

SES face à son destin

5G américaine, lancement du super-satellite, création d'une deuxième société : SES va vivre deux années cruciales. Dans ce premier *business case*, Paperjam fait parler les chiffres pour donner de la perspective à une stratégie. « Nous dessinons l'avenir de la société pour 10 à 15 ans », confie son CEO, Steve Collar. Décryptage en collaboration avec les analystes financiers de Tenzing Partners.

« Comme beaucoup de CEO, je pense, je trouve que le cours de SES n'est pas à la place à laquelle il devrait être ! » Le CEO du géant basé à Betzdorf, Steve Collar, s'excuserait presque de la banalité du propos. En réalité, l'image est plus sinistre : depuis le début du confinement, le 13 mars, le cours de la pépite luxembourgeoise est aussi plat que l'électrocardiogramme d'un mourant, entre 5 et 6 euros.

Le consensus des analystes du leader mondial des opérateurs de satellites le replacerait volontiers autour de 9 euros. Mais après la belle envolée du 10 avril 2015, où il avait atteint 34,70 euros, les investisseurs attendent désormais de voir si les résultats annuels seront à la hauteur des prévisions et comment le super-satellite, dont le lancement est prévu

en 2021, est capable de révolutionner le secteur. Ou pas.

La confiance se gagne en gouttes et se perd en litres, dit le bon sens populaire. Le montant investi pour prendre 100% d'O3b, les bouleversements technologiques et le rabotage à deux reprises du dividende ont refroidi les ardeurs. Le ratio cours/bénéfice (P/E ratio) – indicateur boursier à prendre avec plus de précautions que de la nitroglycérine parce qu'il s'appuie sur des indicateurs très volatiles et exclut l'endettement ou l'état de la trésorerie – a quitté les « 10 » (9,60 en 2016 et 10,75 en 2017), ratio considéré comme « bon » pour une société. Il a frôlé le « 31 » en 2018, qui est synonyme soit de très forts profits, soit de bulle spéculative... L'an dernier, il est revenu à 23,15, ce qui n'incite toujours guère à l'achat.

Convaincu de ne plus avoir de rôle actif à jouer, même François Tesch – tout comme la société d'investissement

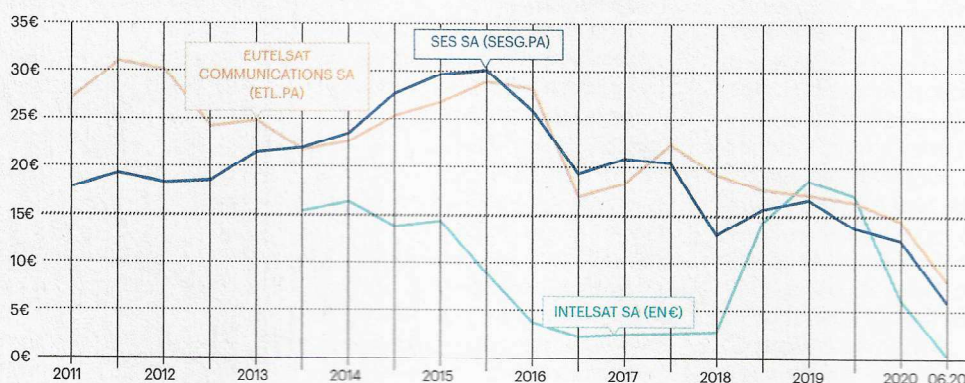
du groupe Foyer, Luxempart – a poursuivi son retrait en cédant plus d'un million de titres en un an, lui qui avait été de toutes les aventures, achat d'O3b compris.

Avions, croisières et sports à l'arrêt

Début septembre, un analyste de la banque d'investissement américaine Jefferies Group estimait que les revenus de la société allaient chuter de 9,1% à 1,88 milliard d'euros en 2020... tout en maintenant une cible à 14 euros l'action. Le CEO de SES hausse les épaules. Gentiment. « Traditionnellement, nos revenus étaient tirés par nos activités Vidéo pour deux tiers et Networks pour un tiers. L'avantage avec la vidéo est qu'elle repose sur des contrats à long terme qui nous donnent une bonne prévisibilité », résume Steve Collar. En réalité, l'analyste ne dit pas vraiment le contraire en ajoutant, dans le détail, que les revenus de l'activité Vidéo ne chuteront que de 7,1%. « Le Covid-19 a davantage touché d'autres secteurs, comme l'aviation ou celui des croisières, auxquels nous apportons de plus en plus de connectivité. On peut croire qu'on a des contrats et que peu importe ce qui se passe. La réalité est que nous soignons nos relations avec nos clients. Et, à chaque fois que c'est possible, en amont des problèmes pour trouver des solutions. Nous verrons

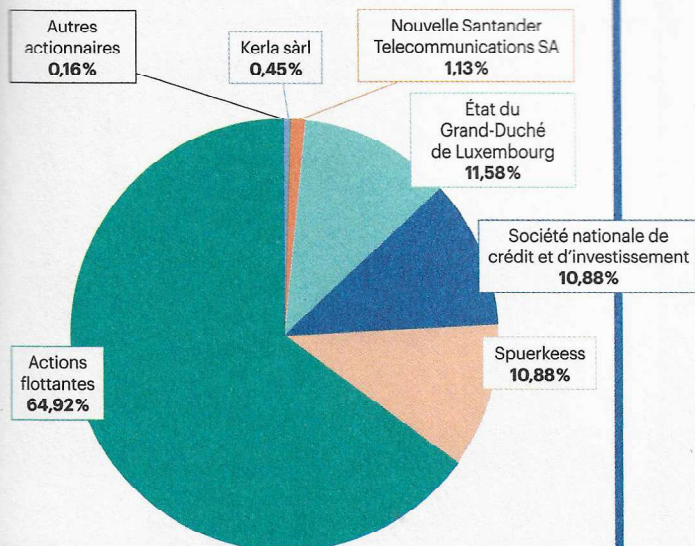
Les rapports financiers de SES ont été compilés par Tenzing Partners et mis en page par Maison Moderne.

ÉVOLUTION DU COURS DE BOURSE DE SES ET DE SES CONCURRENTS



ACTIONNARIAT (2019)

Situation des actionnaires selon le site internet de SES.



Les rapports financiers de SES ont été compilés par Tenzing Partners.

comment ces deux secteurs évolueront au cours du second semestre, estime M. Collar. On dit souvent que les revenus de la vidéo sont en chute, mais il faudrait nuancer : la vidéo linéaire ne progresse plus et la vidéo délinéarisée ne progresse pas autant que prévu. »

La nuance est subtile : là où SES fournissait autrefois du contenu vidéo à des millions de téléspectateurs dans le monde de manière uniforme, Netflix a complètement modifié la donne en leur permettant de décider quand et quoi regarder. N'empêche, la réalité n'est pas si défavorable à la société luxembourgeoise. Là où l'américaine affiche 167 millions d'abonnés et une dette de près de 15 milliards de dollars, SES délivre 8.300 chaînes à 367 millions de foyers pour 8.400 heures de streaming vidéo quotidien, dont 620 d'événements sportifs et live. « C'est sûr que le coronavirus a considérablement bouleversé ces événements-là », reconnaît Steve Collar, tout juste rentré de son premier voyage à l'étranger depuis six mois, à Munich, et à peine bronzé d'une semaine de vacances dans le sud de la France.

L'échec rwandais de Wyler

Netflix, puis Amazon Prime Video, Apple TV et Disney+ – arrivé le 15 septembre au Luxembourg – ne sont qu'une des deux révolutions technologiques auxquelles SES a dû faire face en 10 ans. L'autre démarre par un fiasco presque oublié. Greg Wyler, devenu millionnaire à la revente (à 30 ans) de sa société qui avait inventé un système de refroidissement pour PC plus puissant que ceux du marché, découvre sa mère assassinée dans son garage en 2002 et réoriente sa carrière. Il fonde une société spécialisée dans les télécoms en Afrique. Au cours d'un mariage aux États-Unis, un proche du gouvernement rwandais l'invite à venir aider ce pays pauvre à développer internet. Filiale de MTN, RwandaCell, le fournisseur d'accès à internet (mobile) le plus efficace du pays, n'est qu'au 69^e rang mondial. Le pays est en pleine ébullition. La page sanglante du génocide se tourne dans la douleur. Wyler galère. L'infrastructure est tellement peu développée que ses résultats sont jugés indignes par le pouvoir. L'Américain en retire une certitude : seul le satellite

pourrait pallier l'absence de réseau enterré. O3b, pour « les autres trois milliards » – sous-entendu « de personnes qui n'ont pas accès à internet » –, ne va plus tarder à voir le jour.

Officiellement lancée à des fins humanitaires en 2007, la start-up basée à Jersey aiguise les appétits. Google, HSBC, le magnat de la télévision câblée John Malone et Liberty Global y investissent, appâtés par la possibilité d'avoir accès à trois milliards de nouveaux clients, même quand ces derniers n'ont qu'un euro par jour à dépenser... SES est là, déjà, vigilante. La luxembourgeoise comprend aussi son intérêt. Elle embarque dans son aventure Luxempart, Sofina et Satya Capital. Cette dernière est toujours présente dans son actionariat et son conseil d'administration avec l'Éthiopienne Tsega Gebreyes. En 2013, alors que les quatre premiers satellites sont expédiés dans l'espace à bord d'un Soyouz depuis Kourou, le site d'Arianespace, le marché africain est estimé à plus de 60 milliards de dollars. Google s'impatiente, rachète Titan Aerospace, Skybox, et teste ses ballons-satellites Loon. Puis incite à passer à 180 satellites à basse orbite sans tarder. Comme un joueur de poker aux yeux rouges après une nuit à pousser des jetons en se méfiant de tous les joueurs autour de la table, SES, alors dirigée par Romain Bausch, décide de faire tapis. Après un tour d'investissement à la création d'O3b et 75 autres millions un an plus tard, la prise de contrôle total engloutit 655 millions d'euros, un montant à mettre en parallèle avec le chiffre d'affaires autour de 2 milliards d'euros. Jamais depuis sa création, en 1985, SES n'avait été aussi dépensière. « SES a été visionnaire avec le rachat d'O3b », assure son dirigeant actuel... qui était à l'époque CEO d'O3b Networks.

O3b, cher et stratégique

Les 2,2 milliards récoltés juste après dans le cadre d'une augmentation de capital sonnent

LE CONSEIL D'ADMINISTRATION

Composition du conseil d'administration, avec l'année de prise de mandat, sur base des données se trouvant sur le site internet de SES au moment de réaliser ce dossier. Les fonctions indiquées ne sont que les plus importantes des parcours de ces administrateurs.

**FRANK ESSER**

Président
(2020 – ex-CEO de SFR, vice-président de Swisscom, administrateur de Vivendi Group)

**TSEGA GEBREYES**

Vice-présidente
(2013 – fondatrice de Satya Capital)

**ANNE-CATHERINE RIES**

Vice-présidente
(2015 – 1^{er} conseiller de Xavier Bettel au SMC/État)

**SERGE ALLEGREZZA**

(2010 – directeur général du Stavec/État)

**PETER VAN BOMMEL**

(2020 – directeur financier et administrateur d'ASM International/indépendant)

**BÉATRICE DE CLERMONT-TONNERRE**

(2020 – ex-directeur AI EMEA de Google, ex-VP en business development de Lagardère, ex-Canal Plus et RFI/indépendante)

**PAUL KONSBRUCK**

(2019 – directeur de cabinet de Xavier Bettel/État)

**RAMU POTARAZU**

(2014 – CEO de Binary Fountain, fondateur et ex-CEO de Vubiquity, ex-VP d'Intelsat/indépendant)

**KAJ-ERIK RELANDER**

(2017 – ex-CEO de Sonera, ex-Accel Partners et ex-Emirates Investment Authority/indépendant)

**FRANÇOISE THOMA**

(2016 – CEO de la Spuerkeess, administratrice de Cargolux, Luxair, Luxembourg Stock Exchange et Enovos/Spuerkeess)

**KATRIN WEHR-SEITER**

(2015 – managing director de BIP Investment Partners et de BIP Capital Partners, ex-Siemens)

le glas de la confiance sur les marchés. Mais les fondamentaux sont plus solides qu'il n'y paraît à regarder quelques indicateurs concoctés par les analystes de Tenzing Partners, sur la base des rapports annuels et des indications financières disponibles. Les 4,6 milliards d'emprunts, 270,1 millions à taux variables et 4,16 milliards à taux fixes, sont ventilés jusqu'en 2044. 2021 et 2022 vont nécessiter encore beaucoup de moyens par rapport à des années « normales ». Le ratio *debt-to-equity* s'est détérioré depuis le rachat. « Les coûts d'investissement (Capex) n'ont pas dépassé les 500 millions d'euros annuels depuis 2016, mais SES prévoit de dépenser 850 millions d'euros en 2021 et 970 millions d'euros en 2022, dont l'essentiel sera consacré aux investissements de croissance (growth Capex), comme les nouveaux satellites O3b mPower », analyse Franck Alter de Tenzing Partners.

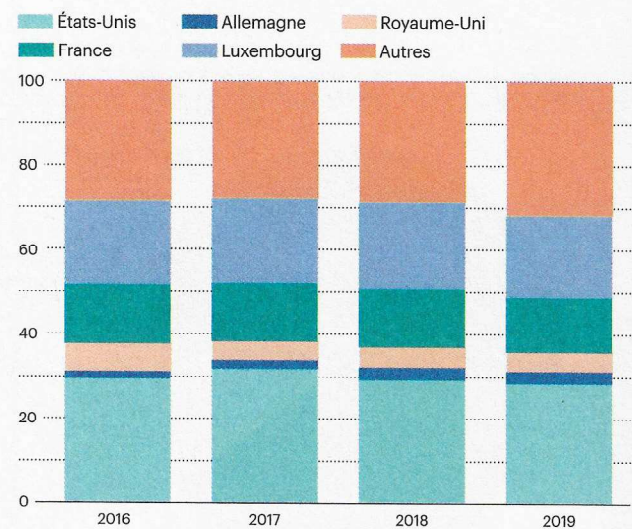
Et la position de SES ? Encore difficile à dire ou à prédire. Au lieu de la constellation à basse orbite de 180 satellites que préconisait Google, SES a choisi d'ajouter à ses 20 satellites de première génération O3b 11 super-satellites à moyenne orbite, confiés à Boeing. Oui, reconnaît M. Collar, ce choix, hautement straté-

gique, coûte une fortune, mais il est le plus « cost-efficient », répète à l'envi celui qui a succédé à un Karim Sabbagh moins audacieux. « On nous parle toujours des coûts d'O3b (et d'O3b mPower, ndlr), explique le CEO de SES, mais quand nous dépensons 1,5 milliard pour avoir un satellite exceptionnel, aux qualités incroyables et qui pourra diriger ses faisceaux vers l'endroit où c'est nécessaire », avec des qualités de latence et de couverture très performantes, « nos concurrents comme SpaceX ou OneWeb (dirigée par Greg Wyler) sont obligés d'injecter quatre fois plus pour la première génération ! ».

Toutes les constellations de satellites en gestation sont à basse orbite. Trop proches de la Terre, elles nécessitent d'avoir davantage de satellites pour couvrir toute la planète. Starlink, la constellation d'Elon Musk, se composera de 12.000 satellites pour plus de 10 milliards de dollars d'investissement et, surtout, entend lancer ses services... en 2021 aux États-Unis. « Quand je vois que OneWeb est obligée de se mettre sous la protection du chapitre 11 pour éviter la faillite... », raille poliment Steve Collar. Une seule offre est arrivée pour la reprise, un milliard de dollars par un consortium entre le gouvernement

ÉVOLUTION DE LA PROPORTION DU CHIFFRE D'AFFAIRES PAR PAYS

Évolution du chiffre d'affaires dans les principaux pays, qui montre la lente montée en puissance du chiffre d'affaires aux États-Unis.



Les rapports financiers de SES ont été compilés par Tenzing Partners.

1,88

Selon la dernière étude de la banque Jefferies, le chiffre d'affaires annuel devrait baisser plus que prévu. Loin des 2 milliards d'euros qui ont longtemps servi de cap, il atteindra 1,88 milliard d'euros cette année. Le Covid-19 a touché des secteurs en plein développement pour SES, comme la connectivité dans les avions et les bateaux.

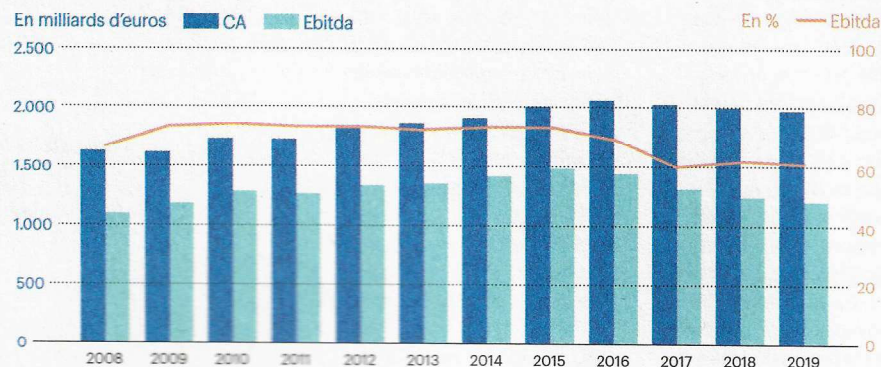
britannique et l'opérateur indien de télécoms Bharti. Depuis, les deux chefs de file égrènent les noms et les millions de dollars de ceux qui sont prêts à les rejoindre dans l'aventure, comme l'américain Hughes Network Systems (50 millions de dollars fin août) ou Softbank (87 millions de dollars début septembre). En mars, au moment de l'annonce d'un plan de sauvetage, OneWeb comptait 74 satellites en orbite. Pour lancer son service – elle aussi en 2021 –, elle avait prévu 648 satellites à 1.200 kilomètres de la Terre.

Boeing, prête à armer les concurrents de SES

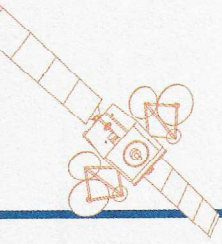
Dans la chaleur de cet été particulier, Boeing, qui construit la technologie révolutionnaire pour SES... l'a discrètement mise en vente. Commercialisée. Proposée à tous les opérateurs de satellites et géants des télécoms qui seraient intéressés. « Le 702X est une famille de produits satellites qui peuvent être adaptés pour les orbites LEO, MEO et GEO. En tant que premier adoptant du 702X, SES sera en mesure de capitaliser rapidement sur son architecture de constellation MEO unique pour différencier davantage les

ÉVOLUTION DU CHIFFRE D'AFFAIRES, DE L'EBITDA ET DE LA MARGE D'EBITDA

L'évolution du chiffre d'affaires et du bénéfice avant intérêts, impôts et amortissements (Ebitda).

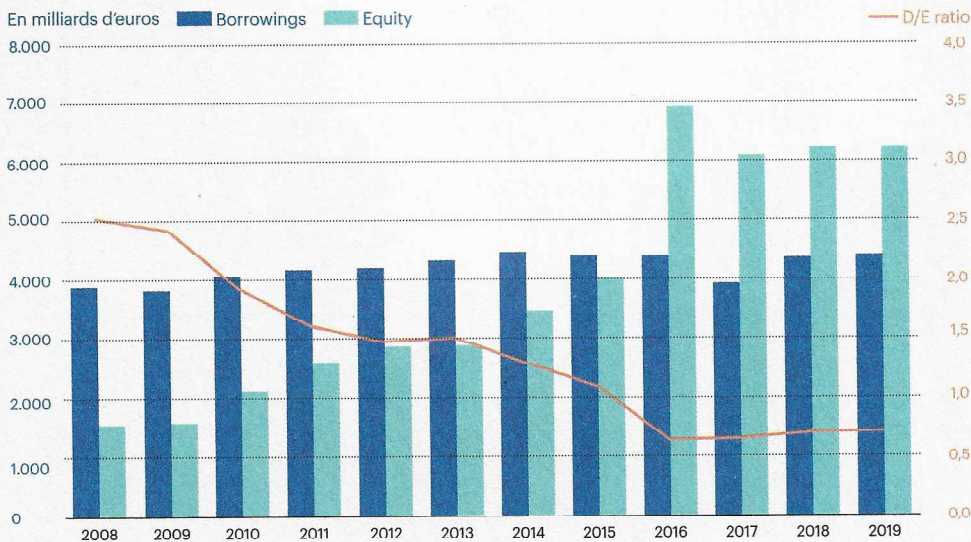


Les rapports financiers de SES ont été compilés par Tenzing Partners.



RATIO ENTRE L'ENDETTEMENT ET LES CAPITAUX PROPRES

Avec une augmentation des capitaux propres entre 2011 et 2012 (6,9 millions d'actions), 2014 et 2015 (9 millions d'actions), 2015 et 2016 (59,88 millions d'actions).



Les rapports financiers de SES ont été compilés par Tenzing Partners.

quand un client n'utilise pas ses capacités, l'opérateur a la possibilité de les réallouer de manière dynamique, en temps réel et depuis la Terre, à un autre client. Boeing assure que cela vaut pour les trois « niveaux » de satellite, à basse orbite comme les principaux concurrents de SES, à moyenne et haute orbite comme l'opérateur luxembourgeois.

Un sprint pour la 5G américaine

L'enjeu est majeur au moment où l'on regarde de plus en plus la vidéo par internet et où les projets de voiture ou de ville connectée deviennent de plus en plus concrets. « Une plus grande proportion des revenus provient désormais des États-Unis, tandis que d'autres géographies, comme le Royaume-Uni ou la France, perdent peu à peu de l'importance », relève Daniel Schneider, *partner* chez Tenzing Partners. Si tous les nouveaux projets de constellation sont américains, c'est que le marché y est plus développé que nulle part ailleurs sur la planète. L'évolution des recettes par secteur géographique montre un penchant de plus en plus net pour SES, même si M. Collar s'en défend. « Nous sommes 'global'. Nous sommes très implantés en Europe, nous avons beaucoup de clients en Asie et, bien sûr, nous travaillons aux États-Unis! » Circulez, il n'y a rien à voir? Pas si sûr. SES a annoncé récemment



FRANCK ALTER
M&A analyst, Tenzing Partners

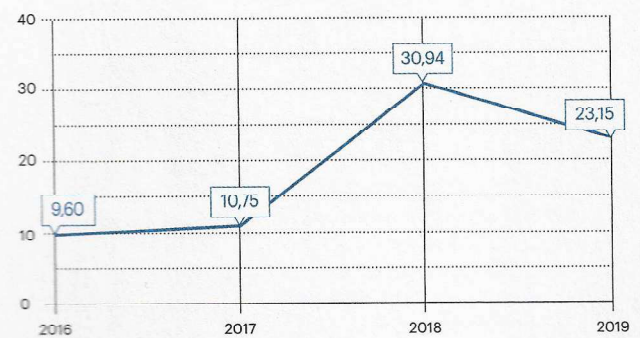
« La baisse du cours de bourse s'explique moins par la santé financière de SES que par l'arrivée de SpaceX sur le marché, la pandémie et le départ de plusieurs grands actionnaires historiques. »

services qu'elle fournit. Le 702X utilise la technologie développée par Boeing et est désormais disponible pour tous les opérateurs de satellites », confirme un porte-parole de Boeing, Josh Barrett. « Nous ne nous sommes jamais attendus à ce que cette technologie ne soit vendue qu'à SES, assure M. Collar. La compétition est une dynamique saine. Après, il ne s'agit pas seulement de la technologie de Boeing. Mais aussi de notre architecture unique, avec nos satellites à haute orbite et de nouvelle génération, comme le SES17, et, surtout, des fréquences luxembourgeoises auxquelles nous avons accès dans le cadre de nos activités commerciales. » N'empêche. Cette technologie de pointe, vantée sans complexes dans le sous-sol d'un palace parisien en septembre 2017, en marge de la World Satellite Business Week – un des deux rendez-vous majeurs de l'industrie –, par

l'ex-CEO de SES, Karim Sabbagh, ne manquera pas d'intéresser les promoteurs des réseaux à basse orbite: le satellite est capable de délivrer de la connectivité d'un niveau supérieur à celui de la fibre via 5.000 faisceaux qui utilisent un «pool» de bande passante. Autrement dit,

ÉVOLUTION ANNUELLE DU P/E RATIO

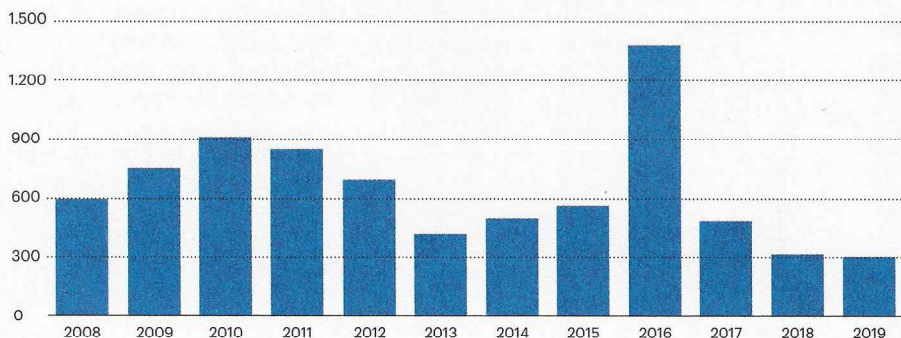
Évolution du taux « cours par bénéfice », suivie par les investisseurs qui se demandent quand investir.



Les rapports financiers de SES ont été compilés par Tenzing Partners.

CASH ABSORBÉ PAR LES INVESTISSEMENTS / ACQUISITIONS

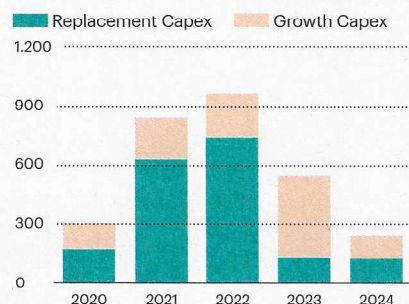
Évolution du cash absorbé par les investissements, soit dans le renouvellement de la flotte de satellites, soit dans l'acquisition de sociétés, d'où le pic de 2016, correspondant à l'acquisition de 100% d'O3b.



Les rapports financiers de SES ont été compilés par Tenzing Partners.

DÉPENSES D'INVESTISSEMENT PRÉVUES PAR LE MANAGEMENT ENTRE 2020 ET 2024

Hors acquisitions et évolution historique des Capex (sans le breakdown)



confier le lancement de ses prochains satellites à deux lanceurs américains : SpaceX, avec laquelle elle a réalisé quelques premières mondiales, comme la réutilisation d'une fusée qui avait déjà été lancée, et United Launch Alliance. « Nous avons aussi travaillé avec d'autres lanceurs, comme Arianespace. Il n'y a pas de débat... », assure encore le Britannique, qui a deux autres chantiers majeurs.

Après trois ans de discussions, parfois âpres pour les opérateurs européens (Intelsat, Eutelsat et SES, décrits comme des « foreign companies »), le régulateur américain des télécoms a fini par valider un plan à 9,7 milliards de dollars de compensations pour libérer une partie du spectre utilisé par les opérateurs, spectre qu'il destine à la 5G américaine. SES a même décidé d'accélérer la cadence en annonçant débloquer 1,2 milliard de dollars qui seront récupérés en fin de parcours, en plus d'une somme de 3,97 milliards de dollars. SES a détaché 70 personnes à temps complet pour atteindre cet objectif. « Nous sommes en avance sur notre calendrier, explique M. Collar. Mais il n'est pas rare d'être en avance au début et que cela se complique ensuite ! Ce chantier implique

un travail intense, notamment auprès de nos clients. »

Microsoft, le « partner in crime » parfait

Les discussions sur la création d'une deuxième SES, elles, se poursuivent. « Est-ce que ce sera une deuxième société sous le toit de la maison SES ? Est-ce que ce sera une société à part ? Je ne sais pas. Il paraît évident que nous entrons dans une ère de partenariats », affirme-t-il. Le partenariat ira-t-il jusqu'à une prise de participation ? D'un géant informatique ? SES étant cotée en bourse, impossible de délivrer ce genre d'information.

Mais nul besoin d'être un grand oracle pour voir où pourrait mener le partenariat

annoncé il y a un an avec Microsoft. À 5.000 faisceaux dynamiques par satellite et 11 satellites dans la constellation O3b mPower, SES a besoin d'un « cerveau » qui va gérer ces allocations de capacités satellitaires modifiables en permanence et les données qu'elles vont générer. Ce partenariat technologique permet à l'opérateur de s'épargner de gros coûts d'infrastructure pour avoir une solution automatisée dans l'état de l'art et entrer dans l'ère du cloud privé du géant américain. Où est l'intérêt de Microsoft ? Trouver de la connectivité dans les zones émergentes, où il peut vendre toutes les solutions du monde qui ne marcheront jamais sans internet. Une seule constellation l'offrira à court terme et elle est financée : O3b mPower.

SES continue d'ailleurs de préparer la mariée : avant même que d'autres entreprises du même calibre ne lancent les opérations de restructuration pour cause de Covid-19, le dirigeant avait annoncé, à l'occasion de la présentation des résultats annuels, une réorganisation pour davantage d'efficacité. Cinq de ses 20 centres régionaux seront progressivement fermés (Bruxelles, Londres, île de Man, Varsovie et Zurich), et la société a poussé

vers la sortie 60 à 90 personnes via un plan de maintien dans l'emploi. « Nous sommes en train de préparer SES pour les 10 à 15 prochaines années », souffle-t-il avec un indéfectible sourire aux lèvres, tout en rappelant qu'il dirige la société avec une excitation intacte. « Cela implique que nous soyons ouverts à l'innovation, d'où la création de notre laboratoire d'innovation, qui doit à la fois faire de la veille et tester les solutions qui arrivent sur le marché. Nous avons dû revoir nos effectifs. Certains de nos employés n'avaient plus les compétences dont nous aurons besoin et nous devons les trouver. » Cynisme ou pragmatisme à l'anglo-saxonne, le dirigeant montre au marché qu'il agit pour le bien futur de la société. Et tente de rassurer. « La période que nous venons de vivre nous montre que nous devons prendre soin de notre famille, de nos proches, des autres. De manière plus soutenue. » Sans faire de vagues, la génération dorée de SES a quitté la scène. De gré ou de force. ■



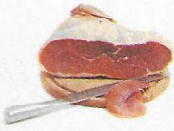
STEVE COLLAR
CEO, SES

« SES a été visionnaire avec le rachat d'O3b. »

Auteur THIERRY LABRO



Du haut de ses 34 ans, il a déjà vécu deux crises économiques. Tom Steffen, associé du groupe éponyme fait partie de cette «génération résiliente» qu'il représente en couverture de *Paperjam*. *«Je plains nos confrères qui n'ont pas d'autres activités pour limiter la casse. Or, c'est quand même un secteur qui génère quelque 3.000 emplois sur l'économie luxembourgeoise»*, déclare celui qui nous a accordé une

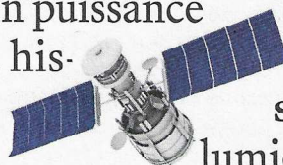


conversation **en page 26**. • Et parmi les facteurs qui poussent les entreprises à devoir faire preuve de résilience, le télétravail n'est pas des moindres. Amené à entrer dans les usages du monde du travail, vanté comme la panacée pour l'équilibre vie privée/vie professionnelle, le travail à distance n'est pas sans conséquences psychologiques et économiques, comme l'indiquent les experts interrogés dans la rubrique Enjeux, **en page 60**. Des facteurs directs et indirects qui jouent en défaveur du climat économique et que

Vincent Bechet regrette sans détour. *«Il est plus que temps de ramener cette crise à sa juste proportion. Lors du lockdown, nos jeunes, bien que moins sensibles au Covid-19, ont été solidaires de nos aînés et ont respecté les consignes. Nous les sacrifions aujourd'hui!»*, estime le *managing partner* d'Inowai

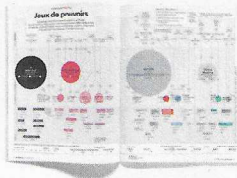


• La volonté et le besoin de transformation de l'un des fleurons de l'ICT au Luxembourg ne datent pas d'hier mais ils s'accroissent avec la montée en puissance de concurrents nommés Netflix ou Disney+ dans le créneau historique de la vidéo. Steve Collar, le CEO de SES, dévoile sa



Décryptage dans un *business case* écrit à la lumière des chiffres décor-

tiqués en collaboration avec Tenzing Partners • Si la pandémie a (re)mis en lumière le besoin des citoyens de disposer d'une information professionnelle et en temps réel, la sphère médiatique continue de se transformer, entre annonce de risque. Coup d'œil en data, au travers des membres de



médias de l'information. • La rédaction de *Paperjam* vous propose aussi des moments de respiration dont nous avons bien besoin actuellement, comme la nouvelle vie de Karen Decker, au plus près des arbres (**en page 116**); les inspirations baroques mais pas toc de Jean-Claude Lazard **en page 106**; et la recette

maison de Julie Reuter et de Lou Bausch (**en page 114**). Une mise en bouche en quelque sorte pour cette nouvelle formule du magazine que nous vous souhaitons agréable à déguster.

