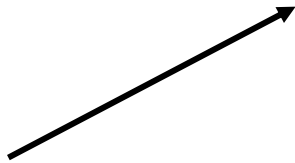


La liquidité du bilan de l'entreprise et son impact sur la valeur de l'entreprise

Pascal Quiry

Lundi 22 mars 2010

Avant 2008, on pouvait résumer comme suit l'état de la recherche aboutie sur ce sujet :



Ceci est le vide !

Les évènements de 2008 ont accéléré des réflexions qui permettent aujourd'hui de présenter un cadre conceptuel qui tient la route et capable d'applications pratiques.

Un préalable : le modèle de Robert Merton (1973).

Les capitaux propres peuvent être analysés comme une option d'achat de l'actif économique dont le prix d'exercice est égal au montant de la dette à rembourser et dont la maturité égale celle de la dette.

Pouvant s'assimiler et se valoriser comme option, la valeur des capitaux propres peut se décomposer en une valeur temporelle et une valeur intrinsèque. Cette approche est d'autant plus pertinente que le montant des dettes à rembourser est proche de la valeur de l'actif économique, autrement dit que l'entreprise est en difficulté !

Un exemple :

<i>Instant</i>	<i>1</i>	<i>2</i>	<i>3</i>	Augmentation de capital de 30 pour rembourser la dette	Variation de valeur
Valeur de l'actif économique	100	30	10	10	
Montant de la dette à rembourser dans 2 ans	30	30	30	0	
Valeur de la dette	30	20	8	0	+ 22
Valeur des capitaux propres	70	10	2	10	+ 8 # + 30
- dont valeur intrinsèque	70	0	0	10	+ 10
- dont valeur temporelle	0	10	2	0	- 2

L'annonce de l'augmentation de capital se traduit par une chute de la valeur des actions à cause d'un transfert de valeur au profit des prêteurs et au détriment des actionnaires.

La valeur de la dette peut aussi s'analyser en terme d'options.

Qu'est-ce qu'une dette : un placement au taux de l'argent sans risque assorti de la vente par les prêteurs aux actionnaires d'une option de vente de l'actif économique dont le prix d'exercice correspond au montant de la dette à rembourser.

En cas de faillite en effet, les actionnaires exercent cette option de vente de l'actif économique qui est acquis par le prêteur pour tout solde du remboursement de la dette.

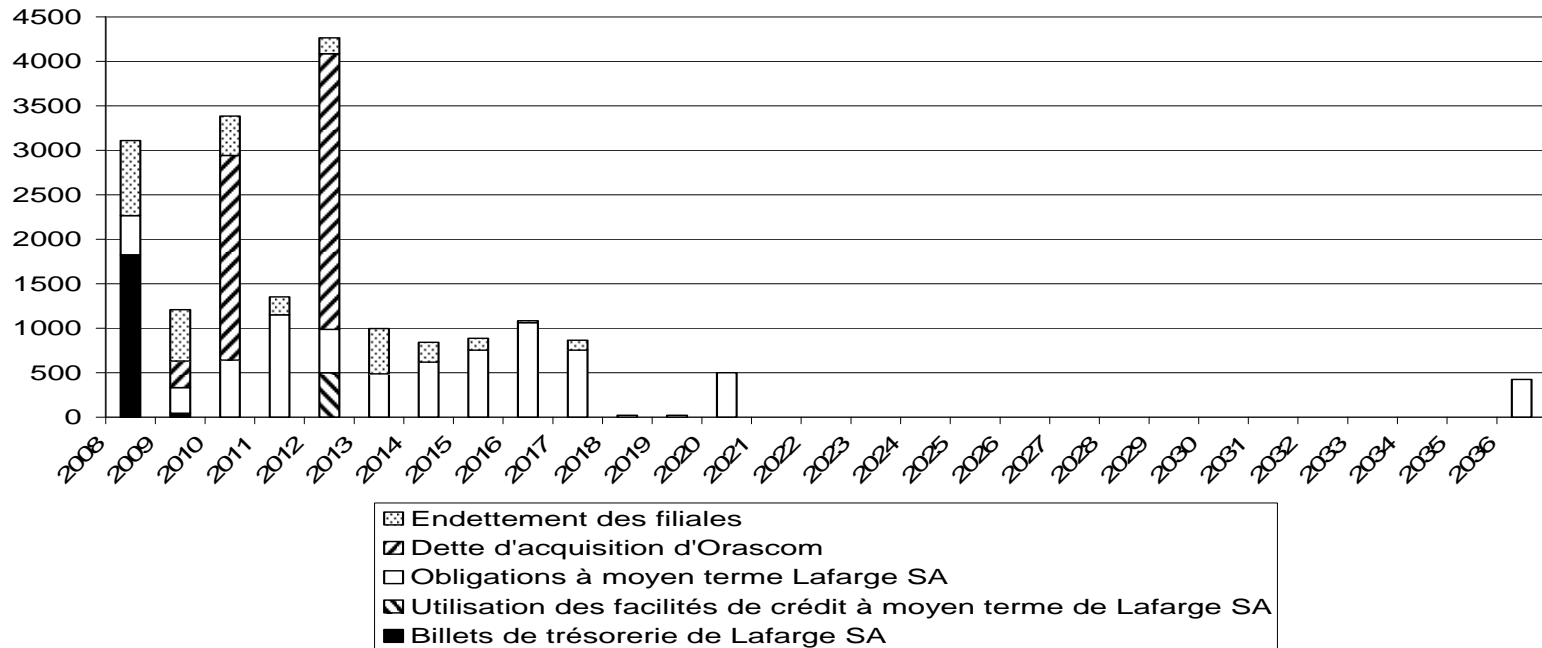
L'exemple de Lafarge à la fin septembre 2008 :

En M€	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Cash disponible et lignes de crédit non tirées au 30.09.2008	2 800					
Flux de trésorerie disponibles après frais financiers	400 (**)	1 648	1 697	1 748	1 801	1 855
Dividende	0 (*)	- 850	- 876	- 902	- 929	- 957
Remboursement de la dette	- 3 110 (**)	- 1 208	- 3 385	- 1 351	- 4 265	- 957
Solde annuel	100	- 410	- 2 564	- 505	- 3 293	- 59
Cumul	100	- 310	- 2 874	- 3 379	- 6 672	- 6 731
Cumul avec un dividende nul	100	540	- 1 148	- 751	- 3 115	- 2 217

(*) Car déjà payé au second trimestre 2008.

(**) Au quatrième semestre 2008.

Structure de l'endettement de Lafarge au 30 septembre 2008 (en M€) :

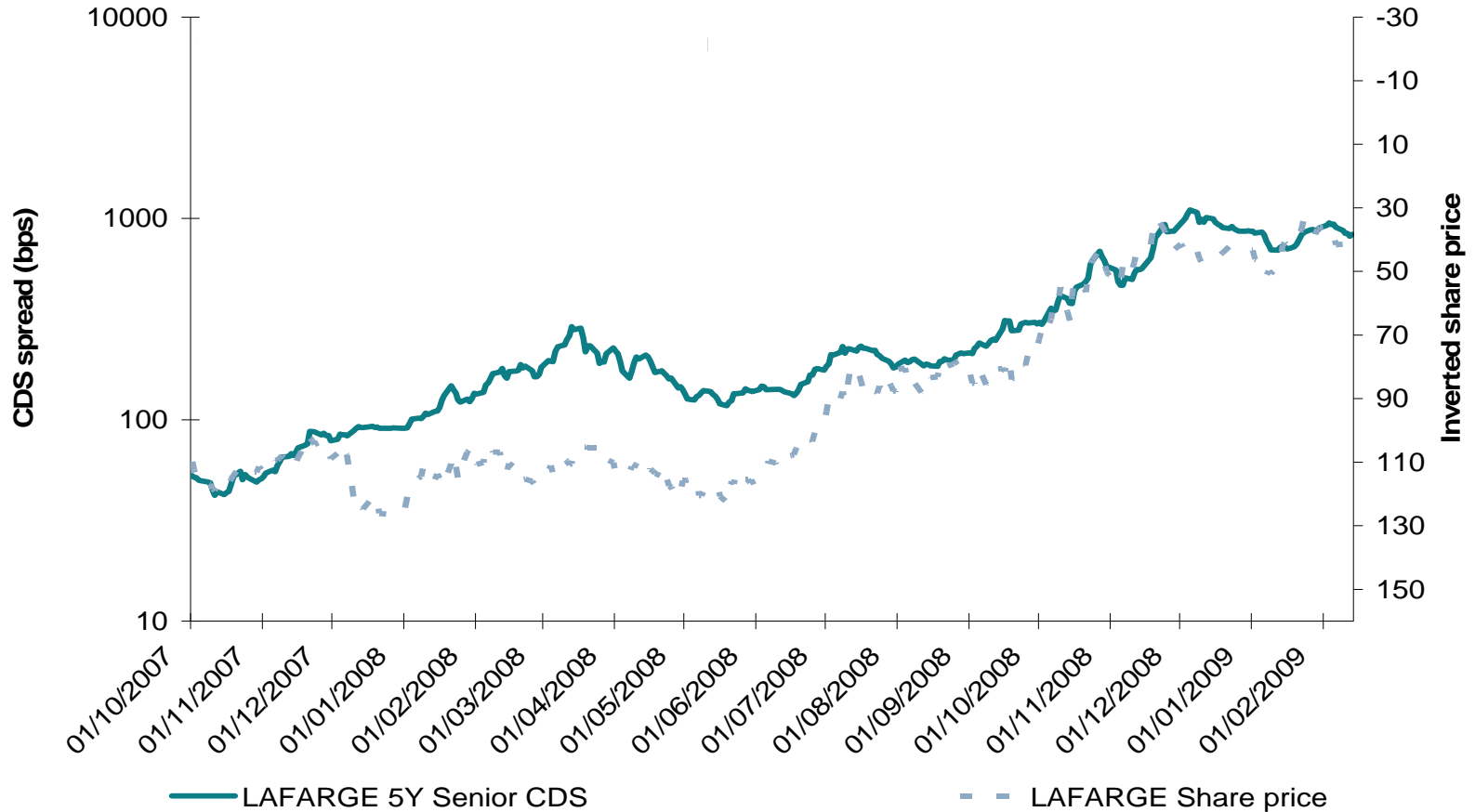


Fin janvier 2008, Standard & Poor's a baissé la notation de l'endettement long terme de Lafarge de BBB à BBB – avec une perspective négative.

La notation de l'endettement à court terme est restée à A – 3.

1. Du fait du financement de l'acquisition d'Orascom Cement fin 2007, Lafarge est confronté à une crise de liquidité (mais non de solvabilité) qui inquiète les investisseurs.
2. Ceux-ci vendent leurs actions.
3. Ce qui fait baisser la valeur de l'actif économique.
4. Donc la valeur de la dette.
5. Pour ce protéger, les créanciers achètent des CDS ou vendent des actions à découvert.

Cours de l'action Lafarge et du CDS Lafarge



6. Le coût du crédit potentiel pour Lafarge monte.
7. La valeur des actions diminue.
8. Donc celle de l'actif économique.
9. Et celle des dettes.
10. Etc ...

Alors que Lafarge a le meilleur profil de croissance de ses cash flows compte tenu de son rachat d'Orascom Cement, les ratios de valorisation de son actif économique sont les plus petits du secteur !

Groupe	Devises	Capitalisation boursière	Valeur de l'actif économique Vae	Vae/Ventes		Vae/EBE		Vae/Résultat d'exploitation		PER	
				2008e	2009e	2008e	2009e	2008e	2009e	2008e	2009e
Lafarge	€m	7 920	27 666	1,5 x	1,5 x	5,9 x	6,6 x	7,7 x	8,9 x	4,4 x	6,0 x
Holcim	SFm	13 470	32 742	1,3 x	1,4 x	5,9 x	6,8 x	8,5 x	10,8 x	6,8 x	9,6 x
Cemex	US \$m	6 461	28 336	1,3 x	1,5 x	6,5 x	7,6 x	11,2 x	14,8 x	9,8 x	8,2 x
Heidelberg	€m	3 761	17 257	1,2 x	1,3 x	6,2 x	7,5 x	8,7 x	11,4 x	4,5 x	7,3 x

On sait que Lafarge devra refinancer sa dette à court terme, mais à quel taux ?

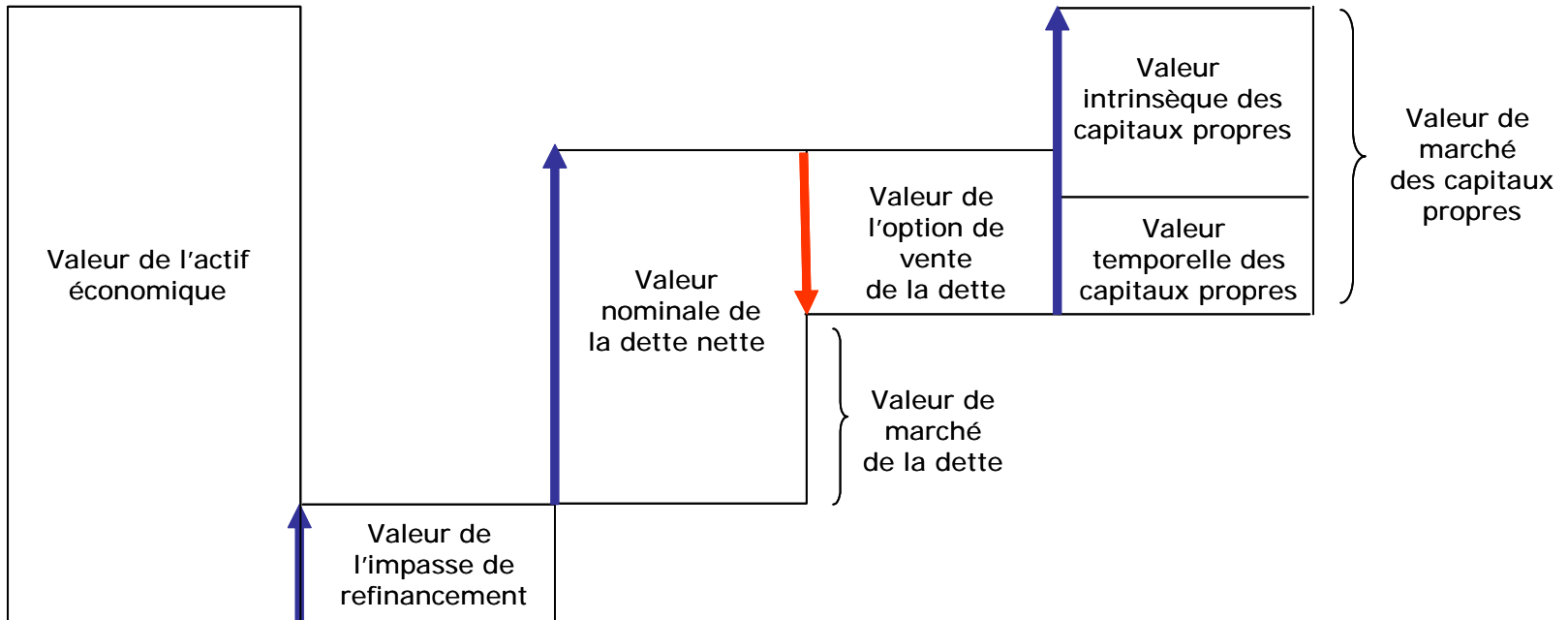
En fait, face à des flux de trésorerie disponibles dégagés par son activité, qui ne peuvent se produire que si le groupe ne fait pas faillite dans l'intervalle, Lafarge est exposé à une incertitude sur le coût de la nouvelle dette qui ne cesse de monter dans ce qui s'apparente à une spirale infernale.

Ce problème de liquidité fait comme si Lafarge était dans un swap dans lequel il reçoit les flux de trésorerie disponibles générés par son activité (fixe) et paie un taux d'intérêt sur sa dette (variable car on ne le connaît pas encore).

Comme ce taux devient de plus en plus élevé, ce swap devient de plus en plus perdant pour Lafarge. C'est donc un passif pour lui qui réduit d'autant la valeur de ses capitaux propres.

La valeur de marché de ce swap perdant pour Lafarge représente l'impact de son impasse de financement sur la valeur de son action.

Yann Aït Mokhtar qui est le premier à l'avoir modélisé, l'a appelé l'ALRG (l'Asset Liability Refinancing Gap).



Un exemple caricatural :

<i>Instant</i>	1	2	3	4	5	6	7	8	Augmentation de capital de 10 pour se désendetter	Variation de valeur
V_{AE}	100	90	80	70	60	50	50	50		50
V_{CP}	50	40	34	28	20	13	11	9		$9 + 10 + 13 - 3 = 29$
V_D	50	50	46	40	36	30	29	28		$28 - 10 + 3 = 21$
V_{ALRG}	0	0	0	2	4	7	10	13		$13 - 13 = 0$

Alors que le modèle de Merton postulait une baisse de la valeur de l'action à l'annonce de l'augmentation de capital, le modèle ALRG explique pourquoi une hausse des cours est possible quand la valeur du transfert de valeur au détriment des actionnaires et au profit des créanciers est plus faible que la valeur de l'impasse de refinancement.

C'est le cas de Lafarge.

Le 20 février 2009, Lafarge annonce avec ses résultats 2008 une augmentation de capital de 1,5 Md€ pour se désendetter et garder sa notation *investment grade*, sans bris de *covenants*. Par ailleurs, des cessions (1 Md€), une réduction du dividende (0,4 Md€), des réductions d'investissements, de coûts et de BFR (0,5 Md€) sont annoncés.

Le cours de bourse réagit très bien : il ne baisse pas (aurait été logique selon le modèle de Merton) mais au contraire il monte puisque dans les six mois suivants il surperforme son indice sectoriel de 45 % alors qu'il l'avait sous performé de 22 % dans les six mois précédents.

Cours de Lafarge et de son indice sectoriel d'août 2008 à août 2009



Quelques semaines après, Lafarge lance plusieurs emprunts obligataires pour environ 2,5 Md€ de durée entre 5 et 8 ans qui achèvent de faire disparaître le risque de liquidité.

La valeur de l'ALRG disparaît rapidement sous l'effet de rachats d'actions vendues à découvert pour se protéger contre le risque du crédit (baisse des CDS).

Cours de l'action et du CDS Lafarge

