

CAS OBLIGATIONS CONVERTIBLES

FRANCE TELECOM 2004

Si vous souhaitez poser des questions à l'auteur de ce cas, vous pouvez le contacter via la boîte aux lettres du site www.vernimmen.net

Pascal Quiry

Octobre 2004

L'objectif de ce cas est de vous faire réfléchir autour du thème de l'obligation convertible tant du point de vue de l'émetteur et de l'investisseur que de l'analyste financier, à partir de l'exemple de l'obligation convertible émise par France Télécom en septembre 2004.

Bon courage.

ANNEXES

1. Comptes consolidés de France Télécom
2. Actionnariat de France Télécom
3. Paramètres boursiers de France Télécom
4. Cours de bourse de France Télécom depuis 1998
5. Évolution des taux d'intérêt des obligations du secteur privé
6. Évolutions récentes et perspectives d'avenir de France Télécom
7. Le marché des obligations convertibles

Annexe 1 : comptes consolidés de France Télécom

Compte de résultat consolidé

En M€	1999	2000	2001	2002	2003
Chiffre d'affaires	27 233	33 674	43 026	46 630	46 121
<i>Croissance en %</i>		23,7%	27,8%	8,4%	-1,1%
+ Coût des services et produits vendus	(9 686)	(12 733)	(17 619)	(18 558)	(17 223)
+ Frais commerciaux et administratifs	(7 579)	(9 910)	(12 730)	(12 778)	(11 328)
+ Frais de recherche et développement	(593)	(449)	(567)	(576)	(478)
+ Dotation aux amort. des immos corporelles	(4 885)	(5 726)	(6 910)	(7 910)	(7 538)
= Résultat opérationnel	4 490	4 856	5 200	6 808	9 554
+ Résultat financier	(662)	(2 006)	(3 847)	(4 041)	(3 965)
= Résultat courant	3 828	2 850	1 353	2 767	5 589
+ Résultat exceptionnel	551	3 579	(6 470)	(12 929)	(1 343)
+ Impôt sur les sociétés	(1 797)	(1 313)	2 932	(2 499)	2 591
+ Participation des salariés	(135)	(141)	(131)	(148)	(127)
+ Sociétés mises en équivalence	259	(275)	(890)	(367)	(168)
= RN avant amort. des écarts d'acquisition	2 706	4 700	(3 206)	(13 176)	6 542
+ Amortissement des écarts d'acquisition	(136)	(1 092)	(5 788)	(7 730)	(2 814)
+ Intérêts minoritaires	198	52	714	170	(522)
= Résultat net part du Groupe	2 768	3 660	(8 280)	(20 736)	3 206

Annexe 1 : comptes consolidés de France Télécom (suite)

Compte de résultat consolidé en %

En M€	1999	2000	2001	2002	2003
Chiffre d'affaires	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
+ Coût des services et produits vendus	35,6%	37,8%	40,9%	39,8%	37,3%
+ Frais commerciaux et administratifs	27,8%	29,4%	29,6%	27,4%	24,6%
+ Frais de recherche et développement	2,2%	1,3%	1,3%	1,2%	1,0%
+ Dotation aux amort. des immos corporelles	17,9%	17,0%	16,1%	17,0%	16,3%
= Résultat opérationnel	16,5%	14,4%	12,1%	14,6%	20,7%
+ Résultat financier	2,4%	6,0%	8,9%	8,7%	8,6%
= Résultat courant	14,1%	8,5%	3,1%	5,9%	12,1%
+ Résultat exceptionnel	-2,0%	-10,6%	15,0%	27,7%	2,9%
+ Impôt sur les sociétés	6,6%	3,9%	-6,8%	5,4%	-5,6%
+ Participation des salariés	0,5%	0,4%	0,3%	0,3%	0,3%
+ Sociétés mises en équivalence	-1,0%	0,8%	2,1%	0,8%	0,4%
= RN avant amort. des écarts d'acquisition	9,9%	14,0%	-7,5%	-28,3%	14,2%
+ Amortissement des écarts d'acquisition	0,5%	3,2%	13,5%	16,6%	6,1%
+ Intérêts minoritaires	-0,7%	-0,2%	-1,7%	-0,4%	1,1%
= Résultat net part du Groupe	10,2%	10,9%	-19,2%	-44,5%	7,0%

Annexe 1 : comptes consolidés de France Télécom (suite)

Tableau des flux de trésorerie

En M€	2000	2001	2002	2003
Résultat net part du Groupe	3 660	(8 280)	(20 736)	3 206
Amortissement des immobilisations et écarts d'acquisition	6 818	12 698	15 640	10 352
Autres éléments non cash	(6 284)	(2 587)	(9 830)	9 275
= Capacité d'autofinancement	4 194	1 831	(14 926)	22 833
Variation du BFR	8 048	(6 465)	6 851	2 037
Flux d'exploitation (1)	12 242	(4 634)	(8 075)	24 870
Acquisitions d'immobilisations	(11 385)	(4 015)	(12 450)	(1 905)
Autres investissements	(65 810)	(2 081)	8 407	(1 082)
= Flux d'investissement (2)	(77 195)	(6 096)	(4 043)	(2 987)
Flux de trésorerie disponible après frais financiers (1) + (2)	(64 953)	(10 730)	(12 118)	21 883
Augmentation de capital	18 116	0	0	14 894
Réduction de capital	0	0	0	0
Dividendes versés	(1 238)	(1 203)	(472)	(119)
= Réduction de l'endettement net	(48 075)	(11 933)	(12 590)	36 658
Endettement net en début d'exercice	20 179	68 254	80 187	92 777
Endettement net en fin d'exercice	68 254	80 187	92 777	56 119

Annexe 1 : comptes consolidés de France Télécom (suite)

Bilan consolidé

En M€	1999	2000	2001	2002	2003
Immobilisations incorporelles ⁽¹⁾	2 131	52 338	53 152	46 086	42 392
+ Immobilisations corporelles	28 964	34 623	31 728	36 268	30 635
+ Immobilisations financières	9 467	23 978	19 457	10 386	12 348
= Total immobilisations (1)	40 562	110 939	104 337	92 740	85 375
Stocks	3 974	7 607	11 344	5 509	5 415
+ Créances clients	6 884	8 783	7 596	5 474	3 819
- Fournisseurs	12 338	25 918	22 003	20 897	21 185
= BFR (2)	(1 480)	(9 528)	(3 063)	(9 914)	(11 951)
Actif économique (1) + (2)	39 082	101 411	101 274	82 826	73 424
Capitaux propres (3)	18 903	33 157	21 087	(9 951)	17 305
Endettement bancaire et financier net (4)	20 179	68 254	80 187	92 777	56 119
Capitaux employés (3) + (4)	39 082	101 411	101 274	82 826	73 424

⁽¹⁾ Y compris écarts d'acquisition

Annexe 1 : comptes consolidés de France Télécom (suite)

Ratio de rotation du Besoin en fonds de roulement

En M€	1999	2000	2001	2002	2003
Besoin en fonds de roulement	(1 480)	(9 528)	(3 063)	(9 914)	(11 951)
Chiffre d'affaires	27 233	33 674	43 026	46 630	46 121
BFR / CA en jours	-20 jours	-103 jours	-26 jours	-78 jours	-95 jours

Rentabilité

	1999	2000	2001	2002	2003
Résultat opérationnel après impôt / CA	10,7%	9,4%	7,9%	9,5%	13,5%
X					
CA / actif économique	0,70	0,33	0,42	0,56	0,63
= Rentabilité économique après impôt	7,5%	3,1%	3,3%	5,3%	8,5%
Rentabilité des CP après impôts	14,6%	11,0%	-39,3%	208,4%	18,5%
Levier financier (endettement net / CP)	1,07	2,06	3,80	-9,32	3,24

Annexe 2 : actionnariat de France Télécom

Actionnariat de France Télécom au 31 décembre 2003

	<u>Actions</u>	<u>Droits de vote</u>
État + ERAP	54,5%	54,5%
Salariés	2,3%	2,3%
Public	43,2%	43,2%
<u>Total</u>	<u>100,0%</u>	<u>100,0%</u>

Annexe 3 : tableau de bord boursier

Tableau de bord boursier de France Télécom

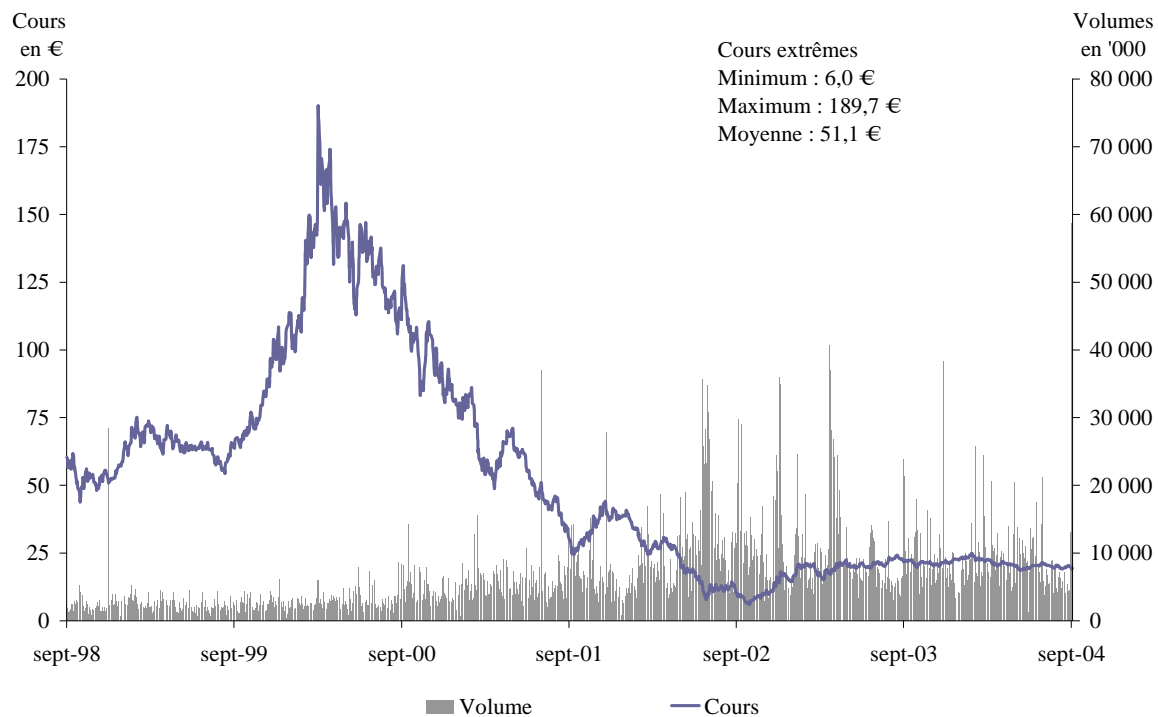
	1999	2000	2001	2002	2003
Cours plus haut (€)	113,7	189,7	86,0	40,8	24,3
Cours plus bas (€)	54,6	79,6	24,3	6,0	14,5
Cours moyen (€)	71,3	121,6	50,1	18,3	20,6
Nombre d'actions (M)	1 024,6	1 069,8	1 153,8	1 172,2	2 025,5
Bénéfice net par action (€)	2,7	3,4	(7,2)	(17,7)	1,6
PER	26,4	35,5	(7,0)	(1,0)	13,0
Dividende par action (€)	1,00	1,00	1,00	0,00	0,25
Rendement en %	1,4%	0,8%	2,0%	0,0%	1,2%
Taux de distribution	37,0%	29,2%	ns	0,0%	15,8%
Capitalisation boursière (M€)	73 051	130 109	57 846	21 429	41 781
Capitaux propres comptables (M€)	18 903	33 157	21 087	(9 951)	17 305
Capitalisation boursière / CP comptables	3,9	3,9	2,7	-2,2	2,4

Données au 1^{er} septembre 2004

OAT 10 ans : 4,0 % - Prime de risque de marché : 5,8 % - β de France Télécom : 1,22 - Taux d'inflation : 2,0 %

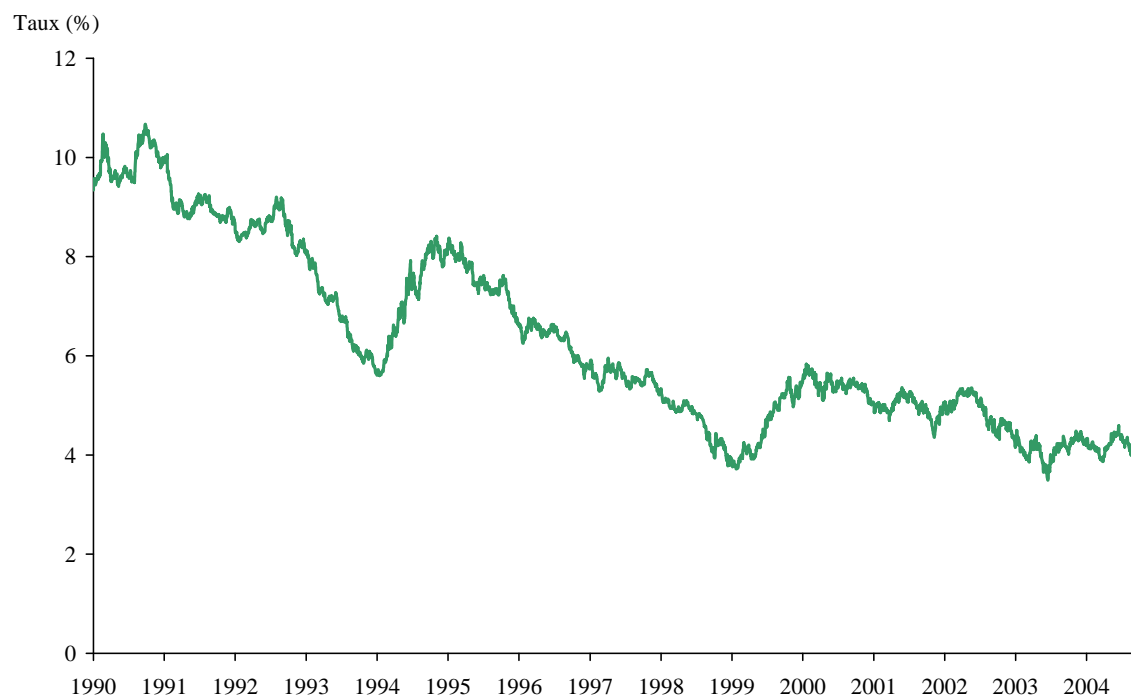
Annexe 4 : cours de bourse de France Télécom

Évolution du cours de bourse de France Télécom depuis le 1^{er} septembre 1998



Annexe 5 : évolution des taux d'intérêt des obligations du secteur privé

Évolution des taux d'intérêt des obligations du secteur privé depuis 1990



Annexe 6 : évolution récente et perspectives d'avenir du groupe France Télécom

Remaniée à la fin de l'année 2002, la Direction de France Télécom a mis en oeuvre le Plan "Ambition FT 2005" afin de transformer en profondeur le groupe, en privilégiant trois grandes priorités :

- Un programme d'amélioration opérationnelle "TOP", dont l'ambition est de dégager sur la période 2003-2005 plus de 15 milliards d'euros de flux net de trésorerie généré par l'activité, net du flux net de trésorerie affecté aux opérations d'investissement.
- Un renforcement de la structure financière du Groupe avec le plan "15 + 15 + 15":
 - Plus de 15 milliards d'euros de flux net de trésorerie, générés grâce au programme "TOP", et affectés à la réduction de la dette ;
 - 15 milliards d'euros de renforcement des fonds propres, l'État-actionnaire participant à hauteur de sa participation, soit environ 9 milliards d'euros ;
 - 15 milliards d'euros de refinancement de la dette.
- Une stratégie ayant pour priorité la satisfaction du client et une gestion opérationnelle intégrée des actifs du Groupe, leaders sur leurs principaux marchés avec des marques fortes comme France Télécom, Orange, Wanadoo et Equant. La Direction à l'intention de céder les actifs peu stratégiques et de développer des partenariats stratégiques dans les domaines qui ne relèvent pas du coeur d'activité de France Télécom.

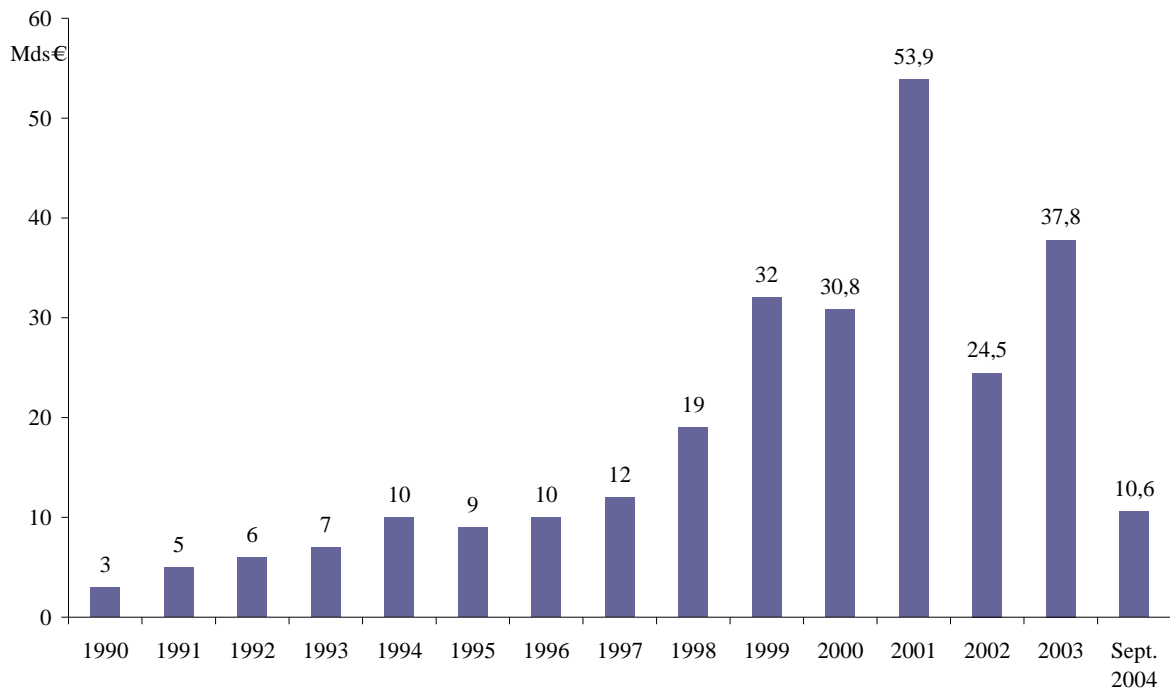
L'objectif de ces trois actions menées en parallèle est de retrouver, à l'horizon 2005, un ratio dette financière nette consolidée / résultat d'exploitation avant amortissements compris entre 1,5 et 2.

Annexe 7 : le marché des obligations convertibles

1. Développement du marché européen

Depuis 1993, les obligations convertibles ont permis aux investisseurs de réaliser des taux de rendement annuels de 15 - 20 %. Jusqu'en 1993, la majorité des investisseurs en convertibles étaient des investisseurs traditionnels en actions qui recherchaient un niveau de revenu régulier supplémentaire, ou des investisseurs en obligations à taux fixe. Depuis, de nombreux fonds dédiés aux obligations convertibles ont été créés.

Émissions d'obligations convertibles en Europe depuis 1990 (en Mds€)



2. Le marché des convertibles au 1^{er} semestre 2004

Un marché primaire...

- Atone et qui ne compense pas les amortissements (€10.6Mds émis vs. €24.1Mds remboursés à ce jour)
- Plus orienté vers la monétisation d'actifs non stratégiques que le refinancement de dette ou financement de croissance (€4.5Mds d'Échangeables vs. €6.1Mds de Convertibles)
- Dominé par la Banque et l'Assurance (41%) et les Telecom (20%)

L'Allemagne confirme sa position de leader acquise en 2003 (28% des émissions 2004) suivie de l'Italie (17% des émissions).

Un marché secondaire ...

- Qui continue à pâtir d'une très forte contraction de la volatilité
- Une reprise sensible de la distribution des dividendes
- Ayant enregistré une performance médiocre depuis le début de l'année (+1% pour l'Indice BNP Paribas des Obligations Convertibles européennes)

Un gisement des convertibles :

- dont les primes ont retrouvé leur niveaux de fin 2003 après une baisse en début/milieu d'année
- et qui ne peut plus compter sur un resserrement plus fort des crédits

De nombreux Call et Put ont été exercés (Call: Arcelor 3% 2006, Bouygues 1.7% 2006, Colt Tel 2% 2005 et 2006, etc. ; Puts : STM 0% 2009, TI/TIM 1% 2006, etc.)