6% in 2018A)
- EBITDA margin is assumed to be constant in the extrapolation period and in the calculation of the terminal value
- Indirect costs are assumed constant as 30.7% of revenue over the extrapolation period (equalling the 2024E level)

(1) Of which c. 55% related to Capex c. 45% to Opex



Analysis of key Business Plan drivers and assumptions (4/5)

4

EBITDA(a)

- The aforementioned assumptions result in an EBITDA after lease expenses (EBITDAal) margin uplift from 24.6% in 2020A to 26.3% in 2024E. Given that the strategic initiatives supporting this increase in profitability are expected to be realized over the 4 year forecast period, DPCF assumes a constant margin vs. 2024E in the extrapolation period of the Business Plan and the terminal value
- Overall, the 25.7% 2023E⁽¹⁾ EBITDAal margin of the Trajectories Update is slightly higher vs. the 24.3% margin that research analysts expected in that year. This difference might be caused by an underestimation of the network sharing JV with Proximus or the FTE reduction, or alternatively an overestimation of the new regulatory wholesale pricing impact
- The EBITDAal is restated to exclude the lease expenses such as the lease interest expenses and the Depreciation & Amortization (D&A) of right-of-use capital leases (included in the indirect costs) to retrieve an adjusted EBITDA post IFRS 16
 - The lease expenses vary between €41-50m over the forecasted period
 - Other expense adjustments such as restructuring costs are excluded from the adjusted EBITDA, in order to have a comparable metric that is consistent with the definition of Orange Belgium's peers. However, these expenses are taken into account when calculating the free cash flows

5

(e)Capex

- Consistent with the EBITDAal, Orange Belgium uses Economic Capex (eCapex) for reporting purposes and when providing guidance to the market. The eCapex excludes any investments through financial leases
- The eCapex levels are expected to increase significantly in the next years due to several reasons:
 - Initial set-up costs related to mobile site decommissioning mainly related to the deployment of the mobile network sharing agreement with Proximus
 - IT transformation
 - Network densification due to 5G roll-out
- As a % of revenue the eCapex level amounts to 14.4% in 2023E⁽¹⁾ according to the broker consensus vs. 15.6% in the Trajectories Update
- In the long term, management believes the eCapex level will remain close to 15% as % of revenue as the cable wholesale regulation might not last forever and OBEL needs to invest in Fibre-To-The-Home (FTTH) infrastructure in order to remain competitive with its convergence offering. As a result, this capital intensity is reflected in the terminal value with an extrapolation period in between
- DPCF has included the investments in financial leases to calculate Capex on a post IFRS 16 basis (consistent with Adjusted Net Financial Debt and adj. EBITDA). This adjustment ranges between €39-49m over the 2021E-2024E period, as provided by Orange Belgium
- Spectrum and license payments expected to materialise during the Business Plan period (2021E-2022E) are included in the Adjusted Net Financial Debt (see page 30)

(1) 2023E used as reference due to lack of research analyst forecasts in 2024E



Analysis of key Business Plan drivers and assumptions (5/5)

6

Taxes

- As of fiscal year 2021 the Belgian corporate income tax rate will be lowered to 25.0% (the tax rate in Luxembourg stands at 24.9%), which explains the tax rate % between the forecasted years and the historical period
- Furthermore Orange Belgium's effective tax rate is lower than the theoretical income tax by using three main investment deductions:
 - Partial exemption of withholding tax on wages of its scientific researchers
 - R&D investment deduction
 - Patent income deduction
- The setup of the JV with Proximus is also expected to realise some one-off additional tax deductions, which will cease to exist in 2022E after which a stable tax rate is forecasted (also used in the extrapolation period)
- In the terminal year however, DPCF assumes the effective income tax rate will equal the theoretical income tax rate of 25.0% as some effects will cease to exist

7

Other

Restructuring costs & other non-recurring items

- The majority of the restructuring costs relate to labour reorganisation & integration expenses and are expected to be of a non-recurring nature in the long term. As such, no restructuring costs are forecasted in the extrapolation period
- The amount of €18.2m in 2023E is caused by an expected break-up fee to be paid for ending a commercial partnership

Change in Net Working Capital (NWC)

- The working capital items are forecasted by the management based on historical KPIs such as Day Sales Outstanding (DSO), Days Inventory Outstanding (DIO), Days Payable Outstanding (DPO), etc.
- KPIs are mostly held constant, but adjusted based on expectations of the management (e.g. 8 day decrease of DPO due to change in internal policies)

(Non-)cash items (not) incl. in EBITDA

- Primarily caused by a difference between operating tax expensed and operating tax actually paid. The operating tax is related to taxes and levies charged on pylons and masts (not part of the corporate tax income). The aforementioned delta is created by the applied accounting rules for reporting the financial results that can be different vs. rules applicable when paying taxes (the most common point of difference is related to the depreciation methodologies used⁽¹⁾). Also includes a smaller adjustment for non-cash restructuring costs

(1) Orange Belgium can depreciate assets based on various methods as long as the schedule is 'orderly and reasonable', while for tax purposes Orange Belgium has to adhere to the rules of the Belgian ITC/92



Overview of Business Plan (1/2)

IFRS	Historical			OBEL Business Plan				DP extrapolation			
<i>in €m; FYE 31-Dec</i>	2018A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	Term. value
Mass Market	n.a.	572.4	599.5	634.4	712.7	748.6	762.6				
Enterprises	n.a.	277.4	293.0	313.0	337.8	347.1	364.3				
Retail Revenue	n.a.	849.8	892.5	947.4	1,050.5	1,095.7	1,126.9				
% YoY growth	n.a.	n.a.	5.3%	5.9%	10.9%	4.3%	2.8%				
Wholesale revenue	n.a.	288.9	246.2	226.7	194.0	183.0	171.5				
% YoY growth	n.a.	n.a.	(14.8%)	(7.9%)	(14.4%)	(5.6%)	(6.3%)				
Equipment revenue	n.a.	196.8	170.9	178.6	177.3	179.9	183.5				
% YoY growth	n.a.	n.a.	(12.7%)	4.0%	(0.7%)	1.5%	2.0%				
Other revenue	n.a.	5.2	5.3	4.7	3.7	3.8	3.5				
% YoY growth	n.a.	n.a.	2.0%	(12.6%)	(20.0%)	1.9%	(6.7%)				
1 Revenue	1,298.1	1,340.8	1,314.9	1,357.4	1,425.5	1,462.5	1,485.4	1,489.2	1,492.9	1,496.7	1,500.4
% YoY growth	n.a.	3.3%	(1.9%)	3.2%	5.0%	2.6%	1.6%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
2 Direct costs	(602.4)	(614.3)	(549.0)	(551.7)	(586.9)	(618.1)	(638.3)				
% of revenue	46.4%	45.8%	41.8%	40.6%	41.2%	42.3%	43.0%				
3 Indirect costs - Labour	(145.1)	(148.2)	(146.9)	(159.4)	(169.2)	(164.6)	(160.7)				
% of revenue	11.2%	11.1%	11.2%	11.7%	11.9%	11.3%	10.8%				
Indirect costs - Non labour	(264.9)	(278.2)	(295.5)	(293.6)	(314.2)	(303.4)	(295.7)				
% of revenue	20.4%	20.8%	22.5%	21.6%	22.0%	20.7%	19.9%				
4 EBITDAal	285.6	300.1	323.5	352.7	355.2	376.4	390.7	392.7	394.2	395.6	397.1
% margin	22.0%	22.4%	24.6%	26.0%	24.9%	25.7%	26.3%	26.4%	26.4%	26.4%	26.5%

Note: The segmentation of revenue streams used for internal management reporting/forecasting purposes slightly diverges from the externally reported segmentation, which is aligned with Orange Group. In general, a limited set of comparable 2018A figures are available due to IFRS changes
Sources: Company info, DPCF



Overview of Business Plan (2/2)

IFRS	Historical		OBEL Business Plan				DP extrapolation			Term. value
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	
<i>in €m; FYE 31-Dec</i>										
1 Revenue	1,340.8	1,314.9	1,357.4	1,425.5	1,462.5	1,485.4	1,489.2	1,492.9	1,496.7	1,500.4
% YoY growth	3.3%	(1.9%)	3.2%	5.0%	2.6%	1.6%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
4 EBITDAal	300.1	323.5	352.7	355.2	376.4	390.7	392.7	394.2	395.6	397.1
% margin	22.4%	24.6%	26.0%	24.9%	25.7%	26.3%	26.4%	26.4%	26.4%	26.5%
Depreciation of RoU ⁽¹⁾ of leased assets	49.8	52.0	47.1	43.9	41.1	41.0	40.1	39.7	39.3	39.0
% of revenue	3.7%	4.0%	3.5%	3.1%	2.8%	2.8%	2.7%	2.7%	2.6%	2.6%
4 Adj. EBITDA	349.9	375.5	399.8	399.0	417.5	431.7	432.8	433.9	435.0	436.1
% margin	26.1%	28.6%	29.5%	28.0%	28.5%	29.1%	29.1%	29.1%	29.1%	29.1%
7 Restructuring costs & other non-recurring items	(10.7)	(5.6)	(8.1)	(8.9)	(18.3)	(7.7)	-	-	-	-
4 EBITDA	339.2	369.9	391.7	390.1	399.3	424.0	432.8	433.9	435.0	436.1
% margin	25.3%	28.1%	28.9%	27.4%	27.3%	28.5%	29.1%	29.1%	29.1%	29.1%
D&A	(293.9)	(301.5)	(340.8)	(272.4)	(269.1)	(258.9)	(260.8)	(262.6)	(263.7)	(264.0)
% of revenue	21.9%	22.9%	25.1%	19.1%	18.4%	17.4%	17.5%	17.6%	17.6%	17.6%
EBIT	45.3	68.3	51.0	117.7	130.2	165.1	172.0	171.3	171.3	172.0
% margin	3.4%	5.2%	3.8%	8.3%	8.9%	11.1%	11.5%	11.5%	11.4%	11.5%
6 Taxes	(9.6)	(12.4)	(7.9)	(25.1)	(27.4)	(35.1)	(36.6)	(36.4)	(36.4)	(43.0)
% of EBIT	21.1%	18.2%	15.5%	21.3%	21.1%	21.3%	21.3%	21.3%	21.3%	25.0%
5 eCapex	(180.6)	(177.7)	(209.9)	(230.8)	(228.3)	(188.3)	(197.4)	(206.6)	(215.8)	(225.1)
% of revenue	13.5%	13.5%	15.5%	16.2%	15.6%	12.7%	13.3%	13.8%	14.4%	15.0%
Lease activities included to FCF	(48.9)	(50.7)	(47.3)	(42.1)	(39.3)	(39.1)	(38.7)	(38.8)	(38.9)	(39.0)
5 Capex excl. spectrum	(229.5)	(228.4)	(257.2)	(272.9)	(267.6)	(227.3)	(236.1)	(245.4)	(254.7)	(264.0)
% of revenue	17.1%	17.4%	18.9%	19.1%	18.3%	15.3%	15.9%	16.4%	17.0%	17.6%
7 Change in Net Working Capital	21.4	(9.3)	2.8	0.8	(4.1)	(9.6)	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.7)
% of change in revenue	50.1%	35.8%	6.7%	1.2%	(11.2%)	(42.0%)	(17.3%)	(17.3%)	(17.3%)	(17.5%)
7 (Non-)cash items (not) incl. in EBITDA	(6.1)	(5.3)	(8.8)	(6.2)	(6.2)	(6.2)	(6.2)	(6.2)	(6.2)	(6.2)
Unlevered free cash flow to firm (FCFF)	115.4	114.5	120.7	86.7	93.9	145.7	153.3	145.2	137.0	122.1

Note: The segmentation of revenue streams used for internal management reporting/forecasting purposes slightly diverges from the externally reported segmentation, which is aligned with Orange Group. In general, a limited set of comparable 2018A figures are available due to IFRS changes

(1) Right-of-use; (2) Calculations for the Adjusted FCFF including spectrum costs shown on page 34

Sources: Company info, DPCF



4. Valuation of Orange Belgium

4.1	Business plan	20
4.2	Discounted Cash Flow Analysis (DCF)	29
4.3	Comparable Company Analysis (CCA)	36



DCF methodology (1/2)

DCF definition

The DCF method is an intrinsic valuation methodology, which is based on:

- Free Cash Flows to the Firm (“FCFF”) projections over a period between 2021E and 2027E, calculated from the forecasted financials of the Business Plan; and
- A discount rate: the Weighted Average Cost of Capital (“WACC”)

$$EV = \sum_{t=1}^N \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{Terminal\ Value}{(1+WACC)^N}$$

Where:

- t = the specific year
- N = the number of projection years

FCFF

The FCFF has been computed as follows:

- **EBITDA:** based on the EBITDAa forecasted in the Business Plan, including adjustments made by DPCF
- **Taxes:** according to the Business Plan and the nominal corporate income tax rate of Belgium and Luxembourg (25.0% and 24.9% respectively) in the terminal value
- **Capex:** based on estimates as presented in the Business Plan, including adjustments made by DPCF
- **(Change) in NWC:** based on historical KPIs such as Day Sales / Inventory / Payables Outstanding (DSO, DIO, DPO), etc.

Spectrum auction costs

- The NPV of the spectrum auction costs related to 5G that are expected to be incurred in 2021E are included in the Adjusted NFD. This approach ensures that the CCA methodology results in an apples-to-apples comparison when benchmarking the 2021E multiples of the comparable peers active across Europe (since each country has alternative spectrum auction timings)
- Spectrum auctions are related to the introduction of new connectivity technologies and are expected to be recurring beyond the explicit 7 year Business Plan period. Given that there is no impact on the comparability of the 2021E and 2022E multiples, the annualised average spectrum auction costs are included in the terminal value:
 - Management estimates that every c. 8 years a new major spectrum auction will occur. DPCF made the assumption that these expected expenses (similar amount as in 2021E) will materialize every 8 years by taking this annualized average into account in the terminal value



DCF methodology (2/2)

WACC

- The WACC has been estimated based on management information, our selection of listed peers, Damodaran database and DPCF estimates (see page 32)

Terminal Value

- The Terminal Value has been estimated based on the following Gordon-Shapiro formula, assuming a perpetual growth rate of 0.25%
$$\frac{\text{Terminal free cash flow to the firm}}{\text{WACC} - \text{perpetual growth}}$$
- 0.25% reflects the median perpetual growth rate retained by equity research analysts covering Orange Belgium. Furthermore, 6 out of the selected 7 equity research analysts⁽¹⁾ retain a PGR of 0.0% to 0.5%. The PGR depicts the overall low-growth environment of the European telecom sector

Present value & sensitivity analysis

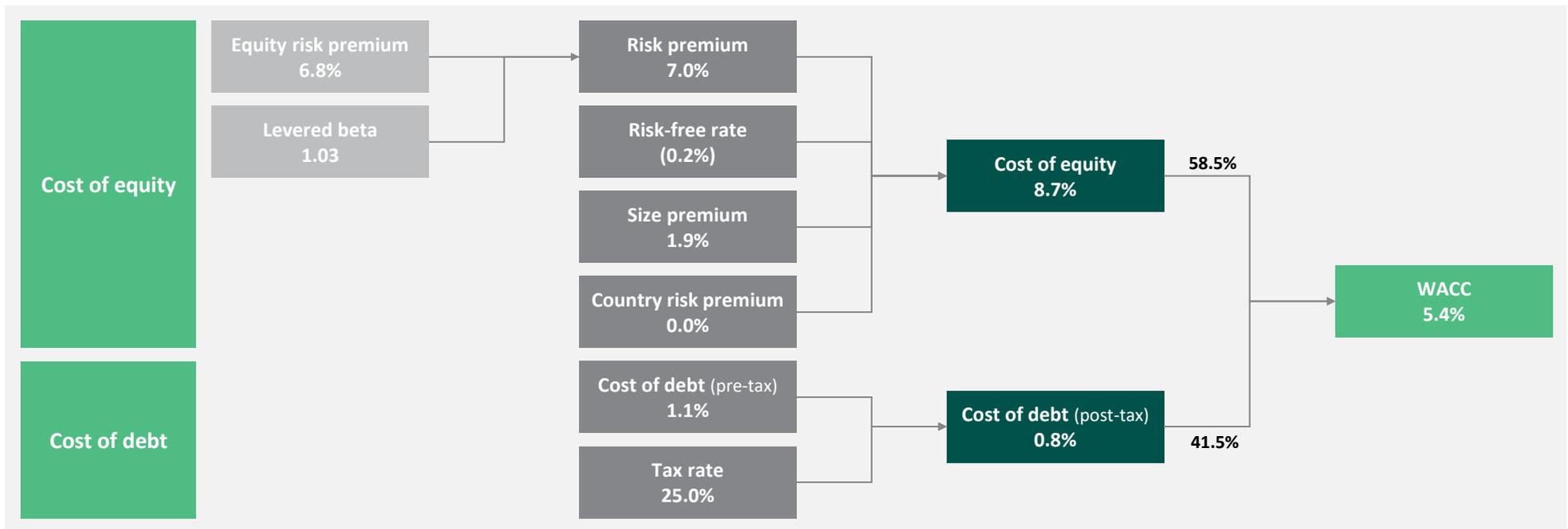
- DPCF made the assumption that cash flows are evenly distributed over the year and used the mid-year convention, which means that the cash flows will be discounted on the following time factors: 0.5, 1.5, 2.5, etc. (in years)
- The DCF method is sensitive to the assumptions made. Consequently, we applied a sensitivity analysis on market parameters such as the WACC and the perpetual growth rate, as well as the average revenue growth and EBITDA margin per year
- The sensitivities comprise a 1.00% range for each of the aforementioned parameters with two lower and two higher increments vs. the retained midpoint (i.e. four additional steps of +/- 0.25%)

(1) Equity research analysts having published DCF parameters maximum 12 months before the Announcement, excluding ING which is considered as an outlier (see page 33)



Weighted Average Cost of Capital (WACC) calculation

- The Cost of Equity⁽¹⁾ is calculated based on the Capital Asset Pricing Model (“CAPM”) formula:
 - Risk-free rate of -0.2%, based on the French 10-year government bond⁽²⁾ for the twelve months preceding the Valuation date;
 - Unlevered beta of 0.67, based on Damodaran research for the telecom services sector. Orange Belgium’s levered beta is 1.03⁽³⁾;
 - Equity risk premium of 6.8% as estimated by DPCF for the twelve months preceding the Valuation date;
 - Size premium of 1.9% based on research by Duff & Phelps (see appendix G);
 - Country risk premium of 0.0% (nihil) for Belgium and Luxembourg based on research by Duff & Phelps
- Cost of debt (pre-tax) of 1.1% based on Orange Belgium’s current financial cost structure related to its outstanding financial liabilities (incl. IFRS 16 leases)
- Target capital structure of 41.5% (financial liabilities / enterprise value), calculated on the basis of the target gearing ratio of a peer group of listed mobile peers (less asset-heavy than telecom operators which own a network). Capital structure includes the impact of IFRS 16



(1) Cost of Equity remains overall unaffected by IFRS 16 considerations. However, some of its components are impacted individually

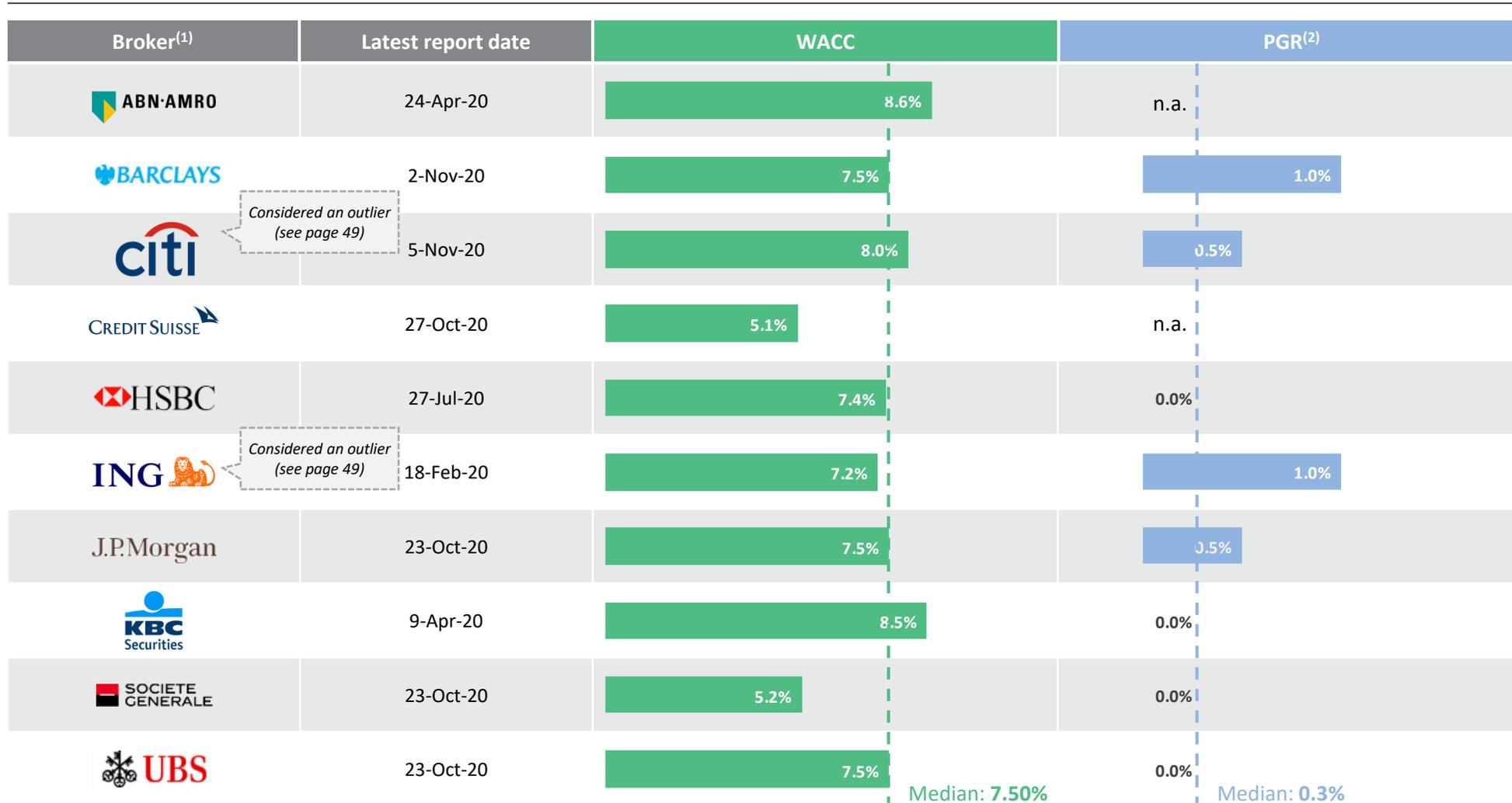
(2) Since no government bonds are issued at European level, we approximate the European risk-free rate using French government bonds

(3) Unlevered beta is assumed to be post-IFRS 16. Levered beta (β_L) calculated as follows: $\beta_L = \beta_U \times (1 + (1-T) \times D/E)$ where β_U = unlevered beta, T = tax rate, en D/E = financial leverage of Orange Belgium

Sources: Bloomberg, Capital IQ, Duff & Phelps (2018). *Valuation Handbook – International Guide to Cost of Capital*, DPCF



Overview of WACC and PGR used by equity research analysts covering Orange Belgium



We do not rely on the equity research analysts' estimates for OBEL's WACC as there is limited transparency on the exact inputs and on IFRS 16 recognition. DPCF's PGR is in line with research analysts' estimates

(1) Selected based on available information as of 12 months before the Announcement

(2) Perpetual Growth Rate



DCF overview

IFRS		Historical		OBEL Business Plan				DP extrapolation			
in €m; FYE 31-Dec		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	Term. value
Revenue		1,340.8	1,314.9	1,357.4	1,425.5	1,462.5	1,485.4	1,489.2	1,492.9	1,496.7	1,500.4
% YoY growth		3.3%	(1.9%)	3.2%	5.0%	2.6%	1.6%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
EBITDA	A	339.2	369.9	391.7	390.1	399.3	424.0	432.8	433.9	435.0	436.1
% margin		25.3%	28.1%	28.9%	27.4%	27.3%	28.5%	29.1%	29.1%	29.1%	29.1%
D&A	B	(293.9)	(301.5)	(340.8)	(272.4)	(269.1)	(258.9)	(260.8)	(262.6)	(263.7)	(264.0)
% of revenue		21.9%	22.9%	25.1%	19.1%	18.4%	17.4%	17.5%	17.6%	17.6%	17.6%
EBIT	C = A+B	45.3	68.3	51.0	117.7	130.2	165.1	172.0	171.3	171.3	172.0
% margin		3.4%	5.2%	3.8%	8.3%	8.9%	11.1%	11.5%	11.5%	11.4%	11.5%
Taxes	D = d*C	(9.6)	(12.4)	(7.9)	(25.1)	(27.4)	(35.1)	(36.6)	(36.4)	(36.4)	(43.0)
% of EBIT	d	21.1%	18.2%	15.5%	21.3%	21.1%	21.3%	21.3%	21.3%	21.3%	25.0%
Capex excl. spectrum	E	(229.5)	(228.4)	(257.2)	(272.9)	(267.6)	(227.3)	(236.1)	(245.4)	(254.7)	(264.0)
% of revenue		17.1%	17.4%	18.9%	19.1%	18.3%	15.3%	15.9%	16.4%	17.0%	17.6%
Change in Net Working Capital	F	21.4	(9.3)	2.8	0.8	(4.1)	(9.6)	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.7)
% of change in revenue		50.1%	35.8%	6.7%	1.2%	(11.2%)	(42.0%)	(17.3%)	(17.3%)	(17.3%)	(17.5%)
(Non-)cash items (not) incl. in EBITDA	G	(6.1)	(5.3)	(8.8)	(6.2)	(6.2)	(6.2)	(6.2)	(6.2)	(6.2)	(6.2)
Unlevered free cash flow to firm (FCFF)	A+D+E+F+G	115.4	114.5	120.7	86.7	93.9	145.7	153.3	145.2	137.0	122.1
Annualized avg. spectrum auction cost	H										(36.0)
Adj. FCFF	A+D+E+F+G+H	115.4	114.5	120.7	86.7	93.9	145.7	153.3	145.2	137.0	86.1
Discounted adj. FCFF				117.0	79.8	82.0	120.7	120.4	108.3	96.9	

Including annualized average spectrum auction costs in the Terminal Value (see page 30)

Enterprise and Equity Value		
Sum of discounted adj. FCFF	A	725.0
PGR		0.25%
WACC		5.40%
Discounted terminal value	B	1,182.7
Enterprise Value	C = A + B	1,907.7
Adjusted Net Financial Debt	D	(800.1)
Equity Value	C + D	1,107.7
NOSH (m)		59.9
Equity Value per Share (€)		18.5

Implied valuation		
EV/Adj. EBITDA 2020E		5.1x
EV/Adj. EBITDA 2021E		4.8x
EV/Adj. EBITDA 2022E		4.8x
EV/Adj. EBITDA-Capex excl. spectrum 2020E		13.0x
EV/Adj. EBITDA-Capex excl. spectrum 2021E		13.4x
EV/Adj. EBITDA-Capex excl. spectrum 2022E		15.1x



DCF sensitivity analysis

WACC vs. PGR

Enterprise value (€m)						Equity value per share (€)					
WACC	PGR					WACC	PGR				
	(0.25%)	0.00%	0.25%	0.50%	0.75%		(0.25%)	0.00%	0.25%	0.50%	0.75%
	5.90%	1,666	1,710	1,758	1,810		1,868	5.90%	14.5	15.2	16.0
5.65%	1,728	1,776	1,829	1,888	1,952	5.65%	15.5	16.3	17.2	18.1	19.2
5.40%	1,795	1,849	1,908	1,973	2,045	5.40%	16.6	17.5	18.5	19.6	20.8
5.15%	1,869	1,928	1,994	2,067	2,148	5.15%	17.8	18.8	19.9	21.1	22.5
4.90%	1,949	2,016	2,089	2,171	2,263	4.90%	19.2	20.3	21.5	22.9	24.4

Adjusted EBITDA margin⁽¹⁾ vs. revenue growth rate⁽¹⁾

Enterprise value (€m)						Equity value per share (€)					
Change in avg. adj. EBITDA margin per year	Change in avg. revenue growth per year					Change in avg. adj. EBITDA margin per year	Change in avg. revenue growth per year				
	(0.50%)	(0.25%)	0.00%	0.25%	0.50%		(0.50%)	(0.25%)	0.00%	0.25%	0.50%
	0.50%	1,922	1,974	2,027	2,082		2,137	0.50%	18.7	19.6	20.5
0.25%	1,864	1,915	1,968	2,021	2,075	0.25%	17.8	18.6	19.5	20.4	21.3
0.00%	1,807	1,857	1,908	1,960	2,013	0.00%	16.8	17.6	18.5	19.3	20.2
(0.25%)	1,749	1,798	1,848	1,899	1,951	(0.25%)	15.8	16.6	17.5	18.3	19.2
(0.50%)	1,691	1,739	1,788	1,838	1,888	(0.50%)	14.9	15.7	16.5	17.3	18.2

Estimated cost per spectrum auction incl. the TV (€m) vs. recurrence of spectrum auction incl. in the TV (yrs)

Enterprise value (€m)						Equity value per share (€)					
Est. cost per spectrum auction incl. in TV (€m)	Recurrence of spectrum auction inc. in the TV (yrs)					Est. cost per spectrum auction incl. in TV (€m)	Recurrence of spectrum auction inc. in the TV (yrs)				
	6.0	7.0	8.0	11.5	15.0		6.0	7.0	8.0	11.5	15.0
	188	1,972	2,033	2,079	2,178		2,230	188	19.5	20.6	21.3
238	1,857	1,935	1,994	2,118	2,184	238	17.6	18.9	19.9	22.0	23.1
288	1,743	1,837	1,908	2,058	2,139	288	15.7	17.3	18.5	21.0	22.3
338	1,628	1,739	1,822	1,999	2,093	338	13.8	15.7	17.0	20.0	21.6
388	1,514	1,641	1,736	1,939	2,047	388	11.9	14.0	15.6	19.0	20.8

Based on these sensitivities, the Enterprise Value ranges between €1,736m and €2,139m corresponding to an Equity Value per Share range of €15.6-€22.3⁽²⁾

(1) Sensitivities on changes in adjusted EBITDA margin and revenue growth rate over the full Business Plan period (including terminal value)

(2) Based on the maximum and minimum of the upper and lower limits of each sensitivity



4. Valuation of Orange Belgium

4.1	Business plan	20
4.2	Discounted Cash Flow Analysis (DCF)	29
4.3	Comparable Company Analysis (CCA)	36



Peer group selection approach and trading multiples calculation methodology

- We have selected 15 relevant listed peers, divided in three reference groups:
 - Mobile operators
 - Belgian operators
 - Other European incumbents
- We have selected telecom companies that are headquartered in and generate the majority of their revenue in Europe (excluding Eastern Europe due to different market dynamics)
- We have excluded telecom operators with market shares indicating clear domestic market dominance, as those companies' competitive environment is not comparable to that of Orange Belgium
- Even though the selected companies in our reference groups have certain similarities with Orange Belgium, it should be noted that these companies are not fully comparable, in particular due to differences in geography, size, margin, financial structure and/or business model
- Based on the share price of these companies as of the Valuation Date, we have calculated their market capitalisations and enterprise values by summing the most recent available net financial debts, adjusted for minorities, preference shares, pension obligations, investments⁽¹⁾, spectrum auction costs (based on broker benchmarking and company info), non-operating provisions and other non-operating assets or liabilities
- We have calculated the trading multiples based on the EBITDA, EBITDA – Capex and dividends forecasts estimated by research analysts for 2020A, 2021E and 2022E
- Some peers issue guidance based on pre-IFRS 16 EBITDA. For these companies, we made the adjustments to make all multiples comparable on a post-IFRS 16 basis
- We have retained EV/EBITDA and EV/(EBITDA – Capex) as valuation multiple as we consider EBITDA and EBITDA – Capex as the most relevant financial metrics in the context of Orange Belgium. Research analysts also use dividend yield and FCF yield as reference. Dividend yield is less relevant as Orange Belgium does not issue specific dividend guidance. FCF yield is not retained due to many differences in definitions between peers. Therefore, we provide a dividend yield benchmarking for information purposes only
- OBEL EBITDA and Capex figures are based on the retained Business Plan. OBEL dividend yield is based on broker consensus as the Company does not issue specific guidance on future dividends
- Trading multiples are calculated based on the local currency financials. For financials not reported in €, DPCF has used the exchange rate of (i) the Announcement Date for the market capitalisation, Net Financial Debt, Enterprise Value, and (ii) the closing date of the financial year for financials to show financials in €

(1) Investments consist of a.o. investments in non-consolidated companies (associates & affiliates), non-operational real estate and other financial assets



Peers and trading multiples retained by selected equity research analysts for Orange Belgium

Broker ⁽¹⁾	Trading multiples retained						Peers retained ⁽²⁾																	
	EV/EBITDA	EV/(EBITDA-Capex)	P/E	FCF yield ⁽³⁾	Dividend yield	Other	altice	BT	T	elisa	iliad	kpn	orange	proximus	swisscom	TELE2	TIM	Telefonica	Telefonica Deutschland	telenet	telenor	Telia	vodafone	
ABN-AMRO	✓			✓	✓		✓	✓	✓		✓	✓	✓				✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓
BARCLAYS	✓	✓		✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓
citi	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
CREDIT SUISSE	✓			✓			✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Degroof Petercam	✓			✓																				
Deutsche Bank	✓		✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
HSBC	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
ING	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓			✓			✓						✓				
J.P.Morgan	✓	✓		✓			✓		✓		✓					✓			✓	✓				
KBC Securities	✓	✓	✓	✓		✓			✓	✓	✓	✓				✓		✓			✓	✓	✓	✓
SOCIETE GENERALE	✓		✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓
UBS	✓	✓						✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓	✓	✓	✓			✓

In terms of trading multiples, EV/EBITDA, EV/(EBITDA-Capex) and dividend yield are the most prevalent⁽³⁾

(1) Selected based on available information as of 12 months before the Announcement

(2) Peers shown are featured by at least half of the brokers analysed

(3) FCF yield is not retained due to many differences in definition (eFCF yield, OpFCF yield, etc.)

Source: Research analysts' reports



Peer group overview

Overview of reference groups and median multiples and yields

Reference Group	Members	Key Metrics (2021E vs 2022E)	Characteristics									
Mobile players		<table border="1"> <tr> <td>EV/EBITDA</td> <td>2021E: 5.3x</td> <td>2022E: 5.0x</td> </tr> <tr> <td>EV/(EBITDA - Capex)</td> <td>2021E: 18.8x</td> <td>2022E: 16.5x</td> </tr> <tr> <td>Dividend yield</td> <td>2021E: 6.5%</td> <td>2022E: 6.8%</td> </tr> </table>	EV/EBITDA	2021E: 5.3x	2022E: 5.0x	EV/(EBITDA - Capex)	2021E: 18.8x	2022E: 16.5x	Dividend yield	2021E: 6.5%	2022E: 6.8%	<ul style="list-style-type: none"> Reference group consisting of telecommunication services players with focus on mobile services No owned fixed network Headquarters and main activities in Europe (excluding Eastern Europe)
EV/EBITDA	2021E: 5.3x	2022E: 5.0x										
EV/(EBITDA - Capex)	2021E: 18.8x	2022E: 16.5x										
Dividend yield	2021E: 6.5%	2022E: 6.8%										
Belgian players		<table border="1"> <tr> <td>EV/EBITDA</td> <td>2021E: 5.9x</td> <td>2022E: 5.9x</td> </tr> <tr> <td>EV/(EBITDA - Capex)</td> <td>2021E: 13.6x</td> <td>2022E: 13.7x</td> </tr> <tr> <td>Dividend yield</td> <td>2021E: 7.1%</td> <td>2022E: 7.1%</td> </tr> </table>	EV/EBITDA	2021E: 5.9x	2022E: 5.9x	EV/(EBITDA - Capex)	2021E: 13.6x	2022E: 13.7x	Dividend yield	2021E: 7.1%	2022E: 7.1%	<ul style="list-style-type: none"> Reference group consisting of players with largest part of activities in Belgium Players with both fixed and mobile network Headquarters in Belgium
EV/EBITDA	2021E: 5.9x	2022E: 5.9x										
EV/(EBITDA - Capex)	2021E: 13.6x	2022E: 13.7x										
Dividend yield	2021E: 7.1%	2022E: 7.1%										
Other European Incumbents		<table border="1"> <tr> <td>EV/EBITDA</td> <td>2021E: 6.6x</td> <td>2022E: 6.2x</td> </tr> <tr> <td>EV/(EBITDA - Capex)</td> <td>2021E: 14.1x</td> <td>2022E: 14.5x</td> </tr> <tr> <td>Dividend yield</td> <td>2021E: 5.5%</td> <td>2022E: 5.5%</td> </tr> </table>	EV/EBITDA	2021E: 6.6x	2022E: 6.2x	EV/(EBITDA - Capex)	2021E: 14.1x	2022E: 14.5x	Dividend yield	2021E: 5.5%	2022E: 5.5%	<ul style="list-style-type: none"> Reference group consisting of players with oligopolistic market shares Headquarters and main activities in Europe (excluding Eastern Europe and Switzerland) Players with both fixed and mobile network
EV/EBITDA	2021E: 6.6x	2022E: 6.2x										
EV/(EBITDA - Capex)	2021E: 14.1x	2022E: 14.5x										
Dividend yield	2021E: 5.5%	2022E: 5.5%										

Note: EV, EBITDA and Capex include pro forma impact of IFRS 16

(1) Orange Group

Sources: Capital IQ as of 2-Dec-20, Bloomberg



Peer group KPIs overview

	Company	EBITDA margin			Capex as % of sales			Sales growth	
		2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	2017A-2019A	2020A-2022E
	Orange Belgium	28.6%	29.5%	28.0%	17.4% (3)	18.9% (3)	19.1% (3)	3.7%	4.1%
Mobile	Iliad	43.1%	44.6%	46.1%	42.5%	36.5%	35.8%	4.7%	10.0%
	Telefonica Deutschland	32.6%	31.5%	31.3%	21.5%	23.8%	22.1%	0.7%	1.8%
	TELE2	37.7%	38.6%	40.4%	16.8%	16.4%	17.1%	13.5%	1.1%
	Vodafone	41.5%	42.0%	42.6%	24.1%	25.2%	24.7%	(2.4%)	1.0%
BE	proximus	33.8%	34.0%	34.0%	19.8%	23.2%	23.5%	(1.0%)	(0.3%)
	telenet	52.9%	53.0%	53.1%	21.5%	21.8%	21.1%	1.2%	1.1%
Other European incumbents	BT	34.5%	35.1%	36.0%	22.6%	23.4%	24.0%	(1.7%)	(0.9%)
	Deutsche Telekom	35.0%	35.1%	37.1%	21.0%	21.7%	21.4%	3.7%	3.6%
	elisa	36.2%	36.6%	36.8%	14.5%	14.4%	14.5%	1.6%	1.5%
	kpn	48.2%	49.3%	50.4%	25.1%	24.6%	25.1%	(2.1%)	(0.6%)
	(1)	33.0%	33.4%	33.7%	20.5%	21.0%	19.8%	1.7%	1.0%
	TIM	43.5%	43.5%	43.7%	28.5%	28.3%	30.9%	(4.8%)	(0.2%)
	Telefonica	31.8%	33.5%	33.5%	17.5%	20.7%	17.5%	(3.5%)	(0.5%)
	telenor	45.4%	45.8%	46.5%	21.8%	21.9%	21.4%	0.7%	1.5%
	Telia	34.1%	34.7%	35.6%	18.0%	18.4%	18.3%	3.8%	(1.0%)
		Overall median⁽⁴⁾	Median: 36.2%	Median: 36.6%	Median: 37.1%	Median: 21.5%	Median: 21.9%	Median: 21.4%	Median: 0.7%

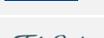
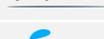
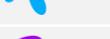
Note: EV, EBITDA and Capex include pro forma impact of IFRS 16

(1) Orange Group; (2) Based on total revenue (all service lines); (3) OBEL's capex as a % of Retail revenue amounts to 24.4%, 27.1% and 26.0% in 2020A, 2021E and 2022E respectively; (4) excluding Orange Belgium

Sources: Capital IQ as of 2-Dec-20, Bloomberg



Peer group multiples overview

	Company	EV/EBITDA			EV/(EBITDA – CAPEX)			Dividend Yield		
		2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
	 Orange Belgium	4.7x	4.4x	4.4x	12.0x	12.4x	14.0x	3.7%	4.3%	5.1%
Mobile	 iliad	6.4x	5.4x	5.0x	n.m.	29.6x	22.1x	1.4%	1.5%	1.5%
	 Telefonica Deutschland	5.1x	5.1x	5.1x	14.9x	21.0x	17.2x	7.3%	7.3%	7.3%
	 TELE2	9.9x	9.6x	9.1x	17.9x	16.7x	15.7x	7.3%	7.2%	7.4%
	 vodafone	5.2x	5.1x	4.9x	12.3x	12.7x	11.7x	6.6%	5.9%	6.3%
BE	Median: 5.8x	Median: 5.3x	Median: 5.0x	Median: 14.9x	Median: 18.8x	Median: 16.5x	Median: 6.9%	Median: 6.5%	Median: 6.8%	
	 proximus	4.9x	4.9x	4.9x	11.9x	15.4x	15.9x	6.8%	6.8%	7.0%
	 telenet	7.1x	7.0x	6.9x	11.9x	11.8x	11.4x	7.6%	7.5%	7.3%
	Median: 6.0x	Median: 5.9x	Median: 5.9x	Median: 11.9x	Median: 13.6x	Median: 13.7x	Median: 7.2%	Median: 7.1%	Median: 7.1%	
Other European incumbents	 BT	4.9x	4.9x	4.8x	14.3x	14.8x	14.5x	8.5%	2.7%	3.5%
	 Deutsche Telekom	7.0x	6.6x	6.2x	17.5x	17.4x	14.6x	4.0%	4.0%	4.4%
	 elisa	12.4x	12.1x	11.9x	20.7x	20.0x	19.5x	4.3%	4.4%	4.7%
	 kpn	6.8x	6.7x	6.6x	14.1x	13.3x	13.1x	5.2%	5.6%	5.7%
	 (1)	4.9x	4.8x	4.7x	12.8x	12.8x	11.4x	6.5%	6.6%	6.9%
	 TIM	4.9x	4.9x	4.9x	14.3x	14.1x	16.9x	2.6%	2.6%	2.8%
	 Telefonica	5.4x	5.2x	5.2x	12.0x	13.6x	10.8x	10.7%	11.0%	11.4%
	 telenor	6.8x	6.7x	6.5x	13.1x	12.8x	12.0x	6.0%	6.1%	6.3%
	 Telia	7.7x	7.6x	7.5x	16.2x	16.1x	15.4x	5.6%	5.5%	5.5%
		Median: 6.8x	Median: 6.6x	Median: 6.2x	Median: 14.3x	Median: 14.1x	Median: 14.5x	Median: 5.6%	Median: 5.5%	Median: 5.5%
	Overall median⁽²⁾	Median: 6.4x	Median: 5.4x	Median: 5.2x	Median: 14.2x	Median: 14.8x	Median: 14.6x	Median: 6.5%	Median: 5.9%	Median: 6.3%

Note: EV, EBITDA and Capex include pro forma impact of IFRS 16

(1) Orange Group; (2) excluding Orange Belgium

Sources: Capital IQ as of 2-Dec-20, Bloomberg



Conclusion of Comparable Companies Analysis

Calculation of Equity Value per share based on CCA methodology

	EV/EBITDA		EV/(EBITDA-Capex)	
	2021E	2022E	2021E	2022E
Actual KPI Orange Belgium (€m)	400	399	143	126
<i>Pro forma Mobile Vikings loss (€m)</i>	<i>(19)</i>	<i>-</i>	<i>(19)</i>	<i>-</i>
Pro forma KPI Orange Belgium after Mobile Vikings loss (€m)	381	399	124	126
Multiple	5.4x	5.2x	14.8x	14.6x
Enterprise value (€m)	2,046	2,068	1,826	1,836
Net financial debt (€m)	(800)	(800)	(800)	(800)
Equity Value (€m)	1,246	1,268	1,026	1,036
Number of shares outstanding (m)	59.9	59.9	59.9	59.9
Equity Value per Share (€)	20.8	21.2	17.1	17.3
<i>Range on retained multiple -5%</i>	<i>19.1</i>	<i>19.4</i>	<i>15.6</i>	<i>15.7</i>
<i>Range on retained multiple +5%</i>	<i>22.5</i>	<i>22.9</i>	<i>18.6</i>	<i>18.8</i>

- DPCF has based its CCA on the median EV/EBITDA and EV/(EBITDA-Capex) multiples of the selected comparable companies for the financial years 2021E and 2022E to limit the exceptional impact of the COVID crisis:
 - The EV/EBITDA ratio for 2021E results in an estimated Equity Value per Share of €19.1 to €22.5 with €20.8 as midpoint
 - The EV/EBITDA ratio for 2022E results in an estimated Equity Value per Share of €19.4 to €22.9 with €21.2 as midpoint
 - The EV/(EBITDA-Capex) ratio for 2021E results in an estimated Equity Value per Share of €15.6 to €18.6 with €17.1 as midpoint
 - The EV/(EBITDA-Capex) ratio for 2022E results in an estimated Equity Value per Share of €15.7 to €18.8 with €17.3 as midpoint
- Taking the minimum and maximum of the multiples over the retained years (2021E and 2022E), we obtain the following Equity Value per Share ranges:
 - EV/EBITDA: €19.1 to €22.9 with €21.0 as midpoint (computed as the average of the 2021E and 2022E midpoints)
 - EV/(EBITDA-Capex): €15.6 to €18.8 with €17.2 as midpoint (idem)
- We refer to our introductory remark on page 18 regarding the potential impact of the COVID crisis

Note: EV, EBITDA and Capex include pro forma impact of IFRS 16; EBITDA includes the pro forma impact of the loss of the Mobile Vikings partnership
Sources: Capital IQ as of 2-Dec-20, Bloomberg





5. Other valuation references

5.1	Share Price Performance (SPP)	44
5.2	Brokers' target prices (TP)	48
5.3	Bid Premium Analysis	50



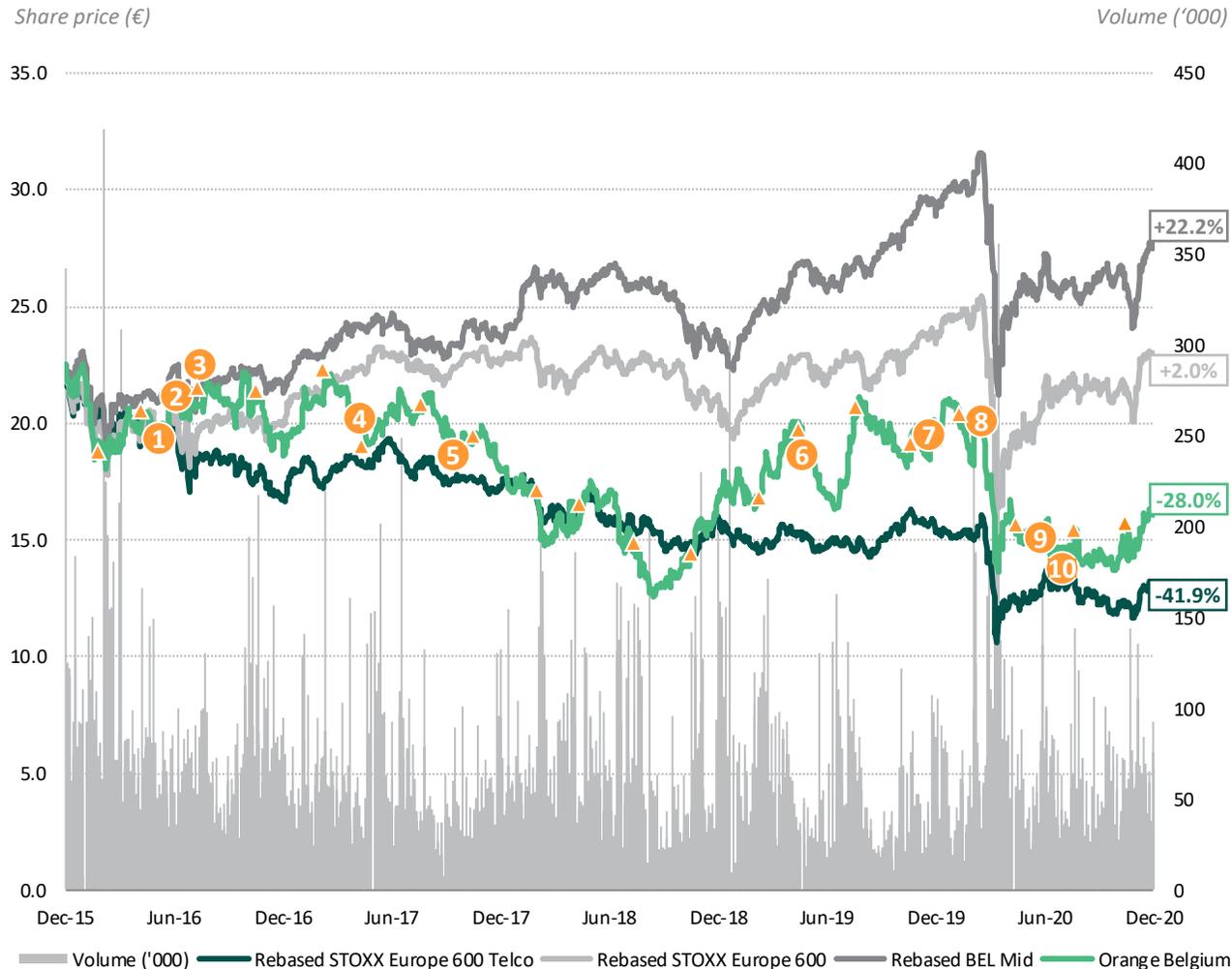
5. Other valuation references

5.1	Share Price Performance (SPP)	44
5.2	Brokers' target prices (TP)	48
5.3	Bid Premium Analysis	50



Share performance analysis (1/3)

5-year share performance evolution (pre-announcement)



- Orange Belgium is listed on Euronext Brussels since 1998
- The graph shows the evolution of the stock market price of Orange Belgium as well as the volumes exchanged in the five years preceding the announcement by Orange Group on December 2, 2020 of its intention to launch a conditional voluntary public takeover bid on all the shares of Orange Belgium that it does not yet own
- Over a 5-year period, Orange Belgium shares outperformed the STOXX Europe 600 Telecommunications Index (-41.9%), decreasing by 28.0%, but underperformed the BEL Mid Index (+22.2%) and the STOXX Europe 600 (+2.0%)

News flow

- Rebranding from Mobistar to Orange Belgium
- Resignation of Jean Marc Harion as CEO
- Michael Trabbia is appointed as CEO
- Mr. Johan Deschuyffeleer is nominated as new Chairman
- Orange Belgium acquired A3Com and A&S Partners
- Orange Belgium signed an agreement to acquire Upsize for an enterprise value of €52.4 million
- Orange Belgium and Proximus signed an agreement to establish Mobile Access Network Sharing Collaboration
- Start of the COVID crisis
- BIPT confirms new tariffs for access to the Belgian cable networks
- Xavier Pichon is appointed as CEO and replaces Michael Trabbia

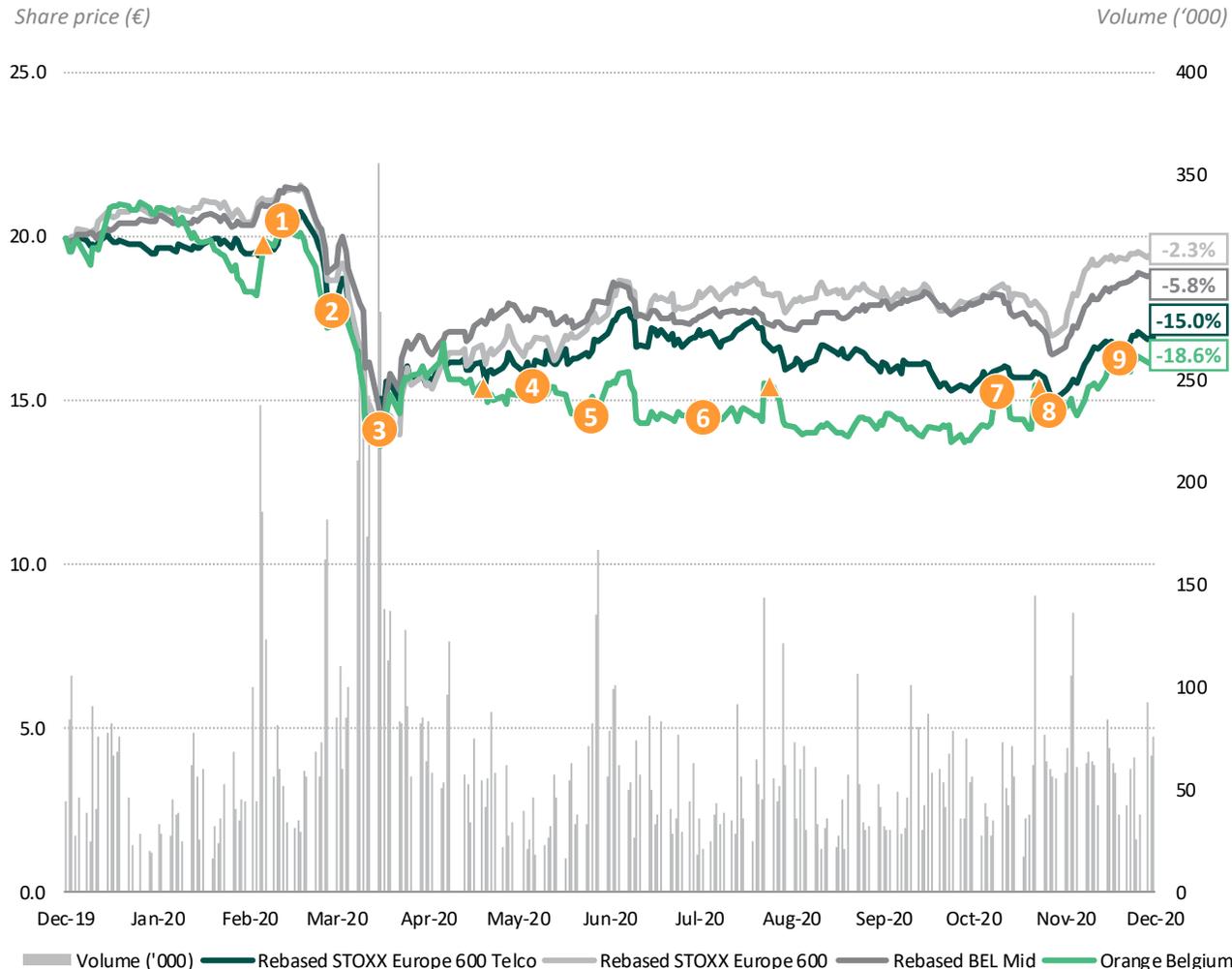
▲ Results announcements

Sources: Capital IQ as of 2-Dec-20, Press releases



Share performance analysis (2/3)

1-year share performance evolution (pre-announcement)



- Over the last year preceding the announcement, Orange Belgium share price decreased by 18.6% and underperformed the STOXX Europe 600 Telecommunications Index (-15.0%), the BEL Mid Index (-5.8%) and the STOXX Europe 600 (-2.3%)
- On December 2, 2020, Orange Belgium share price reached €16.22, representing a market capitalisation of €972m
- On December 2, 2020 post-market, it was announced that the preliminary Offer Price was set at €22.00, which made the share price jump by 35.3% to €21.95 the next day

News flow

- Start of the COVID crisis
- Government announced lockdown
- All Orange shops closed in Belgium due to lockdown restrictions
- All Orange shops reopened in Belgium
- BIPT confirms new tariffs for access to the Belgian cable networks
- Xavier Pichon is appointed as CEO and replaces Michael Trabbia
- BIPT granted four operators (Orange, Proximus, Telenet and Cegeka) temporary usage rights in the 3.6GHz-3.8GHz band for 5G services
- Orange Belgium introduces standalone fixed services without mobile
- Isabelle Vanden Eede is appointed Chief Brand, Communication & CSR Officer
Bart Staelens is appointed Chief Transformation & Customer Experience Officer



Share performance analysis (3/3)

Premium and liquidity analysis

	Average	Max	Min	VWAP
Share price (€) before the Announcement				
Share price (€) as of 2-Dec-20	16.22	16.22	16.22	16.22
1 month	15.66	16.34	14.56	15.58
3 months	14.78	16.34	13.72	14.84
6 months	14.66	16.34	13.72	14.73
12 months	16.11	21.05	13.60	15.99
Pre-COVID Share price (€) ⁽¹⁾				
1 month	19.38	20.50	18.22	19.31
3 months	19.77	21.05	18.22	19.65
6 months	19.56	21.05	18.10	19.49
12 months	19.06	21.15	16.32	18.92
Offer price (€)	22.0	22.0	22.0	22.0
Implied premium (%) of Offer Price (€22.0)				
Share price (€) as of 2-Dec-20	36%	36%	36%	36%
1 month	40%	35%	51%	41%
3 months	49%	35%	60%	48%
6 months	50%	35%	60%	49%
12 months	37%	5%	62%	38%
Pre-COVID Share price (€) ⁽¹⁾				
1 month	7%	7%	7%	7%
3 months	14%	7%	21%	14%
6 months	11%	5%	21%	12%
12 months	12%	5%	22%	13%
12 months	15%	4%	35%	16%
Daily volumes ('000)				
1 month	65.9	136.0	25.7	-
3 months	57.7	144.5	17.0	-
6 months	53.8	144.5	17.0	-
12 months	63.7	356.1	16.4	-

- The table on the left shows a detailed analysis of the evolution of Orange Belgium's price over the selected periods before the Valuation date. For each period, the following elements were observed:
 - The average share price;
 - The highest share price;
 - The lowest share price; and
 - The volume weighted average share price ("VWAP")
- The Offer Price was then compared to the different share prices aforementioned
 - Compared to the closing share price on Valuation date, the Offer Price represents a premium of 36%
 - Compared to the average 3-month VWAP on Valuation date, the Offer Price represents a premium of 48%
 - Compared to the average 12-month VWAP on Valuation date, the Offer Price represents a premium of 37%
- Over the last year preceding the Announcement, 16,317,890 shares were traded, representing c. 27% of the 59,944,757 outstanding shares
- The average daily traded volume over the last 12 months was 63,742 shares, representing 0.1% of NOSH and 0.3% of the shares subject to the contemplated transaction
- These observations indicate that the market for Orange Belgium shares is quite liquid
- We refer to our introductory remark on page 18 regarding the potential impact of the COVID crisis, as well as the table on the left estimating the share price performance prior to the COVID crisis

(1) 12-Feb-20 (date of highest share price in February 2020)
Sources: Capital IQ as of 2-Dec-20, Press releases



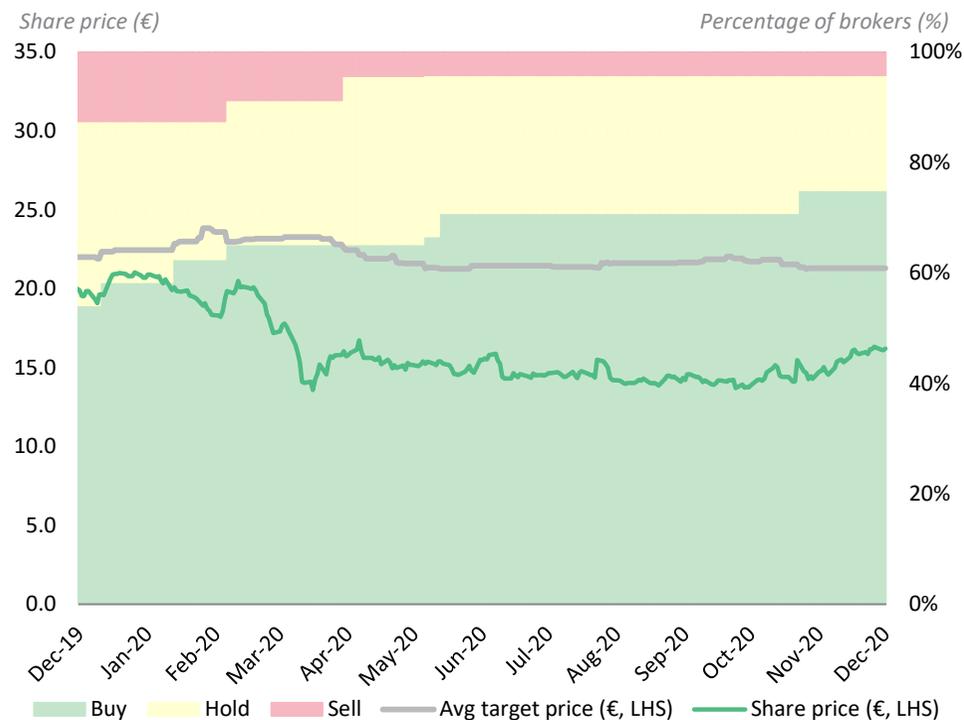
5. Other valuation references

5.1	Share Price Performance (SPP)	44
5.2	Brokers' target prices (TP)	48
5.3	Bid Premium Analysis	50



Brokers' target prices analysis

Historical evolution of broker outlook



- Only brokers who have issued a target price in the last 6 months have been taken into consideration
- 17 target prices have been retained as the €29.0 target price issued by ING and the €15.0 target price by Citi are treated as outliers and are therefore excluded
- **Median of the retained brokers' target prices is €22.0**

(1) For the last 6 months
Source: Bloomberg as of 2-Dec-20

Current broker outlook⁽¹⁾

Broker	Analyst	Target Price (€)	Recommendation	Date
EXANE BNP PARIBAS	Alexandre Roncier	19.5	Outperform	02-Dec-20
ING	David Vagman	29.0	Buy	27-Nov-20
BAADER	Jean-Michel Salvador	21.9	Buy	19-Nov-20
Kempen	Emmanuel Carlier	23.0	Buy	16-Nov-20
HSBC	Nicolas Cote-Colisson	22.0	Buy	09-Nov-20
KBC Securities	Ruben Devos	23.0	Buy	05-Nov-20
citi	Nayab Amjad	15.0	Neutral	05-Nov-20
BARCLAYS	Simon Coles	23.0	Overweight	02-Nov-20
CREDIT SUISSE	Paul Sidney	23.0	Outperform	27-Oct-20
Deutsche Bank	Roshan Ranjit	21.5	Hold	26-Oct-20
newstreet RESEARCH	Russell Waller	20.0	Neutral	23-Oct-20
ODDO BHF	Alexandre Iatrides	20.0	Buy	23-Oct-20
SOCIETE GENERALE	Stephane Schlatter	22.0	Buy	23-Oct-20
Jefferies	Ulrich Rathe	20.5	Buy	23-Oct-20
ABN-AMRO	Konrad Zomer	22.0	Buy	23-Oct-20
Morgan Stanley	Nawar Cristini	19.2	Equal weight	23-Oct-20
Degroof Petercam	Vivien Maquet	19.0	Buy	23-Oct-20
J.P.Morgan	Akhil Dattani	22.5	Overweight	23-Oct-20
UBS	Polo Tang	22.0	Buy	23-Oct-20
P25		19.9		
Median		22.0		
P75		22.6		



5. Other valuation references

5.1	Share Price Performance (SPP)	44
5.2	Brokers' target prices (TP)	48
5.3	Bid Premium Analysis	50



Belgian public bid premium analysis

Selection of Belgian public bid premiums					
Announcement Date	Target	Bidder	Premium (in %)		
			Last closing pre-announcement	1 month average	3 months average
16-Nov-20	Zenitel ⁽¹⁾	3D Investors	38.0%	41.0%	39.0%
29-Oct-20	Sioen ⁽¹⁾	Sihold	26.0%	24.0%	25.0%
03-Oct-18	Connect Group	IPTE Factory Automation	40.4%	36.0%	43.4%
19-Jun-17	Saptec	Soclinpar	83.9%	81.3%	67.4%
04-Sep-15	CMB	Saverco	20.5%	15.2%	19.4%
21-Oct-13	Henex	UFB	26.5%	25.6%	26.4%
12-Oct-12	Duvel Moortgat	Fibemi	8.9%	12.3%	18.6%
30-Aug-12	VPK Packaging	Auriga Finance	17.0%	18.0%	16.9%
27-May-11	Omega Pharma	Couckinvest	12.6%	9.7%	7.2%
03-Mar-11	CNP	Fingen	22.0%	18.9%	24.5%
		<i>1st quartile</i>	<i>15.9%</i>	<i>14.5%</i>	<i>18.2%</i>
		Median	21.2%	18.4%	21.9%
		Average	29.0%	27.1%	28.0%
		<i>3rd quartile</i>	<i>30.0%</i>	<i>28.2%</i>	<i>30.7%</i>
Share price Orange Belgium			16.2	15.7	14.8
		<i>1st quartile</i>	<i>18.8</i>	<i>17.9</i>	<i>17.5</i>
		Median	19.7	18.5	18.0
		<i>3rd quartile</i>	<i>21.1</i>	<i>20.1</i>	<i>19.3</i>

- The table aside shows voluntary public takeover bids from controlling shareholders for companies listed on the main market of Euronext Brussels since 2011
- Only successful takeover bids were considered for the calculation of the implied share price of Orange Belgium. Ongoing takeover bids on Zenitel and Sioen are mentioned for reference purposes only
- The historical average and median premium paid by controlling shareholders over the last 10 years in Belgium compared to the pre-announcement share price amounts to 29.0% and 21.2% respectively
- Based on the 1th and 3rd percentile of premiums (compared to latest share price prior to announcement) on public bids from controlling shareholders, an implied share price range of €18.8 – €21.1 is obtained
- Due to the limited comparability between transactions, this valuation consideration serves merely as a reference point
- Appendix F shows the European Telecom public bid premium analysis. This valuation consideration was not retained as a reference point due to the very limited number of relevant transactions in our sample

(1) Pending and not taken into account to calculate premiums
 Note: Premiums are computed on the last closing price preceding the announcement
 Sources: Capital IQ, Company info





6. Conclusion



Valuation overview

	Methodology	Equity Value per Share (€)		EV/'21E Adj. EBITDA		EV (€m)	
				Min	Max	Min	Max
DCF	PGR: (0.3%) - 0.8%	16.6	20.8	4.7x	5.4x	1,795	2,045
	WACC: 4.9% - 5.9%	16.0	21.5	4.6x	5.5x	1,758	2,089
	Δ EBITDA margin: (0.5%) - 0.5%	16.5	20.5	4.7x	5.3x	1,788	2,027
	Δ revenue growth: (0.5%) - 0.5%	16.8	20.2	4.7x	5.3x	1,807	2,013
	Estimated total auction cost ⁽¹⁾ +/- €100m	15.6	21.3	4.6x	5.5x	1,736	2,079
	Time period per auction (yrs) ⁽¹⁾ - 2 years / +7 years	15.7	22.3	4.6x	5.6x	1,743	2,139
CCA ⁽²⁾	EV/Adj. EBITDA 2021E-2022E: 4.9 - 5.6x	19.1	22.9	5.1x	5.7x	1,944	2,172
	EV/Adj. EBITDA-Capex 2021E-2022E: 14.0 - 15.3x	15.6	18.8	4.6x	5.1x	1,735	1,927
SPP analysis	Spot 2-Dec-20	16.2		4.7x		1,772	
	1-month VWAP	15.6		4.6x		1,734	
	3-month VWAP	14.8		4.4x		1,689	
	3-month VWAP (pre-COVID)	19.7		5.2x		1,978	
Brokers' target prices	17 brokers (low-high)	19.0	23.0	5.1x	5.7x	1,939	2,179
Belgium bid premium	Belgian transactions: last closing price with median 21.2% premium	19.7		5.2x		1,979	
Telecom bid premium ⁽³⁾	Telecom transactions: last closing price with median 25.0% premium	20.3		5.3x		2,015	
CTA ⁽³⁾	EV/EBITDAaL 2020A	25.5	29.1	6.1x	6.7x		
	EV/EBITDAaL-Capex 2020A	24.9	28.4	6.0x	6.6x		

Bid price: €22.0

Note: all EBITDA(aL) metrics take into account the estimated run-rate loss of €18.9m related to the Mobile Vikings partnership

(1) In terminal value only; (2) Ranges calculated as the minimum and maximum of the lower and upper limits of the 2021E and 2022E CCA valuation ranges; (3) Not retained; Valuation shown in appendix



Conclusion regarding the share price valuation of the target

- DPCF has retained the Discounted Free Cash Flow analysis as primary valuation method as it reflects the intrinsic value of Orange Belgium. The CCA was retained as a secondary valuation method and provides a market-based value. The share price performance analysis, brokers' target prices and the public bid premium analysis based on Belgian takeover bids past were not retained, but rather serve as additional benchmarks. The CTA and the public bid premium analysis based on European telecom takeover bids were not retained as valuation methods, nor as additional benchmarks considering the limited number of transactions in our sample and the limited comparability of these transactions with OBEL
- We refer to our introductory remark on page 18 regarding the potential impact of the COVID crisis
- We estimate the Equity Value per share of Orange Belgium Share based on the DCF valuation method within the range of €15.6 to €22.3⁽¹⁾ with a midpoint of €18.5. Our secondary method, the CCA, yields a valuation range of €15.6 to €22.9⁽²⁾ with a midpoint of €19.2
- Based on the aforementioned valuation ranges, we can conclude that the Offer Price is within our valuation range and above the midpoint of our primary valuation method (DCF) and above the midpoint of the secondary valuation method (CCA)⁽³⁾
- Our other valuation references yield valuation points below the Offer Price (Share price performance and Public bid premium analysis) or valuation range which include the Offer Price (Broker target prices) and therefore support our conclusion
- Although we did not retain the CTA and the public bid premium analysis based on European telecom takeover bids as valuation methods or benchmarks, we note the following:
 - the CTA results in a range of €24.9 to €29.1⁽⁴⁾ with a midpoint of €27.0 which is above the Offer Price; and
 - the public bid premium analysis for selected European telecom takeovers yields an Implied Equity Value per share of €20.3 which is below the Offer Price
- Hence, in the context of the intended conditional voluntary public takeover bid announced by Orange Group on all the shares of Orange Belgium that it does not yet own, we believe that the Offer Price does not disregard the interests of the minority shareholders

(1) Based on the maximum and minimum of the upper and lower limits of each sensitivity (ranges based on sensitivity analyses presented on page 35)

(2) Based on the maximum and minimum of the upper and lower limits of the 4 CCA valuation ranges depicted on page 53 (ranges based on a +/-5% range of the retained EV/EBITDA and EV/(EBITDA-Capex) multiples)

(3) Note that the upper range limits of the EV/EBITDA and EV/(EBITDA-Capex) methods are respectively above and below the Offer Price

(4) Based on the maximum and minimum of the upper and lower limits of the 2 CTA valuation ranges depicted on page 77 (ranges based on a +/-5% range of the retained EV/EBITDA and EV/(EBITDA-Capex) multiples)



Appendices

a	Appendix A: List of information received	56
b	Appendix B: Analysis of the valuation performed by the Bidder	58
c	Appendix C: Analysis of the valuation performed by Polygon	65
d	Appendix D: DP's experience in fairness opinion assignments	74
e	Appendix E: Detailed overview of listed peers	77
f	Appendix F: Analyses not retained as valuation methods or benchmarks	84
g	Appendix G: Size premium	88



Appendices

a	Appendix A: List of information received	56
b	Appendix B: Analysis of the valuation performed by the Bidder	58
c	Appendix C: Analysis of the valuation performed by Polygon	65
d	Appendix D: DP's experience in fairness opinion assignments	74
e	Appendix E: Detailed overview of listed peers	77
f	Appendix F: Analyses not retained as valuation methods or benchmarks	84
g	Appendix G: Size premium	88



List of information received

- In the context of our assignment, we received the following information from the Company:
 - Overview of the shareholding as of December 2, 2020, including the latest treasury shares position;
 - Management accounts over the last 3 years (FY18-FY19-FY20) including revenue stream and entity splits;
 - Monthly working capital evolution over the last 3 years (FY18-FY19-Q3 20);
 - Details of material non-recurring items impacting the financial statements;
 - Details of any intragroup revenues and costs with Orange Group (the Bidder);
 - Historical breakdown of capital expenditures (FY19-FY20);
 - Historical depreciation and amortization table (FY19-FY20);
 - Business plan for the period 2020A-2024E including the main assumptions and drivers per revenue stream and entity, KPIs like ARPO and subscribers, supporting our revenue forecasts, forecasts of all cash flow items, items impacted by IFRS 16 and the latest 2020A forecast and 2021E budget;
 - Board presentations providing qualitative underpinning of Business Plan drivers and Orange Belgium’s strategy
 - Detailed consolidated balance sheet as of September 30, 2020;
 - Management analysis on the timing and expected pricing for next spectrum auction;
 - Management analysis on the expected evolution of wholesale prices on the Belgian Telecom market;
 - Details on the impact of the acquisition of Mobile Vikings by Proximus SA; and
 - Details on ongoing litigations
- DPCF has also analysed the following publicly available documents:
 - Annual reports of 2018 and 2019;
 - 2020A results presentation;
 - Quarterly reports of 2020 (Q1, Q2, Q3);
 - Investor presentations regarding the activities and results of the Company;
 - Reports of equity research analysts;
 - Annual reports of 2019 of publicly listed comparable companies; and
 - Quarterly reports of 2020 (Q1, Q2, Q3) of publicly listed comparable companies, if available



Appendices

a	Appendix A: List of information received	56
b	Appendix B: Analysis of the valuation performed by the Bidder	58
c	Appendix C: Analysis of the valuation performed by Polygon	65
d	Appendix D: DP's experience in fairness opinion assignments	74
e	Appendix E: Detailed overview of listed peers	77
f	Appendix F: Analyses not retained as valuation methods or benchmarks	84
g	Appendix G: Size premium	88



Analysis of the valuation performed by the Bidder ^(1/6)

Side-by-side comparison of valuation methodologies used			
DPCF applied significance of methods			BNPP significance
Primary valuation method	Discounted Cash Flow Analysis		Main valuation method
Secondary valuation method	Comparable Company Analysis		Indicative valuation method
Other valuation references	Share Price Performance		Valuation reference
	Brokers' Target Prices		
	Bid Premium Analysis		
Excluded valuation methods	Comparable Transactions Analysis		Excluded
	Net Asset Value Method		
	Dividend Discount Model		
	Leveraged Buyout		

- This section includes DPCF's view on the valuation performed by the Bidder together with its adviser, BNP Paribas ("BNPP"), in support of the Offer Price
- We received the valuation from BNPP on December 14, 2020, as well as an addendum addressing the sale of Mobile Vikings to Proximus on December 22, 2020. Furthermore, DPCF had several conference calls (on December 11, 2020, January 13 & 15, February 8, 2021 and March 2, 5 & 22, 2021) with BNPP or the Bidder to discuss their approach, the underlying assumptions and the methods they retained to support the Offer Price
- The valuation methods used by DPCF and BNPP are broadly the same. However, DPCF considers the Bid premium analysis as a reference while BNPP excludes it
- As an introductory note, we want to point out that the Bidder has relied upon a pre-IFRS 16 valuation using metrics such as EBITDA after leases expenses (EBITDAal) and economic Capex (eCapex)⁽¹⁾, whereas DPCF has performed a valuation based on post-IFRS 16 metrics as highlighted throughout the report. Both approaches are acceptable and comparable if applied in a consistent way

(1) Capex that excludes investments in financial leases



Analysis of the valuation performed by the Bidder (2/6)

Adjusted Net Financial Debt and NOSH

- Apart from the different treatment of lease liabilities (included by DPCF, but excluded by BNPP to be consistent with the respective post-IFRS 16 vs. pre-IFRS 16 approach), the material differences vs. BNPP's Adjusted NFD calculation stem from the following items:
 - BNPP takes into account non-operating provisions on a post-tax basis (DPCF uses a pre-tax approach given that there is a limited visibility when the provision will be used and if all these provisions are indeed tax deductible)
 - BNPP includes €25m of pensions and other employment benefits (not included by DPCF as we understand from discussions with management that these obligations towards employees are not unfunded)
 - The NPV for the spectrum & license payments is different due to the WACC assumption (see slide 31)
 - BNPP does not take into account smaller cash- and debt-like adjustments such net deferred taxes related to tax losses carried forward, dividends to be paid, payments related to other securities and IRS derivatives
- DPCF and BNPP use a similar approach to determine the NOSH taking into account an adjustment for treasury shares

Business Plan

- The Bidder uses financial forecasts based on a selected broker consensus as provided by the management of Orange Belgium. In this consensus the EBITDAal and eCapex (pre-IFRS 16 metrics) forecasts over the 2021E-2023E period have been adjusted and extrapolated to reflect the expected 2021E performance by the management. Additionally, the management has provided some specific items such as the change in working capital in 2021E, restructuring costs and the expected cost of 5G spectrum
- DPCF has constructed the Business Plan based on the budget (2021E) and Trajectories Update (2022E-2024E) from the management (as presented to the Board of Directors on November 26, 2020 and December 15, 2020 respectively), as well as several interactions and Q&A sessions with the management to challenge and understand the underlying assumptions. Financial input received included: revenue, direct and indirect costs, depreciation and amortization, other cash items and adjustments, taxes, NWC, Capex (including spectrum payments) etc. DPCF has consistently restated the relevant financials to reflect the implementation of IFRS 16
- Both BNPP and DPCF have included the loss of the Mobile Vikings partnership in 2022E onwards and assume a 100% margin on these revenues (i.e. no associated costs to this partnership) based on management guidance. DPCF has taken a Mobile Vikings revenue of €18.9m (the amount included in the 2021E budget) vs. BNPP which assumes a €20.0m impact per year (based on management guidance)



Analysis of the valuation performed by the Bidder (3/6)

Business Plan (cont'd)

- Both BNPP and DPCF have included a three year extrapolation period for 2025E-2027E. Differences throughout the extrapolation period and the subsequent terminal value period include:
 - Perpetual Growth Rate (PGR): BNPP uses a 0.5% growth rate vs. 0.25% as per DPCF. Both estimates are based upon the median of benchmarked PGRs retained by equity analysts for OBEL. The difference stems from the time horizon selection criteria of the reports (DPCF cut-off of 12 months before the Announcement vs. BNPP's 3 months cut-off) and the availability of certain research reports on the financial databases used. Apart from the terminal value, the PGR is used by both DPCF and the Bidder to project the revenue growth in the extrapolation period
 - Effective tax rate: DPCF relies on the effective tax rate as per management guidance vs. the 25% corporate tax rate in Belgium/Luxembourg assumed by BNPP in the extrapolation period. This 25% tax rate is only used by DPCF in the terminal value
 - Relative capex levels: DPCF assumes an uplift in relative capex levels (as % of revenue) after the 2024E period to reflect the planned long term spending on proprietary fibre infrastructure (based on management projections) whereas BNPP uses more stable projections when looking at the capex as a % of revenue
 - NWC: DPCF has used management estimates for the 2021E-2024E period and held the underlying KPIs such as DSO/DIO/DPO constant, similar to BNPP, but starting off from a different 2024E base
 - Annualized average spectrum auction cost: average expected spectrum payments included in the terminal value by both DPCF and BNPP. To calculate the yearly average both parties use the same total cost. However, DPCF assumes a payment every 8 years (as per management's expectations) vs. 15 years applied by BNPP
 - (Non-)cash items (not) incl. in EBITDA: a recurring delta between operating tax expensed and operating actually tax paid (causing a higher cash outflow) and non-cash restructuring costs have been taken into account by DPCF
- Overall, the previously described assumptions result in different forecasted FCFs. Although the higher PGR and lower capex as % of revenue (for some years) retained by BNPP have a positive impact of FCFs, this is offset by a higher revenue growth and EBITDAal margin uplift as well as lower corporate tax rates used by DPCF. As a result, BNPP' business plan retains FCFs that are more conservative in the 2021E-2024 period and in the 2025E-2027E extrapolation period vs. DPCF. However, the Bidder has a higher FCF in the terminal value, which can be explained by a lower average yearly license renewal cost (assumed to be spread out of 15 years by BNPP vs. 8 years by DPCF) and lower relative capex levels (as % of revenue) as explained above

Discounted Cash Flow analysis

- The calculation determining the terminal value is the same between DPCF and the Bidder, as both parties apply the Gordon-Shapiro method. The retained PGR figure does differ, as highlighted on the previous page
- The free cash flows to the firm have been computed in a similar fashion when comparing DPCF and BNPP, albeit that the retained figures used in the calculation differ



Analysis of the valuation performed by the Bidder (4/6)

Discounted Cash Flow analysis (cont'd)

- With regards to the WACC, a diverging methodology is observed. Both the Bidder and DPCF use the Capital Asset Pricing Model (CAPM). However, BNPP also takes into account the WACC retained by equity research analysts of OBEL by taking the average between the CAPM WACC and the median of the equity research analysts' WACC. DPCF has not relied on equity research analysts as there is limited transparency on the exact inputs used by analysts and only applying the CAPM ensures that the retained capital structure is consistent with the application of IFRS 16. When looking at components used in the CAPM calculations the following differences can be observed:
 - The Bidder uses a lower risk free rate of -0.6% (-0.2% for DPCF). Additionally, the Bidder applies an equity risk premium of 8.2% (vs. 6.8% for DPCF), meaning that the market risk premium (i.e. the sum of the risk free rate and the equity risk premium) of 7.6% of the Bidder is higher vs. the 6.4% retained by DPCF. The difference are caused by the different sources used (German 10-year government bond and the Euro Stoxx respectively by BNPP and the French 10-year government bond & internal estimates based on the Euro Stoxx 600 for the equity risk premium by DPCF) and the time period (3-month average applied by the Bidder vs. a 12-month average used by DPCF)⁽¹⁾
 - In terms of unleveraged beta's BNPP has retained 0.65, which is the average asset beta of three selected mobile-oriented peers (Telefonica Deutschland, Vodafone Group and Tele2 (as per MSCI Barra Global Betas). DPCF on the other has used the latest Damodaran research for the telecom services sector resulting in an unleveraged beta of 0.67. Despite quasi similar unleveraged beta's the levered beta's do show a difference (0.72 as per BNPP and 1.03 as per DPCF)
 - The Bidder has applied a country risk premium based on a multi-factorial methodology (not the case for DPCF)
 - DPCF includes a size discount of 1.9% based on research by Duff & Phelps (based on the post-announcement market capitalisation of Orange Belgium), which is also the case for BNPP
 - DPCF estimates the cost of debt (1.1% on a pre-tax basis) based on Orange Belgium's current financial cost structure related to its outstanding financial liabilities (incl. IFRS 16 leases) whereas BNPP retains a 1.7% pre-tax cost of debt based on the interest paid in 2019/2018 as % of the average gross debt of OBEL
 - In terms of target gearing, the Bidder assumes the current capital structure of Orange Belgium on a pre-IFRS 16 basis. On the other hand, DPCF has used a target capital structure of 41.5%, calculated based on the target gearing of mobile-focused peers (less asset-heavy vs. players who own a cable network). This capital structure consistently includes the impact of IFRS 16
- BNPP retains a WACC of 7.1% (vs. 5.4% for DPCF). DPCF believes that the difference is mainly driven by the pre-IFRS 16 approach of the Bidder on the CAPM WACC (vs. post-IFRS 16 for DPCF), as well as the usage of the WACC retained by equity research analysts of OBEL. We believe the latter has its limitations as there is limited transparency on the exact inputs and IFRS 16 approach used by analysts

(1) It has to be noted that the risk free rate is closely connected with the calculated equity risk premium and therefore both components need to be analysed together



Analysis of the valuation performed by the Bidder (5/6)

Comparable Company Analysis

- The approach for the CCA is similar for BNPP and DPCF, as EV/EBITDA and EV/(EBITDA-Capex) are used as reference multiples
- DPCF also opted to show a dividend yield for illustrative purposes
- In terms of peer group selection, BNPP retains two mobile-oriented peers (Telefonica Deutschland and Vodafone) while DPCF relies on 15 listed European telecom peers (including Telefonica Deutschland and Vodafone):
 - In terms of business profile, DPCF agrees there is a merit in looking at mobile-focused peers. However, it is also observed that the regulatory and competitive environment is different on a country-by-country basis. Therefore, Proximus and Telenet are included as well
 - Additionally, given that Orange Belgium has access to the cable network of its competitors via the wholesale regulation, it also offers cable/converged services. As a consequence we believe retaining a wider benchmark of European⁽¹⁾ telecom players is desirable
- Computational variations might occur as DPCF includes all IFRS 16-related leases in the Adjusted Net Financial Debt calculation of the peers, while also using IFRS 16 EBITDA and Capex figures for each peer. Secondly, DPCF relies on the equity research consensus of Bloomberg for financial forecasts. Both the IFRS 16 methodology and the used data source are different vs. BNPP (using a FactSet consensus). Lastly, it should be noted that the reporting of the comparable companies often includes insufficient detail in order to make an educated judgement with regards to certain exceptional non-operational assets and liabilities. As such, a level of interpretation and/or subjectivity might cause a small difference in the calculated Adjusted Net Financial Debt
- In order to reflect the loss of the Mobile Vikings EBITDA in 2022E DPCF has applied the run-rate negative impact of €18.9m on the Orange Belgium financials. BNPP on the other hand has opted to only look at the 2022E multiples to illustrate this impact

Share Price Performance

- DPCF has analysed the evolution of the historical share price and the traded volumes of Orange Belgium over different time periods in a similar fashion to the Bidder
- A small difference regarding the benchmark indices can be observed: BNPP compares the SPP of OBEL with the same indices as DPCF, but DPCF also shows the Bel-Mid index (in which the OBEL stock is included)
- DPCF and BNPP opt to only use this data as a benchmark

(1) Eastern European peers are not retained due to different market dynamics



Analysis of the valuation performed by the Bidder (6/6)

Brokers' Target Prices

- BNPP uses two extra target prices: Kepler Cheuvreux (€18.5) and Bank of America (€23.5). DPCF has no access to recent reports of these equity research analysts via its data bases, so has not included the corresponding target prices. Alternatively, DPCF shows (for illustrative purposes) the target price of Citi (€15.0), which is not the case for BNPP. As a result the range of BNPP is slightly different (€18.5 to €23.5) vs. DPCF (€19.0-23.0)
- Both parties exclude the €29.0 target price of ING, which is a clear outlier vs. the other target prices. DPCF also excludes the €15.0 target price of Citi for the same reason
- As highlighted previously, the Bidder has retained the Brokers' Target Prices as a valuation reference. DPCF also opts to use this data as a benchmark for valuation methodologies

Bid Premium Analysis

- DPCF only uses this method as a benchmark reference (Belgian takeover bids selection only) as these type of analyses are usually applied as a benchmark for other retained methodologies rather than a standalone valuation method. The Bidder does not retain this analysis as reference point

Comparable Transactions Analysis

- DPCF and the Bidder exclude this method as they are of the opinion that the CTA relevance is very limited given that:
 - No narrow comparability of the acquired targets in terms of the business profile vs. Orange Belgium exists
 - There is only a small sample size of transactions whereby a ≤50% stake is acquired by a bidder that is already the controlling shareholder of the target (as is the case for Orange Group and Orange Belgium)
 - The impact of IFRS 16 on transactions occurring before 2019 is very complex to quantify



Appendices

a	Appendix A: List of information received	56
b	Appendix B: Analysis of the valuation performed by the Bidder	58
c	Appendix C: Analysis of the valuation performed by Polygon	65
d	Appendix D: DP's experience in fairness opinion assignments	74
e	Appendix E: Detailed overview of listed peers	77
f	Appendix F: Analyses not retained as valuation methods or benchmarks	84
g	Appendix G: Size premium	88



Appendix C – Context

- Polygon Global Partners LLP, a limited liability partnership incorporated under the laws of the United Kingdom with its registered office at 4 Sloane Terrace, London SW1X 9DQ, United Kingdom, and registered at the *Companies House* under the number OC343805, (“Polygon”), collectively holds 5.29% of Orange Belgium’s total share capital via its Polygon European Equity Opportunity Master Fund and certain client accounts. On December 7, 2020 and February 17, 2021 Polygon sent two letters to the members of the Board of Directors of Orange Belgium to address its concerns regarding the Bidder’s offer price of € 22.00 per share (the “Offer Price”). In this context Polygon hired a financial adviser, Ondra, which drafted a valuation report of Orange Belgium. The report from Ondra was attached to the letter of February 17, 2021, but has not been made public. Ondra has valued Orange Belgium's shares, on a standalone basis, in a range between € 34 and € 35 per share⁽¹⁾, with the possibility of a value of up to € 45 per share⁽¹⁾ in the case of a partial or total monetisation of its telecom towers
- DPCF received the Polygon valuation on February 17, 2021 via the Board of Directors of Orange Belgium. DPCF did not have any discussions with Polygon nor its adviser
- The purpose of this appendix is to comment on the report of Polygon’s financial adviser and the implied valuation range mentioned in this report. Two types of valuations are considered by Polygon and analysed by DPCF:
 - The “as-is” valuation whereby Orange Belgium is valued as a going concern using a multi-criteria approach (addressed in the *Analysis of the “as-is” valuation performed by Polygon* section)
 - A so called “OpCo + TowerCo” sum-of-the-parts valuation whereby the mobile infrastructure of Orange Belgium is valued separately from the rest of the business (addressed in the *Analysis of the “OpCo + TowerCo” valuation performed by Polygon* section)
- It should be noted that the valuation of Polygon is based on public information only
- All disclaimers and statements regarding independence of DCPF mentioned in the Report apply

(1) To be reduced by € 2.0 - € 2.5 when taking into account the impact of the upcoming 5G auction (as indicated in the Ondra addendum)



Summary overview of the key differences between DPCF's and Polygon's "as-is" valuation approach

	Valuation component	DPCF	Polygon	
Methodology	1 Valuation Methodology	Comparable transaction method (CTA)	X	
	2 Business plan data	Management business plan as presented to the BoD	Based on equity research analysts	
Valuation inputs	3 Adjusted Net Financial Debt	Post-IFRS 16 & including upcoming spectrum auction	Pre-IFRS 16 & excluding upcoming spectrum auction	
	4 Business plan & NFD	Inclusion of Orange brand fees	X	
	5 Inclusion of Mobile Vikings loss	X	X	
	6 Inclusion of spectrum auction payments (in the TV)	X	X	
	7 DCF	PGR	0.25%	1.25%
	8 WACC	5.40%	7.00%	
9 Trading multiples (CCA)	Selected peers	15 (Mobile + Belgian + European incumbents)	9 (Belgian + Others)	

The table above summarizes the key differences between DPCF's and Polygon's valuation approach which are explained in further detail on the following pages



Analysis of the valuation performed by Polygon (1/3)

Material differences

1

Comparable transaction method (CTA)

- DPCF excludes this method as it believes the CTA relevance is very limited given that:
 - No narrow comparability of the acquired targets in terms of business profile vs. Orange Belgium exists (mobile player with convergence strategy)
 - There is only a very small sample size of transactions whereby a $\leq 50\%$ stake is acquired by a bidder that is already the controlling shareholder of the target (as is the case for Orange Group and Orange Belgium)
 - The impact of IFRS 16 on transactions occurring before 2019, which should be taken into account to be coherent, cannot be quantified based on the available information
- Polygon includes the CTA method as a secondary valuation methodology. Furthermore, Polygon deems majority deals as relevant as they believe a control premium should be paid to acquire the remaining stake in the company, which leads to a large sample of transactions
- Regarding Polygon's approach DPCF notes that:
 - Given that Orange Group is already a majority owner of Orange, it argues that only minority transactions should be considered and not majority transactions
 - Some of the transactions retained by Ondra have limited comparability as they include convergence synergies (combining mobile and cable operations) e.g.: T-Mobile Austria / UPC Austria, Telenet / BASE, etc.
 - Some of the transactions retained by Ondra were cancelled and never materialised e.g.: Sunrise Communications / UPC Switzerland

2

Business plan data

- Polygon uses financial forecasts based on a selection of 12 equity research analysts for the 2021E-2025E period
- DPCF has constructed the Business Plan based on the budget (2021E) and Trajectories Update (2022E-2024E) from the management, as well as several interactions and Q&A sessions with the management to challenge and understand the underlying assumptions. DPCF believes its approach is more granular vs. a broker consensus as some forecasts of particular items such as other cash items and adjustments, taxes, NWC, etc. are not always disclosed in detail by equity research analysts. More details on the specific BP differences are provided on the following pages. Overall, Ondra's business plan retains FCFs that are higher in the 2021E-2027E period and in the terminal value vs. DPCF

3

Adjusted NFD

- Ondra has relied on a pre-IFRS 16 valuation⁽¹⁾ and therefore did not include the IFRS 16 related lease liabilities of €304m in the NFD. DPCF on the other hand uses a post-IFRS 16 valuation approach and includes these lease liabilities
- Ondra does not include spectrum payments in the NFD (see next page for more detail). DPCF has included spectrum auction payments with an NPV of €279m in its calculation of the NFD, which is a market standard and applied by most equity research analysts covering EU telecom stocks

(1) Polygon has relied upon a pre-IFRS 16 valuation using metrics such as EBITDA after leases expenses (EBITDAal) and economic Capex (eCapex), whereas DPCF has performed a valuation based on post-IFRS 16 metrics. Both approaches are acceptable and comparable if applied in a consistent way



Analysis of the valuation performed by Polygon (2/3)

Material differences

4
Brand fees

- Ondra excludes the €15-20m yearly brand fee cost paid by Orange Belgium, arguing this fee is no longer applicable after a full acquisition by Orange Belgium by Orange Group. DPCF was told by Orange Belgium that this is not the case, as the brand free would still need to be paid in this scenario (as this is the case for other subsidiaries within the Orange Group), therefore it has not excluded these costs

5
Mobile Vikings

- DPCF has included the loss of the Mobile Vikings partnership in 2022E onwards and assumes a 100% margin on these revenues (i.e. no associated costs to this partnership) based on management guidance. DPCF has taken a Mobile Vikings revenue of €18.9m (the amount included in the 2021E budget). Ondra does not include any impact of the pending sale of Mobile Vikings to Proximus. It is unclear if Polygon's adviser has taken note of this sale, as it does not provide any argumentation why the impact is not reflected

6
Spectrum auction payments

- In an addendum to its valuation report Ondra takes into account an estimated spectrum cost range of €200-300m and has spread out the payments over 5 to 20 years⁽¹⁾. However, based on the budget of the Orange Belgium management team this does not reflect the economic reality as it is estimated that the full payment will have to be made at the time of the auction (as reflected in DPCF's approach by including the NPV of the estimated spectrum costs in the NFD)
- Ondra only assumes a one-off 5G spectrum auction payment in the near future. However, new technologies will give rise to new spectrum auctions in the future. Hence, DPCF has included payments in the terminal value of its DCF valuation to account for a spectrum auction every 8 years, in line with Orange Belgium's management estimates (see page 30 for more detail)
- The impact on DPCF's valuation of alternative assumptions regarding the recurrence and the amount of spectrum payments can be found on page 35

7
PGR

- Perpetual Growth Rate (PGR): Ondra uses a 1.25% growth rate vs. 0.25% as per DPCF. DPCF's rate is based on the median of benchmarked PGRs retained by equity analysts for OBEL. Ondra's report does not mention which method is used to calculate the 1.25% PGR. The 1.25% used by Ondra is above the upper range of the benchmarking PGR performed by DPCF (see report page 33)

(1) In an addendum Ondra has estimated that the share price has to be reduced by € 2.0 - € 2.5 when taking into account the spectrum cost impact



Analysis of the valuation performed by Polygon (3/3)

Material differences

8 WACC

- Ondra retains a WACC of 7.0% (vs. 5.4% for DPCF). DPCF believes that the difference is mainly driven by a different peers set (affecting the beta and the target gearing) and the pre-IFRS 16 approach of Polygon on the CAPM WACC (vs. post-IFRS 16 for DPCF). However, it should be noted that Ondra's higher WACC has a negative impact on the valuation, as opposed to the other key differences mentioned in this section. The effect of the WACC on DPCF's valuation is shown on page 35 above

9 CCA selected peers

- In terms of peer group selection, Ondra retains nine telecom peers while DPCF relies on 15 listed European telecom peers. The five peers the parties have both retained include Iliad, Tele2, Telenet, KPN and Proximus. The peers retained by Ondra, but not by DPCF include:
 - Sunrise: Liberty Global is acquiring Sunrise (offer price reflected in the share price), so DPCF believes this peer is no longer relevant
 - Telekom Austria: more than 40% of Telekom Austria's revenues are generated in Eastern Europe. DPCF does not include Eastern European peers in its CCA selection due to the different market conditions in this region
 - Euskaltel: a cable-focused operator (c. 50% EBITDA margin) with high growth expectations due to a planned network roll-out in new regions in Spain. This peer is not included by DPCF due to the difference in business and growth profile vs. Orange Belgium
 - NOS: a cable-focused operator and therefore not retained by DPCF
- Peers retained by DPCF but not by Ondra include Telefonica Deutschland, Vodafone, BT, Telecom Italia, Elisa, Telefonica, Orange Group, Telenor, Telia and Deutsche Telekom. DPCF believes all of these peers are relevant based on its selection criteria outlined on page 37, which is also supported by a benchmarking of equity research analysts (see page 38)
- These differences in terms of selection of peers affect the retained multiples (albeit on an IFRS 16 basis) and the resulting valuation ranges of Ondra which are higher than those of DPCF. Other reasons include:
 - In order to reflect the loss of the Mobile Vikings EBITDA in 2022E DPCF has applied the run-rate negative impact of €18.9m on the Orange Belgium financials, while Ondra has included a run-rate positive impact of the assumed Orange brand fee (having a positive impact on the EBITDA(al) that Ondra uses as basis for its CCA valuation, therefore positively affecting the estimated Orange Belgium share value)
 - DPCF uses the median value of the multiples (as the average is more sensitive to outlier values), while Ondra uses the average (leading to higher values than the median shown)

Conclusion

- DPCF has analyzed the differences between its valuation exercise and that of the adviser of Polygon. On the basis of this analysis DPCF concludes that it should not modify the conclusions of its Report



Orange Belgium TowerCo considerations (1/2)

Context

- DPCF had several discussions with the management of Orange Group and Orange Belgium to discuss their views on their respective mobile towers strategy
- The topics discussed are summarized below and on the next page

TOTEM

- The mobile telecom towers are of strategic importance to Orange Group and will not be sold to third parties
- On February 18, 2021, Orange Group announced the creation of a European TowerCo named TOTEM, which will initially operate its own portfolio of towers in France and Spain, in order to optimise operational efficiencies and promote both organic and inorganic growth
- Later on, Orange Group will explore the possibility of integrating other European mobile telecom towers of Orange Group to the extent that such assets are likely to create value for TOTEM
- Orange Group and Orange Belgium do not envisage the integration of Orange Belgium's mobile telecom towers into TOTEM for reasons specific to the Belgian regulatory environment and the management of its tower portfolio in Belgium:
 - In Belgium, operators benefit from the regulations applicable to mobile telecom towers, which includes an obligation to share these towers at a regulated rate according to the law of June 2005. As a consequence, towers are already shared to a larger extent in comparison with other European countries, meaning there is less upside for colocation of antennas on these towers and margin improvements
 - Orange Belgium's priority remains optimising the management of its mobile telecom towers through the implementation of the RAN sharing agreement signed in 2019 with Proximus



Orange Belgium TowerCo considerations (2/2)

Potential monetization intentions of mobile towers

- Orange Belgium does not intend to sell its portfolio of towers due to the following three reasons:
 - As indicated on the previous page Orange Group's strategy is opposed to the sale of its towers. Furthermore, Orange Group or Orange Belgium do not need to reduce their leverage or improve liquidity, which was the main rationale for some of the recent TowerCo spin-offs of other operators
 - The specific characteristics of the Belgian market limit the potential value creation due to:
 - As indicated on the previous page, the already maximised collocation rate per tower as a result of the regulation on passive infrastructure sharing in Belgium, which might explain why in contrast to other Western European countries there is no independent tower operators in Belgium to date
 - The weak potential growth of the Belgian tower market in comparison to other European countries, as mobile coverage is already strong and thousands of existing cell sites will be decommissioned (limiting new site constructions)
 - Orange's tower assets will be optimized by the RAN sharing agreement with Proximus

RAN sharing agreement with Proximus

- The RAN sharing agreement will result in a significant reduction in the number of Orange Belgium towers. Therefore, Orange Belgium plans to decommission part of its existing towers
- The resulting opex and capex savings related to this JV are already captured in the retained Business Plan by DPCF and are therefore reflected in the stand-alone "as-is" valuation in the Report. Additionally, these savings amounting to €300m over the next 10 years have already been communicated by Orange Belgium to the market and the equity research analyst community (see Orange Belgium's Q4 2019 Financial Results presentation)
- The JV does not entail a transfer of assets as each party remains owner of the respective towers. As such, the RAN sharing agreement does not prevent that one party could sell its towers to a third party. However, the RAN sharing agreement limits the level of service outsourcing of a potential TowerCo (e.g. the current JV entity is in charge of all the field services). A sale of towers could potentially imply a renegotiation of the RAN sharing agreement, which is in contradiction with the strategic and operational goal to run the RAN sharing agreement



DPCF's critical review of Polygon's "OpCo + TowerCo" valuation

Review of the valuation methodology used by Ondra

- DPCF did not calculate a sum-of-the-parts "OpCo + TowerCo" valuation methodology in its Report due to:
 - The reasons and intentions laid out on the previous pages
 - There is no existing TowerCo Business Plan meaning that such valuation would be highly hypothetical and conditional to various assumptions with limited to no market-based comparables
 - ? Master Service/Lease Agreement: determining, amongst others, the rental costs that an acquirer would charge Orange Belgium for using the mobile towers and the duration of the contract between Orange Belgium and an acquirer
 - ? Future commitments towards a potential acquirer to decommission existing sites or construct new sites, etc.
 - The value of optimising Orange Belgium's mobile telecom towers costs is already captured in the "as-is" valuation in our Report as the Business Plan includes the savings resulting from the RAN sharing agreement with Proximus
- Ondra mentions that the retained sample of transactions includes run-rate synergies influencing the calculated results. As no independent TowerCo exists in Belgium, it could be argued that transactions with synergies are not suitable for analysing a hypothetical Orange Belgium TowerCo transaction
- Ondra does not take into account the tenancy ratio of Orange Belgium's towers when looking at comparable transactions. Based on discussions with the management of Orange Belgium it is clear that the tenancy ratio of Orange Belgium differs significantly when comparing it to some of the transactions retained
- The RAN sharing agreement could be renegotiated in case of a sale of towers, but the calculation provided by Ondra does not take into account the potential loss of cost savings related to the RAN sharing agreement (total amount of €300m of opex and capex savings over 10 years) in case of such a potential renegotiation
- When Ondra calculates a DCF value of Orange Belgium with the deconsolidated TowerCo it only takes into account part of the financial impact (e.g. no impact on depreciation, which would be substantially impacted by a deconsolidation of the TowerCo)
- Ondra's calculations do not take into considerations any transaction costs related to such an operation

Review of assumptions retained by Ondra

- Ondra uses the assumption that 3,300 towers could be monetized. However, based on discussions with the management of Orange Belgium it is clear that the scope of such a hypothetical scenario would be significantly less
- Ondra applies a 5% yield (i.e. implying 20x EV/EBITDA) on the total value of the hypothetical TowerCo to determine the financial impact of the deconsolidation of the TowerCo. This assumption is not substantiated, as the median and average tower transaction multiples shown in the Ondra report range between 15.5-16.5x EV/EBITDA

Conclusion

- Based on the arguments presented in this appendix, DPCF concludes that there is no evidence of any value creation in case of an Orange Belgium TowerCo spin-off as assumed by Ondra



Appendices

a	Appendix A: List of information received	56
b	Appendix B: Analysis of the valuation performed by the Bidder	58
c	Appendix C: Analysis of the valuation performed by Polygon	65
d	Appendix D: DP's experience in fairness opinion assignments	74
e	Appendix E: Detailed overview of listed peers	77
f	Appendix F: Analyses not retained as valuation methods or benchmarks	84
g	Appendix G: Size premium	88



Past experience in fairness opinion assignments (1/2)

<p>Industrials %</p>  <p>Adviser to the Board regarding the intended public takeover bid</p> <p><i>Pending</i> </p>	<p>Technology %</p> <p><i>zenitel</i></p> <p>Adviser to the Board regarding the intended public takeover bid</p> <p><i>Pending</i> </p>	<p>Food & Beverage %</p> <p>bpifrance</p> <p>sold a minority stake in</p> <p>Avril Pôle végétal</p> <p>Adviser to the Board regarding the public takeover bid</p> <p><i>January 2020</i> </p>	<p>Technology %</p>  <p>acquired</p>  <p>Adviser to the Board regarding the public takeover bid</p> <p><i>June 2019</i> </p>	<p>Healthcare %</p>  <p>acquired</p>  <p>Adviser to the Board regarding the public takeover bid</p> <p><i>March 2019</i> </p>	<p>Real Estate %</p>  <p>acquired</p>  <p>Adviser to the Board regarding the public takeover bid</p> <p><i>April 2018</i> </p>
<p>Business Services %</p>  <p>Adviser to the Board on the relative treatment of Senior Noteholder and Convertible Bondholders € 2,800 million</p> <p><i>December 2017</i> </p>	<p>Energy & Utilities %</p>  <p>Adviser to the Board in the framework of Article 524 Belgian Company Code</p> <p><i>September 2017</i> </p>	<p>Food & Beverage %</p>  <p>Adviser to the Board in the framework of Article 524 Belgian Company Code</p> <p><i>March 2017</i> </p>	<p>Technology %</p> <p>bpifrance</p> <p>acquired a minority stake in</p>  <p>Adviser to the Board regarding the public takeover bid</p> <p><i>November 2016</i> </p>	<p>Materials & Chemicals %</p> <p>bpifrance</p> <p>sold a minority stake in</p>  <p>Adviser to the Board regarding the public takeover bid</p> <p><i>August 2016</i> </p>	<p>Consumer & Retail %</p> <p>Perennitas SA</p> <p>acquired</p>  <p>Adviser to the Board regarding the public takeover bid</p> <p><i>February 2016</i> </p>



Past experience in fairness opinion assignments (2/2)

<p>Materials & Chemicals %</p>  <p>Contribution agreement w/ PICANOL GROUP</p> <p>Adviser to the Board regarding the public takeover bid</p> <p>December 2015 </p>	<p>Materials & Chemicals %</p> <p>PICANOL GROUP</p> <p>Capital increase by means of rights issue by</p>  <p>Adviser to the Board regarding the public takeover bid</p> <p>September 2014 </p>	<p>Financial Services %</p> <p>Union Financière Boël acquired</p>  <p>Adviser to the Board regarding the public takeover bid</p> <p>December 2013 </p>	<p>Energy & Utilities %</p>  <p>Adviser to the Board regarding the public takeover bid</p> <p>October 2013 </p>	<p>Industrials %</p>  <p>acquired</p>  <p>Adviser to the Board regarding the public takeover bid</p> <p>August 2013 </p>	<p>Financial Services %</p>  <p>Adviser to the Board regarding the subscription by GBL to the Sagard III fund promoted by Power Corporation of Canada</p> <p>February 2013 </p>
<p>Financial Services %</p>  <p>Adviser to the Board regarding promotion and subscription of/to Alladin Credit Fund by GBL in partnership with Sagard III fund</p> <p>February 2013 </p>	<p>Technology %</p>  <p>acquired</p>  <p>Adviser to the Board regarding the public takeover bid</p> <p>September 2012 </p>	<p>Materials & Chemicals %</p> <p>Auriga Finance SA acquired</p>  <p>Adviser to the Board regarding the public takeover bid</p> <p>September 2012 </p>	<p>Technology %</p>  <p>Adviser to the Board regarding share buy-back through self offer, change of capital structure and incurrence of additional financing debt</p> <p>August 2012 </p>	<p>Financial Services %</p> <p>Fingen acquired</p>  <p>Adviser to the Board regarding the public takeover bid</p> <p>March 2011 </p>	<p>Energy & Utilities %</p>  <p>Adviser to the Board regarding financial conditions proposed to Electrabel concerning combination of Intl. Power and GDF SUEZ</p> <p>September 2010 </p>

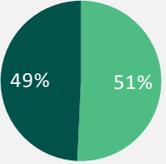
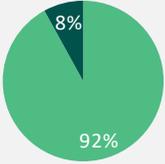
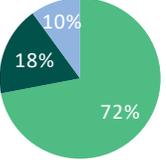
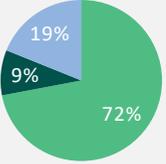
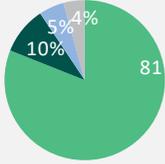


Appendices

a	Appendix A: List of information received	56
b	Appendix B: Analysis of the valuation performed by the Bidder	58
c	Appendix C: Analysis of the valuation performed by Polygon	65
d	Appendix D: DP's experience in fairness opinion assignments	74
e	Appendix E: Detailed overview of listed peers	77
f	Appendix F: Analyses not retained as valuation methods or benchmarks	84
g	Appendix G: Size premium	88



Description of selected Mobile peers (1/2)

Company	Financials (€m)	Business Description	Subscriber base ⁽¹⁾	Activities split ⁽²⁾	Geographic split ⁽²⁾
	Market cap: 10,649 Adj. NFD: 5,122 Sales 2019A: 5,332 EBITDA 2019A: 2,428 Capex 2019A: 2,243	Iliad provides mobile telephony services, prepaid phone cards and internet access and hosting services	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Fixed BB: 6.7m ▪ Mobile: 20.3m 	 <ul style="list-style-type: none"> ■ Landline ■ Mobile 	 <ul style="list-style-type: none"> ■ France ■ Italy
	Market cap: 6,922 Adj. NFD: 4,550 Sales 2019A: 7,399 EBITDA 2019A: 2,428 Capex 2019A: 1,3790	Telefónica Deutschland operates second, third, fourth generation mobile networks and offers hosting services for large and mid-sized companies	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Fixed BB: 2.3m ▪ Mobile: 44.0m 	 <ul style="list-style-type: none"> ■ Mobile Service ■ Handset ■ Fixed/DSL 	 <ul style="list-style-type: none"> ■ Germany
	Market cap: 7,372 Adj. NFD: 2,110 Sales 2019A: 2,638 EBITDA 2019A: 1,006 Capex 2019A: 469	Tele2 provides fixed broadband via ADSL as well as fixed telephony and mobile network services	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Fixed BB: 1.1m ▪ Mobile: 6.4m ▪ TV: 1.0m 	 <ul style="list-style-type: none"> ■ End-user service ■ Operator ■ Equipment 	 <ul style="list-style-type: none"> ■ Sweden ■ Lithuania ■ Latvia ■ Other

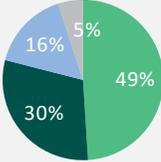
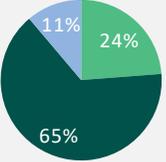
Note: Financials are calendarised; Market cap as of 2-Dec-20; Sales, EBITDA and Capex 2019A figures as reported (including adjustment for IFRS 16 if applicable)

(1) As of Q3 2020; (2) As of last reported fiscal year

Sources: Capital IQ as of 2-Dec-20, Company info



Description of selected Mobile peers (2/2)

Company	Financials (€m)	Business Description	Subscriber base ⁽¹⁾	Activities split ⁽²⁾	Geographic split ⁽²⁾
	<p>Market cap: 34,017 Adj. NFD: 51.356</p> <p>Sales 2019A: 44,647 EBITDA 2019A: 13,951 Capex 2019A: 7,940</p>	<p>Vodafone provides mostly mobile fixed services worldwide. The Group created a separate organisation (Vantage Towers) for its European mobile towers.</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Fixed BB: 24.1m ▪ Mobile: 265.3m ▪ TV: 18.4m 	 <ul style="list-style-type: none"> ■ Mobile, Fixed & Convergent ■ Vodafone Business ■ Emerging Consumer ■ Other 	 <ul style="list-style-type: none"> ■ Germany ■ Other ■ United Kingdom

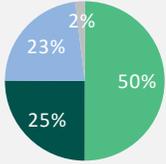
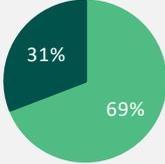
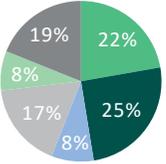
Note: Financials are calendarised; Market cap as of 2-Dec-20; Sales, EBITDA and Capex 2019A figures as reported (including adjustment for IFRS 16 if applicable)

(1) As of Q3 2020; (2) As of last reported fiscal year

Sources: Capital IQ as of 2-Dec-20, Company info



Description of selected Belgian Telecom peers

Company	Financials (€m)	Business Description	Subscriber base ⁽¹⁾	Activities split ⁽²⁾	Geographic split ⁽²⁾
 	Market cap: 5,717 Adj. NFD: 3,234 Sales 2019A: 5,686 EBITDA 2019A: 1,946 Capex 2019A: 1,091	Proximus provides landline and mobile telephone services as well as all its broadband services The Proximus network is used by several Mobile Virtual Network Operators	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Fixed BB: 2.1m ▪ Mobile: 7.1m ▪ TV: 1.7m 	 <ul style="list-style-type: none"> ■ Consumer ■ Enterprise ■ BICS ■ Other 	 <ul style="list-style-type: none"> ■ Belgium ■ Other Countries
 	Market cap: 3,961 Adj. NFD: 5,380 Sales 2019A: 2,584 EBITDA 2019A: 1,362 Capex 2019A: 301	Telenet provides analog and digital cable television, fixed and mobile telephone services	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Fixed BB: 1.7m ▪ Mobile: 2.8m ▪ TV: 1.8m 	 <ul style="list-style-type: none"> ■ Video ■ Broadband internet ■ Fixed ■ Mobile ■ Business Services ■ Other 	 <ul style="list-style-type: none"> ■ Belgium

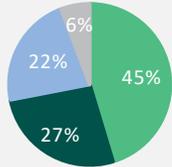
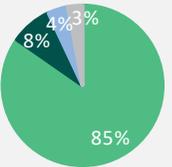
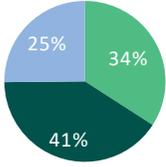
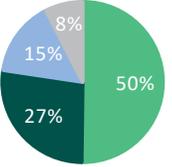
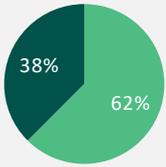
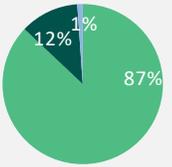
Note: Financials are calendarised; Market cap as of 2-Dec-20; Sales, EBITDA and Capex 2019A figures as reported (including adjustment for IFRS 16 if applicable)

(1) As of Q3 2020; (2) As of last reported fiscal year

Sources: Capital IQ as of 2-Dec-20, Company info



Description of selected European Incumbents peers (1/3)

Company	Financials (€m)	Business Description	Subscriber base ⁽¹⁾	Activities split ⁽²⁾	Geographic split ⁽²⁾
	<p>Market cap: 13,789 Adj. NFD: 26,316</p> <p>Sales 2019A: 27,185 EBITDA 2019A: 9,218 Capex 2019A: 5,497</p>	<p>British Telecom Group provides fixed-line, broadband and mobile services, as well as subscription television and IT services</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Fixed BB: 28.7m ▪ Mobile: 52.8m 	 <ul style="list-style-type: none"> ■ Consumer (Incl. EE) ■ Enterprise ■ Openreach ■ Other 	 <ul style="list-style-type: none"> ■ United Kingdom ■ EMEA ■ Americas ■ Other
	<p>Market cap: 71,808 Adj. NFD: 175,228</p> <p>Sales 2019A: 80,531 EBITDA 2019A: 30,149 Capex 2019A: 13,631</p>	<p>Deutsche Telekom provides fixed-network/broadband, mobile, IPTV products and services, Internet and ICT solutions</p> <p>DT also holds substantial shares in other telecom companies</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Fixed BB: 14.6m ▪ Mobile: 154.0m ▪ TV: 3.8m 	 <ul style="list-style-type: none"> ■ Telephony ■ Wireless ■ Other 	 <ul style="list-style-type: none"> ■ United States ■ Germany ■ Europe ■ Other
	<p>Market cap: 7,143 Adj. NFD: 1,254</p> <p>Sales 2019A: 1,844 EBITDA 2019A: 666 Capex 2019A: 285</p>	<p>Elisa provides fixed and mobile, broadband as well as cable-TV subscriptions</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Fixed BB: 0.7m ▪ Mobile: 4.8m ▪ TV: 0.6m 	 <ul style="list-style-type: none"> ■ Consumer Customers ■ Corporate Customers 	 <ul style="list-style-type: none"> ■ Finland ■ Rest of Europe ■ Other Countries

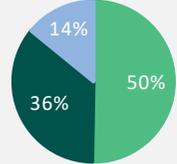
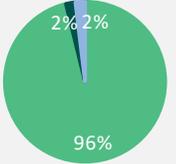
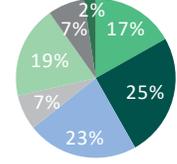
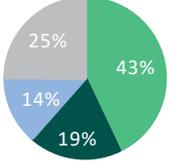
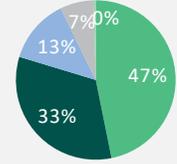
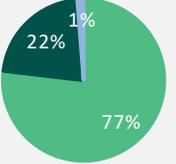
Note: Financials are calendarised; Market cap as of 2-Dec-20; Sales, EBITDA and Capex 2019A figures as reported (including adjustment for IFRS 16 if applicable)

(1) As of Q3 2020; (2) As of last reported fiscal year

Sources: Capital IQ as of 2-Dec-20, Company info



Description of selected European Incumbents peers (2/3)

Company	Financials (€m)	Business Description	Subscriber base ⁽¹⁾	Activities split ⁽²⁾	Geographic split ⁽²⁾
	Market cap: 10,497 Adj. NFD: 6,734 Sales 2019A: 5,499 EBITDA 2019A: 2,317 Capex 2019A: 997	In the Dutch telecommunications market, KPN is the owner of the fixed telephone operations (FLO) network and provides mobile network (MNO) services	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Fixed BB: 2.8m ▪ Mobile: 2.3m ▪ TV: 4.6m 	 <ul style="list-style-type: none"> Consumer Business Wholesale 	 <ul style="list-style-type: none"> Netherlands Germany Other
	Market cap: 28,537 Adj. NFD: 39,689 Sales 2019A: 42,238 EBITDA 2019A: 14,263 Capex 2019A: 8,422	Orange Group operates under 4 business activities: Enhanced connectivity (retail, business and wholesale customers), Business IT support services, Cybersecurity and Financial services	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Fixed BB: 21.3m ▪ Mobile: 211.9m 	 <ul style="list-style-type: none"> Convergent services Mobile Fixed IT & Integration services Wholesale Equipment sales Other 	 <ul style="list-style-type: none"> France Enterprise Europe Other
	Market cap: 8,175 Adj. NFD: 25,513 Sales 2019A: 17,989 EBITDA 2019A: 8,151 Capex 2019A: 4,924	Telecom Italia offers telephony services, mobile services, and DSL data services	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Fixed BB: 7.5m ▪ Mobile: 19.9m 	 <ul style="list-style-type: none"> Consumer Business National Wholesale International Wholesale Other 	 <ul style="list-style-type: none"> Italy Brazil Other

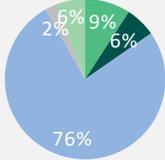
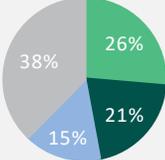
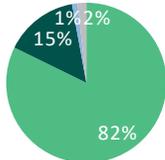
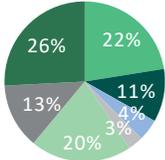
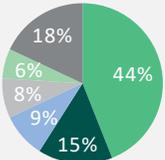
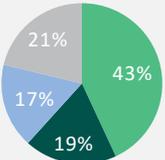
Note: Financials are calendarised; Market cap as of 2-Dec-20; Sales, EBITDA and Capex 2019A figures as reported (including adjustment for IFRS 16 if applicable)

(1) As of Q3 2020; (2) As of last reported fiscal year; (3) Domestic revenue split

Sources: Capital IQ as of 2-Dec-20, Company info



Description of selected European Incumbents peers (3/3)

Company	Financials (€m)	Business Description	Subscriber base ⁽¹⁾	Activities split ⁽²⁾	Geographic split ⁽²⁾
 	Market cap: 19,113 Adj. NFD: 49,081 Sales 2019A: 48,422 EBITDA 2019A: 15,119 Capex 2019A: 8,951	Telefonica offers provides fixed and mobile telephony, broadband and subscription television	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Fixed BB: 20.2m ▪ Mobile: 260.9m ▪ TV: 8.1m 	 <ul style="list-style-type: none"> Fixed Internet and Data Mobile Pay TV Wholesale 	 <ul style="list-style-type: none"> Spain Brazil Germany Other
 	Market cap: 19,658 Adj. NFD: 14,036 Sales 2019A: 11,522 EBITDA 2019A: 5,158 Capex 2019A: 2,760	Telenor provides mobile and fixed telephony, Internet access and cable TV access and content	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Fixed BB: 2.2m ▪ Mobile: 180.3m ▪ TV: 1.4m 	 <ul style="list-style-type: none"> Mobile Fixed Satellite and TV Other 	 <ul style="list-style-type: none"> Norway Sweden Denmark Finland Thailand Bangladesh
 	Market cap: 14,340 Adj. NFD: 7,975 Sales 2019A: 8,200 EBITDA 2019A: 3,054 Capex 2019A: 1,616	Telia provides fixed-voice, broadband, and mobile services Telia also owns a TV-media operation and operates the world's largest wholesale internet backbone	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Fixed BB: 2.9m ▪ Mobile: 16.9m ▪ TV: 3.1m 	 <ul style="list-style-type: none"> Mobile Equipment Fixed BB Business Solutions TV Other 	 <ul style="list-style-type: none"> Sweden Finland Norway Other

Note: Financials are calendarised; Market cap as of 2-Dec-20; Sales, EBITDA and Capex 2019A figures as reported (including adjustment for IFRS 16 if applicable)

(1) As of Q3 2020; (2) As of last reported fiscal year; (3) Activity split in numbers of accesses

Sources: Capital IQ as of 2-Dec-20, Company info



Appendices

a	Appendix A: List of information received	56
b	Appendix B: Analysis of the valuation performed by the Bidder	58
c	Appendix C: Analysis of the valuation performed by Polygon	65
d	Appendix D: DP's experience in fairness opinion assignments	74
e	Appendix E: Detailed overview of listed peers	77
f	Appendix F: Analyses not retained as valuation methods or benchmarks	84
g	Appendix G: Size premium	88



CTA methodology

- We have analysed a broad sample of transactions in related sectors, selecting those with acquired companies active in the telecommunications services sector and taking into account following criteria:
 - We have only retained minority transactions in Europe (excluding Eastern Europe) to ensure maximum relevancy
 - Majority transactions are deemed to be irrelevant given the control premium included in the valuations of such deals, which is not compatible with the situation of Orange Belgium
 - We have excluded telecom infrastructure transactions and cable-only transactions
 - We have excluded transactions prior to 2014
- We have identified a very limited group of 5 comparable transactions for which sufficient financial information was available to determine the valuation multiples (based on the latest historical financial figures at the time of the transaction)
- Moreover, it should be emphasized that most transaction multiples are not directly applicable to Orange Belgium as they can be influenced by various factors such as:
 - Potential control premium, if the transaction involves predominant control
 - Recent financial performance and current growth profile of the acquired company
 - Business characteristics of the target company such as its business activity, product and service mix and geographical presence
 - Potential synergies (partially) included in the price paid by the acquirer
 - Structuring of the transaction price
 - Time of the transaction
- In addition, the majority of the transactions took place before the implementation of the IFRS 16 accounting standard in January 2019. Therefore all the multiples shown are calculated based on a pre-IFRS 16 basis (as not sufficient information is disclosed to convert these multiples on a post-IFRS 16 basis)
- The CTA method is therefor not retained as a valuation method or reference point



Overview of selected transactions

Announc. Date	Bidder	Pre-transaction stake	Target	Target country	Acquired stake	Target description	LTM EBITDA ⁽¹⁾ (€m)	LTM Capex ⁽¹⁾ (€m)	EV (€m)	EV/ EBITDA ⁽¹⁾	EV/ (EBITDA – Capex) ⁽¹⁾
Sep-20	Next Private (Patrick Drahi)	77.6%			22.4%	Convergent player in telecom, content, media, entertainment & advertising	6,440 ⁽²⁾	2,413 ⁽²⁾	38,207 ⁽³⁾	6.2x	16.4x
Jul-18	 CK HUTCHISON	50.0%			50.0%	Telecom operator recognised as the largest mobile operator in Italy	2,140	1,249	14,906	7.0x	16.7x
Sep-16		77.7%			5.2%	Telecom company focusing on mobile services	3,784	2,565	32,249 ⁽⁴⁾	8.5x	16.5x
Mar-16		0.0%			23.8%	Telecom company offering mobile, internet, TV and landline services	572	252	4,577	8.0x	14.3x
Apr-14		23.7%			44.8%	Provider of digital services and communications solutions in Central and Eastern Europe	1,270	1,730	7,035	5.5x	n.m.
Median pre-IFRS 16 multiple									7.0x	16.5x	
Actual KPI Orange Belgium 2020A (€m)									305	127	
Pre-IFRS 16 Enterprise Value (€m)									2,132	2,093	
Pre-IFRS 16 Adjusted Net Financial Debt (€m)									(496)	(496)	
Equity Value (€m)									1,636	1,597	
Number of shares outstanding (m)									59.9	59.9	
Equity Value per Share (€)									27.3	26.6	
Range on retained multiple +5%									29.1	28.4	
Range on retained multiple -5%									25.5	24.9	

Note: The EV is calculated for 100.0% of the company and if the financial data is denominated in a currency other than the €, the EV and financial metrics are converted to € on the basis of the exchange rates prevailing on the date of the announcement of the acquisition

(1) On a pre-IFRS 16 basis; (2) FY 2019 figures due to unavailability of quarterly figures on lease-related expenses; (3) Based on a revised offer price of €5.35 per share; (4) Based on a revised offer price of €34.5 per share

Sources: Mergermarket, Capital IQ, Company info



Telecom public bid premium analysis

Selection of European Telecom public bid premiums						
Announcement Date	Target	Bidder	Premium (in %)			
			Last closing pre-announcement	1 month average	3 months average	
08-Oct-20	 Talk Talk Telecom ⁽¹⁾	Tosca Fund AM	16.4%	24.0%	26.2%	
11-Sep-20	 Altice	Patrick Drahi	23.8%	7.7%	9.4%	
12-Nov-19	 Iliad ⁽²⁾	Iliad	26.2%	30.9%	35.8%	
			<i>1st quartile</i>	24.4%	13.5%	16.0%
			Median	25.0%	19.3%	22.6%
			Average	25.0%	19.3%	22.6%
			<i>3rd quartile</i>	25.6%	25.1%	29.2%
Share price Orange Belgium			16.2	15.7	14.8	
Implied Orange Belgium share price			<i>1st quartile</i>	20.2	17.8	17.1
			Median	20.3	18.7	18.1
			<i>3rd quartile</i>	20.4	19.6	19.1

- The table aside shows voluntary public takeover bids from controlling shareholders (excluding squeeze outs) for European (excluding Eastern Europe) Telecom companies since 2010
- Only telecom service providers are considered (i.e. no telecom infrastructure or IT-related companies)
- Only successful takeover bids were considered. Ongoing takeover bids on Talk Talk Telecom and Altice are mentioned for reference purposes only
- Both historical average and median premiums paid by controlling shareholders over the last 10 years in Europe compared to the pre-announcement share price amounts to 25.0%
- There are only two closed transactions in our sample, of which one relates to a share buyback. Due to the limited number of closed transactions in our sample and the limited comparability of these transactions with OBEL, we do not retain these bid premiums as a valuation method or as a reference point

(1) Pending and not taken into account to calculate premiums; (2) Transaction relates to a 19.7% share buyback (supported by Iliad's controlling shareholder)
 Note: Premiums are computed on the last closing price preceding the announcement
 Sources: Capital IQ, Company info



Appendices

a	Appendix A: List of information received	56
b	Appendix B: Analysis of the valuation performed by the Bidder	58
c	Appendix C: Analysis of the valuation performed by Polygon	65
d	Appendix D: DP's experience in fairness opinion assignments	74
e	Appendix E: Detailed overview of listed peers	77
f	Appendix F: Analyses not retained as valuation methods or benchmarks	84
g	Appendix G: Size premium	88



Size discount

- The applicable equity value range is based on the equity value implied by the Offer Price

Equity value	
Range	Premium
€ 1m - € 7m	13.72%
€ 7m - € 15m	9.28%
€ 15m - € 27m	6.75%
€ 27m - € 41m	5.30%
€ 41m - € 63m	4.32%
€ 63m - € 99m	3.55%
€ 99m - € 153m	2.95%
€ 153m - € 227m	2.53%
€ 227m - € 341m	2.25%
€ 341m - € 543m	2.05%
€ 543m - € 835m	1.93%
€ 835m - € 1,411m	1.86%
€ 1,411m - € 2,423m	1.80%
€ 2,423m - € 4,589m	1.70%
€ 4,589m - € 10,525m	1.44%
€ 10,525m - € 69,863m	(0.49%)

Equity value between €835m to €1,411m leads to a size discount of 1.86%





BE

Nijverheidsstraat |
Rue de l'Industrie 44
1040 Brussels
+32 2 287 91 11

NL

De Entree 238 A, 7th Floor
1101 EE Amsterdam
+31 20 573 54 05

FR

Rue de Lisbonne 44
F-75008 Paris
+33 1 73 44 56 50

ES

Avgda. Diagonal, 464
08006 Barcelona
+34 934 458 500

LU

Zone d'activité La Cloche d'Or
Rue Eugène Ruppert 12
2453 Luxembourg
+35 2 45 35 45 1

 **Degroof
Petercam** | Investment
Banking



ANNEXE 3 – LISTE DES RÉFÉRENCES CROISÉES

Documents / Informations	Référence
4. Offrant	
4.4 Développements récents	<ul style="list-style-type: none"> • Le communiqué de presse intitulé « Information financière au 31 décembre 2020 »
4.7 Participations principales	<ul style="list-style-type: none"> • Liste des Filiales et Participations disponible sur le site de l'Offrant www.orange.com (onglet « Informations réglementées »)
4.8 Informations financières	<ul style="list-style-type: none"> • Comptes annuels et consolidés de l'Offrant au 31 décembre 2019 -- Le rapport annuel de l'Offrant au 31 décembre 2019, pour les sections suivantes : <ul style="list-style-type: none"> ○ 3.1 « Examen de la situation financière et du résultat du Groupe », p. 78 ○ 3.3 « Comptes consolidés », p. 132 ○ 3.4 « Comptes annuels d'Orange SA », p. 255 ○ 3.5 « Commissaires aux comptes », p. 288 ○ 6.7 « Rapports des Commissaires aux comptes sur les résolutions et les conventions réglementées », p. 395 • Le rapport semestriel de l'Offrant concernant les résultats financiers semestriels consolidés et audités au 30 Juin 2020, pour les sections suivantes : <ul style="list-style-type: none"> ○ 1 « Rapport d'activité du 1er semestre », p. 3 ○ 2.1 « Compte de résultat consolidé », p. 44 ○ 2.2 « Etat du résultat global consolidé », p. 45 ○ 2.3 « Etat consolidé de la situation financière », p. 46 ○ 2.6 « Tableau des flux de trésorerie consolidés », p. 50 ○ 4 « Rapport des commissaires aux comptes sur l'information financière semestrielle », p. 81 • Le communiqué de presse de l'Offrant concernant les résultats annuels consolidés et audités au 31 décembre 2020
4.8 Documents incorporés par référence	<ul style="list-style-type: none"> • Le rapport annuel de l'Offrant au 31 décembre 2019, pour les sections suivantes: <ul style="list-style-type: none"> ○ 3.1 « Examen de la situation financière et du résultat du Groupe », p. 78 ○ 3.3 « Comptes consolidés », p. 132

	<ul style="list-style-type: none"> ○ 3.4 « Comptes annuels d'Orange SA », p. 255 ○ 3.5 « Commissaires aux comptes », p. 288 ○ 6.7 « Rapports des Commissaires aux comptes sur les résolutions et les conventions réglementées », p. 395 • Le rapport semestriel de l'Offrant concernant les résultats financiers semestriels consolidés et audités au 30 Juin 2020, pour les sections suivantes : <ul style="list-style-type: none"> ○ 1 « Rapport d'activité du 1^{er} semestre », p. 3 ○ 2.1 « Compte de résultat consolidé », p. 44 ○ 2.2 « Etat du résultat global consolidé », p. 45 ○ 2.3 « Etat consolidé de la situation financière », p. 46 ○ 2.6 « Tableau des flux de trésorerie consolidés », p. 50 ○ 4 « Rapport des commissaires aux comptes sur l'information financière semestrielle », p. 81 • Le communiqué de presse de l'Offrant concernant les résultats annuels consolidés audités au 31 décembre 2020
4.10 Participation dans la Société Visée	<ul style="list-style-type: none"> • Les déclarations des transactions publiées entre le 6 janvier 2020 et le 7 décembre 2020 sur le site internet de la Société Visée (section « Contrat de liquidité »)
5. Société Visée	
5.4 Développements récents	<ul style="list-style-type: none"> • Le communiqué de presse de la Société Visée concernant l'information financière relative au quatrième trimestre et à l'exercice 2020
5.7 Informations financières	<ul style="list-style-type: none"> • Comptes annuels et consolidés de la Société Visée au 31 décembre 2019 – Le rapport annuel de la Société Visée au 31 décembre 2019, pour les sections suivantes: <ul style="list-style-type: none"> ○ « Etats financiers », p. 43 ; ○ « Rapport du Commissaire réviseur », p. 124 • Le communiqué de presse de la Société Visée concernant les résultats financiers semestriels consolidés (non-audités) au 30 juin 2020 • Le communiqué de presse de la Société Visée concernant l'information financière relative au quatrième trimestre et à l'exercice 2020
5.7 Documents incorporés par référence	<ul style="list-style-type: none"> • Le rapport annuel de la Société Visée au 31

	<p>décembre 2019, pour les sections suivantes:</p> <ul style="list-style-type: none"> ○ « Etats financiers », p. 43 ; ○ « Rapport du Commissaire réviseur », p. 124 <ul style="list-style-type: none"> • Le communiqué de presse de la Société Visée concernant les résultats financiers semestriels consolidés (non-audités) au 30 juin 2020 • Le communiqué de presse de la Société Visée concernant l'information financière relative au quatrième trimestre et à l'exercice 2020
5.9 Participations principales	Le communiqué de presse de la Société Visée concernant l'information financière relative au quatrième trimestre et à l'exercice 2020, page 23

L'OFFRANT

ORANGE S.A.

Société anonyme de droit français
78 rue Olivier de Serres, 75015 Paris (France)
Registre du Commerce et des Sociétés de Paris 380 129 866

CONSEILLER FINANCIER DE L'OFFRANT

BNP PARIBAS FORTIS SA

Société anonyme de droit belge
Montagne du Parc 3, 1000 Bruxelles (Belgique)
Banque-Carrefour des Entreprises 0403.199.702 (RPM Bruxelles, division francophone).

CONSEILLER JURIDIQUE BELGE DE L'OFFRANT

ALLEN & OVERY (BELGIUM) LLP

« Limited liability partnership » de droit anglais
One Bishops Square, Londres E1 6AD (Angleterre)
Tervurenlaan 268A, 1150 Bruxelles (Belgique)
Banque-Carrefour des Entreprises 0674.549.579 (RPM Bruxelles, division néerlandophone)