

Quelques éléments de corrigé du cas obligations convertibles France Télécom

Pascal Quiry

1. Procédez à une rapide analyse financière du groupe France Télécom

France Télécom est un leader historique sur le marché français de la téléphonie. Il s'est engagé au cours des 5 dernières années dans une stratégie de très forte croissance, notamment par l'intermédiaire d'acquisitions comme celle d'Orange. Ainsi le chiffre d'affaires a-t-il presque doublé entre 1999 et 2003, soit **un taux de croissance annuelle moyen d'environ 14 %**.

Dans ce contexte de forte croissance, France Télécom a non seulement maintenu mais a en plus **amélioré sa rentabilité**. Ainsi, la marge opérationnelle, bien que fluctuante, passe de 16,5% en 1999 à près de 21% en 2003, grâce à une bonne maîtrise du coût des services et produits vendus et diminution des frais commerciaux et administratifs. Le résultat net est fortement impacté par le résultat exceptionnel et l'amortissement des écarts d'acquisition à la suite de certaines acquisitions (Orange notamment).

Pour soutenir cette croissance, France Télécom a mené **une politique d'investissements conséquents** : l'actif immobilisé a ainsi crû en moyenne de 20,4% par an entre 1999 et 2003. Notons que la forte hausse des immobilisations incorporelles s'explique par les écarts d'acquisition créés, entre autres, par le rachat d'Orange.

Pour financer cette très forte croissance, France Télécom s'est appuyé sur la baisse de son BFR, qui est négatif en raison de l'activité commerciale grand public du Groupe : il est passé de - 20 jours de chiffre d'affaires à - 95 jours en 4 ans. Cependant, les principales ressources sont externes : le flux de trésorerie d'exploitation n'a augmenté que de 8,7 % par an pendant la période, alors que l'endettement net a quadruplé entre 1999 et 2001 : l'endettement net représentait alors 3,8 x les capitaux propres comptables et 10,8 x la CAF ! Une telle situation a fragilisé le groupe, qui a dû recourir à une forte recapitalisation en 2003 : les ratios sont retombés à respectivement 3,2 x et 5,6 x.

Les difficultés financières des années 2000, 2001 et 2002, s'expliquent entre autres par une forte diminution de la rentabilité économique de France Télécom. Elle est ainsi passée de 7,5% en 1999 à 3,3% en 2001, avant de remonter par la suite. Une telle baisse s'explique à la fois par une dégradation de la rotation de l'actif économique et par une diminution jusqu'en 2001 de la marge opérationnelle. La rentabilité des capitaux propres, si on exclut les années 2001 et 2002 qui ont été exceptionnelles, est en légère augmentation : le recours à l'effet de levier a permis d'accroître la rentabilité financière. Cela dit, en 2003 à 18,5 %, elle est très surévaluée puisqu'en 2001 et 2002, France Télécom a déclaré des pertes cumulées pour 29 Md€ qui ont réduit d'autant ses capitaux propres comptables, sans pour autant que les actionnaires renoncent à recevoir une rémunération sur ces capitaux propres "perdus". Redressée de ce phénomène, la rentabilité des capitaux propres n'est que de 6,9 %, soit moins que le coût des capitaux propres (11,1 %).

2. Procédez à une rapide analyse boursière du titre France Télécom

L'évolution du cours de l'action France Télécom est impressionnante : le cours est passé de 29 € début septembre 1998 à près de 190 € le 2 mars 2000, soit une hausse de plus de 550 % ! Le titre a fortement chuté par la suite, atteignant un plus bas à 6 € en septembre 2002 (-97 %). Le cours a ensuite augmenté régulièrement, pour valoir environ 19 € au moment de l'émission des obligations convertibles.

Une telle évolution du titre s'explique moins par des perspectives financières ou opérationnelles prometteuses que par la simple ferveur spéculative à l'égard des valeurs dites « technologiques », qui a culminé lors de l'acquisition d'Orange en 2000. La bulle Internet s'est violemment dégonflé à partir de mars 2000.

Fin 2003, France Télécom est rentré dans le rang avec un PER d'une société à maturité (13) et un taux de distribution qui revient progressivement vers la normale. Son *price book ratio* de 2,4 renvoie à une rentabilité des capitaux propres (18,5 % en 2003) largement supérieure au coût des capitaux propres (11,1 % = 4 % + 1,22 x 5,8 %). Redressé des 29 Md€ de capitaux propres perdus entre 2001 et 2003, le PBR n'est plus que de 0,9, chiffre logique compte tenu d'un coût des capitaux propres supérieur en 2003 (à 11,1 %) à la rentabilité des capitaux propres (avant imputation des pertes 2001 et 2002).

3. Comment évaluer une obligation convertible ? Pourquoi celle-ci peut-elle avoir un taux de rendement actuariel plus faible que celui d'une obligation classique à taux fixe sans possibilité de conversion en actions ?

Il y a deux principales composantes d'une obligation convertible :

- La première est l'obligation nue, dont le prix est une simple valeur actuelle des coupons et du remboursement du nominal. Ce qui constitue la partie « taux fixe » de ce produit.
- La seconde est la partie optionnelle. Il s'agit d'une option d'achat sur les actions de la société. La partie optionnelle est évaluée selon les modèles comme celui de Black & Scholes.

Le taux de rendement actuariel est plus faible que celui d'une obligation classique, parce que l'obligation convertible, grâce à la partie optionnelle, permet aux investisseurs de participer à la hausse du cours de l'action. Ceci compense le rendement actuariel plus faible.

4. Analysez l'obligation convertible de France Télécom comme un produit financier pour l'investisseur en terme de risque et de rentabilité.

Pour les investisseurs, l'obligation convertible représente un investissement plus risqué que les obligations classiques car elle fait appel à la valeur boursière du titre. Ainsi, si le titre s'apprécie beaucoup et qu'il y a conversion, la rentabilité sera supérieure à celle d'une obligation classique. Mais si le cours n'atteint pas ce niveau de conversion, l'obligation convertible se comportera comme une obligation classique avec comme nous l'avons vu, un rendement inférieur.

Par contre, cet investissement est moins risqué qu'un investissement actions, car l'obligation convertible protège l'investisseur contre la chute du cours de bourse : si le prix de l'action passe en dessous du seuil de conversion, il n'exerce pas son option et touchera la rentabilité de l'obligation nue. En contrepartie, la rentabilité de l'obligation convertible est inférieure à celle d'une action en cas d'appréciation forte du titre en bourse car l'investisseur ne profite que d'une partie de cette hausse, au-delà du seuil de conversion.

NB : La clause de remboursement anticipé à partir du 1^{er} janvier 2007 auprès de France Télécom n'est pas un call sur l'obligation convertible. Simplement si le cours de l'action a suffisamment monté (130% du nominal soit 33,56 €), France Télécom peut forcer la conversion afin de « nettoyer » une ligne de cotation. En demandant le remboursement anticipé France Télécom force l'investisseur à choisir entre recevoir maintenant 2581 euros ou 100 actions pour une valeur totale supérieure à 3356 euros. Devinez le choix qui sera fait ? C'est ce que l'on appelle « une clause de forçage ».

5. Quelle est la progression moyenne nécessaire du cours de l'action France Télécom pour qu'à l'échéance de l'obligation convertible celle-ci soit convertie en actions ? Si le coût des capitaux propres de France Télécom est égal à 11 % et le taux de rendement de l'action France Télécom à 1,50 %, la probabilité que l'obligation convertible soit remboursée en actions est-elle inférieure ou supérieure à 50 % ? Pourquoi ?

La progression annuelle moyenne nécessaire du cours de l'action France Télécom pour exercer l'option à l'échéance est au minimum de 7,30 %.

Si le coût des capitaux propres de France Télécom est de 11 %, avec un taux de rendement de 1,5 %, la progression annuelle du cours de l'action attendue par le marché est de 11% - 1,5%, soit environ 9,5 %. La probabilité que l'obligation convertible soit remboursée en actions semble alors plutôt supérieure à 50%.

PS : Ce n'est pas parce que dans le passé le cours de l'action France Télécom a pu monter de 500 % en deux ans, qu'il réitérera à l'avenir cette performance. Et si cela était anticipé, cela serait déjà dans les cours. Dans le cadre des marchés en équilibre, le cours de l'action doit progresser en moyenne période, du coût des capitaux propres défalqué du taux de rendement.

6. Quel est le coût comptable de l'obligation convertible pour France Télécom ? Quel est son coût financier ou comment le calculer? Pourquoi ?

Le coût comptable de l'obligation convertible France Télécom correspond au taux de rendement actuariel de l'emprunt, à savoir 1,60 %.

Le coût financier de l'obligation convertible de France Télécom diffère du coût comptable en raison de la présence de l'option d'achat attachée à l'obligation.

Cette option a bien sûr un coût puisqu'elle peut permettre, le moment venu, de souscrire à des actions à un prix (2581 euros) inférieur à leur valeur marchande du moment. Puisque le risque de l'obligation convertible est intermédiaire entre le risque de l'obligation nue et celui de l'action, le coût financier de l'obligation convertible se situe ex-ante entre 3,90 % (coût de l'obligation nue) et 11 % (coût des capitaux propres).

7. Sous quelles conditions l'obligation convertible permet-elle de baisser le coût du capital de France Télécom ? Pourquoi ?

Selon Modigliani-Miller, le coût du capital (WACC) dépend du risque de l'actif et pas de la manière dont on le finance. En théorie, l'émission de l'obligation convertible ne doit pas influencer sur le coût du capital de France Télécom.

Pour que l'émission d'obligation convertible baisse véritablement le coût du capital de France Télécom, il faut que les marchés ne soient plus à l'équilibre. Autrement dit, il faut qu'il y ait un déséquilibre passager qui ferait que les investisseurs soient très friands de l'oc., et que la demande soit supérieure à l'offre. Cet état de fait ferait baisser le coût de l'oc. en dessous de ce qu'il devrait être (compte tenu de ce risque bien sûr). Ainsi, en étant opportuniste, France Télécom, en émettant des obligations convertibles, se procurerait un financement bon marché, compte tenu du risque, ce qui baisserait son coût du capital.

Ou autrement dit :

L'oc. servant un taux inférieur à une obligation classique (1,60 % au lieu de 3,90 %), elle tend à faire diminuer le coût de la dette France Télécom.

Toutefois, elle va parallèlement tendre à augmenter les coûts des capitaux propres, les exigences de rentabilité des actionnaires augmentant (avec la hausse du risque pris).

Dès lors, l'oc. ne permettra de baisser le coût du capital de France Télécom que si son prix d'émission est supérieur à sa valeur de marché.

8. Pourquoi France Télécom a-t-il choisi fin 2004 de se financer par une obligation convertible ?

France Télécom a choisi d'émettre une obligation convertible pour des raisons conjoncturelles et des raisons propres à sa situation financière.

- Au niveau conjoncturel, les taux d'intérêts sont très faibles et en baisse constante depuis la fin de l'année 2000. Ainsi, le taux de refinancement de la Banque Centrale Européenne a atteint un maximum de 4,75% en octobre 2000, contre 2% en octobre 2004. Une telle conjoncture est une fenêtre très favorable pour l'émission de dette. Par ailleurs, à l'automne 2004, la situation des marchés financiers ne permet pas de lever des fonds par une augmentation de capital en raison de perspectives économiques incertaines. Ainsi, l'indice CAC40 a progressé dans un « tunnel » 3500-3700 entre janvier et septembre 2004. Par conséquent, la demande en titres equity étant limitée, une augmentation de capital serait sans doute coûteuse (se ferait à un discount trop important). Après plusieurs années de « vaches maigres », les marchés ont des liquidités à investir mais préféreront des titres au rendement garanti au moins partiellement. Enfin, les années 2000 ont vu le développement de certains fonds de gestion spécialisés dans les obligations convertibles (hedge funds).

- Au niveau propre à France Télécom : il est question que l'État cède une partie de sa participation dans le capital, ce qui du même coup augmenterait le coût de financement de France Télécom (l'État étant une signature relativement sûre pour un créancier). Par conséquent, France Télécom bénéficie encore, mais pour peu de temps, de cette situation favorable. Par ailleurs, le Groupe a lancé en 2003 une augmentation de capital et une émission de dette importantes (deux fois 15Mds€), dans le cadre de son programme « 15+15+15 ». De nouvelles émissions similaires semblent difficiles. Enfin, les marchés financiers ont en tête l'évolution passée du titre France Télécom, et la « garantie » à la baisse apportée par une obligation convertible, ainsi que le potentiel de croissance de l'action que pourrait capter une obligation convertible semblent intéressants.

Le timing semble donc très opportuniste car le marché hésitant sur la hausse des cours de bourse, est très preneur de produits qui offrent une protection à la baisse avec une participation à la hausse.

9. En analyse financière, considérez-vous que les obligations convertibles font partie des capitaux propres ou de l'endettement bancaire et financier ? Pourquoi ? Vous pouvez tenir compte du cours de bourse de l'action France Télécom dans votre réponse.

Tant que le cours de bourse reste en dessous de la valeur nominale de l'obligation, cette dernière doit être considérée comme de la dette. Son rang de garantie est le même qu'une dette normale.

En revanche, à partir du moment où le cours dépasse le nominal, l'obligation convertible est une « action potentielle », et donc elle doit être envisagée comme faisant partie des capitaux propres. On voit en effet qu'elle se comporte comme une action, sur les marchés, à partir de ce moment là.

Question subsidiaire : Pourquoi dans le Vernimmen le chapitre consacré aux obligations convertibles est-il sous-titré « un peu de magie » ?

L'obligation convertible à première vue semble être la panacée pour tout le monde : l'investisseur espère gagner sans jamais perdre et l'émetteur émet à moindre frais.

Or, il n'y a pas de « free lunch », tout se paye. L'émetteur risque d'émettre des actions vraiment pas chères, par rapport au cours de bourse, l'investisseur risque de se retrouver avec un rendement inférieur à celui d'une OAT et il a payé le call !