

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.

QUESTIONS

1. Procédez à une rapide analyse financière du groupe France Télécom.
2. Procédez à une rapide analyse boursière du titre France Télécom.
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 ?
4. Analysez l'obligation convertible de France Télécom comme un produit financier pour l'investisseur en terme de risque et de rentabilité.
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 ?
6. Quel est le coût comptable de l'obligation convertible pour France Télécom ? Quel est son coût financier ou comment le calculer ? Pourquoi ? Que pensez-vous alors de la seconde phrase du paragraphe "But de l'émission", page 8 du cas ?
7. Sous quelles conditions l'obligation convertible permet-elle de baisser le coût du capital de France Télécom ? Pourquoi ?
8. Pourquoi France Télécom a-t-il choisi fin 2004 de se financer par une convertible ?
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.

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

Présentation de France Télécom

France Télécom est le leader français des services de télécommunications et occupe une des premières places en Europe. Le Groupe possède un portefeuille complet d'activités (fixe, données, mobile, Internet), couvrant tous les segments de clientèle (grand public, petites et moyennes entreprises, multinationales) et tous les usages (personnels, domestiques, professionnels). Leader en France et en Pologne dans tous ses domaines d'activité, France Télécom est n°1 au Royaume-Uni par le nombre de clients dans les mobiles et l'accès à Internet grand public, et occupe des positions de premier plan en Europe dans l'accès à Internet et les mobiles.

France Télécom est coté sur le Premier marché d'Euronext Paris et sur le New York Stock Exchange depuis octobre 1997, date à laquelle l'État a vendu 25 % des actions qu'il détenait au public et aux salariés de France Télécom. Au 31 décembre 2003, environ 54,5 % des actions France Télécom étaient directement ou indirectement détenues par l'État.

Au cours des dernières années, le domaine d'activité de France Télécom et son environnement réglementaire et concurrentiel ont connu des changements significatifs. Les secteurs du marché des télécommunications en France sont ouverts à la concurrence depuis le 1^{er} janvier 1998 (à l'exception des communications locales ouvertes à la concurrence le 1^{er} janvier 2002), alors qu'auparavant France Télécom détenait un monopole sur la fourniture de services de téléphonie fixe. En outre, les modalités de la concurrence ont évolué en fonction des décisions prises par l'Autorité de régulation des télécommunications (l'ART).

Aujourd'hui, l'activité de France Télécom est répartie en 6 segments :

- La **téléphonie mobile** avec Orange. Ce segment rassemble les activités de téléphonie mobile dans le monde, en France et au Royaume-Uni, qui ont été apportées à Orange S.A. depuis 2000, à la suite de l'acquisition d'Orange plc. par France Télécom fin août 2000. Ce segment représente 35 % du chiffre d'affaires réalisé en 2003.
- L'accès à **Internet** avec Wanadoo. Ce segment comprend les services d'accès à Internet, les portails, les sites marchands, les annuaires, activités regroupées sous Wanadoo S.A. depuis 2000. Il représente 5 % du chiffre d'affaires 2003.

- Le segment « **Fixe, Distribution, Réseaux, Grands Comptes et Opérateurs** » qui regroupe les services fixes du groupe France Télécom principalement en France, en particulier la téléphonie fixe, les services aux opérateurs, les services aux entreprises, la télévision par câble, la vente et la location d'équipements, ainsi que les fonctions supports (dont les services de recherche et développement) et la division Systèmes d'information. Ce segment représente 43 % du chiffre d'affaires 2003.
- Le segment "**Equant**" (5 % du chiffre d'affaires 2003) qui regroupe les activités du nouvel Equant, constitué après la fusion avec Global One réalisée le 1^{er} juillet 2001, dans le domaine des services mondiaux de transmission de données aux entreprises.
- Le segment "**TP Group**" qui rassemble, depuis avril 2002, TP S.A., l'opérateur historique polonais, et ses filiales, dont principalement PTK Centertel pour les activités mobiles. Ce segment représente 8 % du chiffre d'affaires 2003.
- Le segment "**Autres International**" qui regroupe les autres filiales dans le reste du monde, dont les activités sont principalement les activités de téléphonie fixe hors de France, ainsi que certaines activités mobiles du groupe France Télécom non apportées à sa filiale Orange S.A. Ce segment représente 3 % du chiffre d'affaires 2003.

Au 3 septembre 2004, la capitalisation boursière de France Télécom était d'environ 48 Mds€.

Principales caractéristiques des obligations convertibles France Télécom

Émetteur – France Télécom.

Montant nominal de l'émission d'obligations – Le montant nominal total de l'émission d'obligations est de 1 000 000 707 euros, susceptible d'être porté à 1 150 000 684 euros en cas d'exercice en totalité de l'option de surallocation consentie aux Chefs de file Teneurs de Livre Associés¹.

Nombre d'obligations à émettre – 387 447 obligations, susceptible d'être porté à 445 564 obligations (compte tenu de l'option de surallocation).

Nominal unitaire des obligations – La valeur nominale unitaire des obligations a été fixée à 2 581 euros, faisant ressortir une prime de 35,49 % par rapport au prix de cent (100) actions France Télécom au 1^{er} septembre 2004.

Absence de droit préférentiel de souscription et délai de priorité – L'assemblée générale mixte du 25 février 2003 a supprimé le droit préférentiel de souscription des actionnaires. Il n'est pas prévu de délai de priorité.

Intention des principaux actionnaires – À la connaissance de la Société, aucun actionnaire n'a fait part de son intention de souscrire à la présente émission d'obligations, y compris l'État et l'ERAP.

Période de souscription – Le placement des obligations auprès d'investisseurs institutionnels a été effectué le 1^{er} septembre 2004. La souscription des obligations par le public en France aura lieu du 3 septembre 2004 au 7 septembre 2004 inclus.

Prix d'émission – Le prix d'émission des obligations est égal au pair, soit 2 581 euros, payable en une seule fois à la date de règlement.

Date de jouissance et de règlement des obligations – Prévues le 10 septembre 2004.

¹ Aux fins de couvrir d'éventuelles surallocations, France Télécom a accordé aux Chefs de File Teneurs de Livre Associés une option de surallocation représentant 15 % du montant nominal total de l'émission. Cette option de surallocation est exerçable en une seule fois, en tout ou partie, au plus tard le 8 septembre 2004.

Intérêt annuel – 1,60 % l’an, soit environ 41,296 euros par obligation, payable à terme échu le 1^{er} janvier de chaque année (ou le premier jour ouvré suivant si cette date n’est pas un jour ouvré). Le premier coupon sera payable le 1^{er} janvier 2005 pour un montant d’intérêt d’environ 12,74986 euros par obligation calculé *pro rata temporis*.

Amortissement normal – En totalité au pair, soit 2 581 euros par obligation, le 1^{er} janvier 2009 (ou le premier jour ouvré suivant si cette date n’est pas un jour ouvré).

Amortissement anticipé au gré de l’émetteur – Possible, au gré de l’émetteur :

- pour tout ou partie des obligations, à tout moment, sans limitation de prix ni de quantité, par rachats en bourse ou hors bourse ou par offres publiques ;

- pour la totalité des obligations restant en circulation, à tout moment à compter du 1^{er} janvier 2007 jusqu’à la date d’échéance, sous réserve d’un préavis d’au moins 30 jours calendaires,
 - par remboursement au pair, majoré des intérêts courus depuis la dernière date de paiement d’intérêts précédant la date de remboursement anticipé jusqu’à la date de remboursement effectif ;

 - si le produit (i) de la moyenne arithmétique des cours de clôture de l’action France Télécom sur le Premier Marché d’Euronext Paris S.A. durant une période de 10 jours de bourse consécutifs au cours desquels l’action est cotée choisis par la Société parmi les 20 jours de bourse consécutifs précédant la date de parution de l’avis annonçant l’amortissement anticipé, et (ii) du ratio d’attribution d’actions en vigueur excède 130 % de la valeur nominale des obligations ;

- pour la totalité des obligations restant en circulation, à tout moment, sous réserve d’un préavis d’au moins 30 jours calendaires, par remboursement au pair, majoré des intérêts courus depuis la dernière date de paiement d’intérêts précédant la date de remboursement anticipé jusqu’à la date de remboursement effectif, si moins de 10 % des obligations émises restent en circulation.

Durée – 4 ans et 113 jours à compter de la date de règlement des obligations.

Taux de rendement annuel actuariel brut – 1,60 % à la date de règlement (en l'absence de conversion ou d'échange en actions et en l'absence d'amortissement anticipé).

Notation de l'emprunt – l'emprunt n'a pas fait l'objet d'une demande de notation.

Conversion et/ou échange des obligations en actions nouvelles ou existantes – Les porteurs d'obligations pourront demander, à tout moment à compter du 40^{ème} jour suivant la date de règlement, soit le 20 octobre 2004, et jusqu'au 7^{ème} jour ouvré qui précède la date de remboursement normal ou anticipé, l'attribution d'actions France Télécom à raison de cent (100) actions par obligation, sous réserve d'ajustements prévus en cas d'opérations financières réalisées par la Société. La Société pourra à son gré remettre des actions nouvelles ou des actions existantes ou une combinaison des deux.

Jouissance des actions attribuées à la suite de la conversion ou de l'échange des obligations – Les actions nouvelles France Télécom émises à la suite d'une conversion des obligations porteront jouissance du premier jour de l'exercice social dans lequel se situe la date d'exercice du droit à l'attribution d'actions. Les actions existantes remises à la suite d'un échange des obligations porteront jouissance courante.

Droit applicable – Droit français.

Cotation des obligations – Une première cotation est prévue le 10 septembre 2004 sur le Premier marché d'Euronext Paris S.A. sous le code ISIN FR0010113357.

Cours de bourse de l'action – Cours de bourse de l'action France Télécom sur le Premier marché d'Euronext Paris S.A. à la clôture le 1^{er} septembre 2004 : 19,05 euros.

Avis de la Commission des participations et des transferts – La réalisation définitive de cette émission d'obligations est soumise à un avis de la Commission des participations et des transferts et à un arrêté du Ministre d'État, ministre de l'économie, des finances et de l'industrie.

But de l'émission – Cette émission d'obligations s'inscrit dans le cadre du financement des besoins généraux du Groupe France Télécom. Cette opération permettra notamment au Groupe France Télécom de diversifier ses sources de financement, tout en diminuant son coût moyen de financement.

Mécanismes de fonctionnement d'une obligation convertible et terminologie

Une obligation convertible est un instrument hybride, en partie "dette" et en partie "action". Son détenteur a le droit (mais pas l'obligation) de l'échanger contre un nombre fixe d'actions.

Une obligation convertible est avant tout très similaire à une obligation à taux fixe. L'obligation paie dans la plupart des cas un coupon fixe en espèces soit annuellement, soit semestriellement, et l'émetteur est également obligé de rembourser au détenteur de l'obligation son montant nominal à maturité.

La seule différence consiste dans le fait que l'investisseur peut choisir d'opter pour la livraison d'actions plutôt que pour le remboursement en espèces. Le nombre d'actions dans lequel chaque obligation peut être convertie est basé sur le prix de conversion, fixé dès l'émission de la convertible.

Afin de présenter plus complètement la terminologie et le fonctionnement d'une obligation convertible, nous présentons l'exemple de l'obligation convertible émise par France Télécom en septembre 2004.

Taille d'émission/Fonds levés	Entre 1000 millions et 1150 millions d'euros ¹
Maturité	4 années et 113 jours
Coupon (annuel)	1,60 %
Prime de conversion	35,49 %
Montant du nominal	2581 euros
Ratio de conversion	100 actions par obligation
Nombre total d'actions sous-jacentes à l'émission	entre 38.744.700 et 44.556.400 ¹
Prix d'émission	100 % du pair
Prix de remboursement	100 % du pair

¹ En cas d'exercice en totalité de l'option de surallocation

Option de rachat anticipé de l'obligation au gré de l'émetteur	Remboursable par anticipation par cours de l'action France Télécom est supérieur à 33,55 euros ou à tout moment si moins de 10 % des obligations émises restent en circulation
Taux de rendement actuariel	1,60 %
Écart rendement actuariel sous OAT (obligation d'État)	1,60 %

Hypothèses: cours de marché de l'action : 19,05 euros, OAT 5 ans: 3,20 %

Prime de conversion

L'obligation France Télécom a une prime de conversion de 35,49 %, ce qui implique un prix de conversion égal à 135,49 % du cours actuel de l'action ou 25,81 euros ($19,05 \times 1,3549 = 25,81$). C'est le prix auquel sera constatée l'augmentation de capital dans les livres de la société.

Ratio de conversion

Il s'agit du nombre d'actions (ici 100 actions) contre lequel chaque obligation convertible peut être convertie. Le ratio de conversion est dans la plupart des cas fixé pour la durée totale de l'instrument, sous réserve des ajustements pour les divisions du nominal de l'action, des dividendes exceptionnels ou de tout autre événement à caractère dilutif.

Conversion à maturité

À maturité, le détenteur de l'obligation doit choisir entre recevoir 2 581 euros par obligation ou 100 actions France Télécom. À l'évidence, le détenteur choisira de recevoir les actions uniquement dans le cas où la valeur de l'action France Télécom au cours du marché du moment est supérieure à 25,81 euros. Dans ce cas, il choisira de convertir ses obligations, et France Télécom émettra de nouvelles actions. France Télécom est alors déchargé de son obligation de rembourser le principal de l'obligation

Si le cours de l'action est inférieur à 25,81 euros, le détenteur de la convertible demandera, selon toute vraisemblance, à France Télécom de rembourser l'obligation en espèces, et aucune

nouvelle action ne sera émise. Ainsi, la convertible aura permis à l'émetteur de se financer avec des flux classiques de dette : valeur nominale reçue à l'émission, paiement des coupons, et remboursement à maturité.

Coupon et rendement actuariel

Le coupon est le taux facial annuel auquel l'émetteur paie les intérêts aux détenteurs des obligations.

Le rendement actuariel à l'émission est le taux de rendement interne pour les détenteurs des obligations s'ils achètent l'obligation au prix d'émission et la conservent jusqu'au remboursement en espèces. S'il existe une prime de remboursement payée à maturité par l'émetteur, le rendement actuariel est alors supérieur au taux facial du coupon et reflète ainsi l'existence de cette prime de remboursement. L'inclusion d'une prime de remboursement est fréquente dans les émissions convertibles d'émetteurs français. Au cas particulier, il n'y a pas de prime de remboursement puisque l'obligation France Télécom, si elle doit être remboursée en liquidités à son échéance le 1^{er} janvier 2009, le sera à 100 % du nominal.

Le coût d'emprunt sur une obligation convertible est substantiellement inférieur au coût d'emprunt normal de l'émetteur. Ce faible coût d'emprunt est rendu possible par la composante "actions" faisant partie de la structure convertible. L'obligation est en effet convertible dans un nombre fixe d'actions sous-jacentes à n'importe quel moment durant la vie de la convertible. Cette option de conversion donne aux investisseurs dans l'obligation convertible la possibilité de participer à l'appréciation des actions sous-jacentes. Du fait de la valeur de cette option, les investisseurs sont prêts à accepter un rendement pour l'obligation convertible inférieur au taux normal servi par France Télécom sur ses obligations classiques.

Plancher obligataire

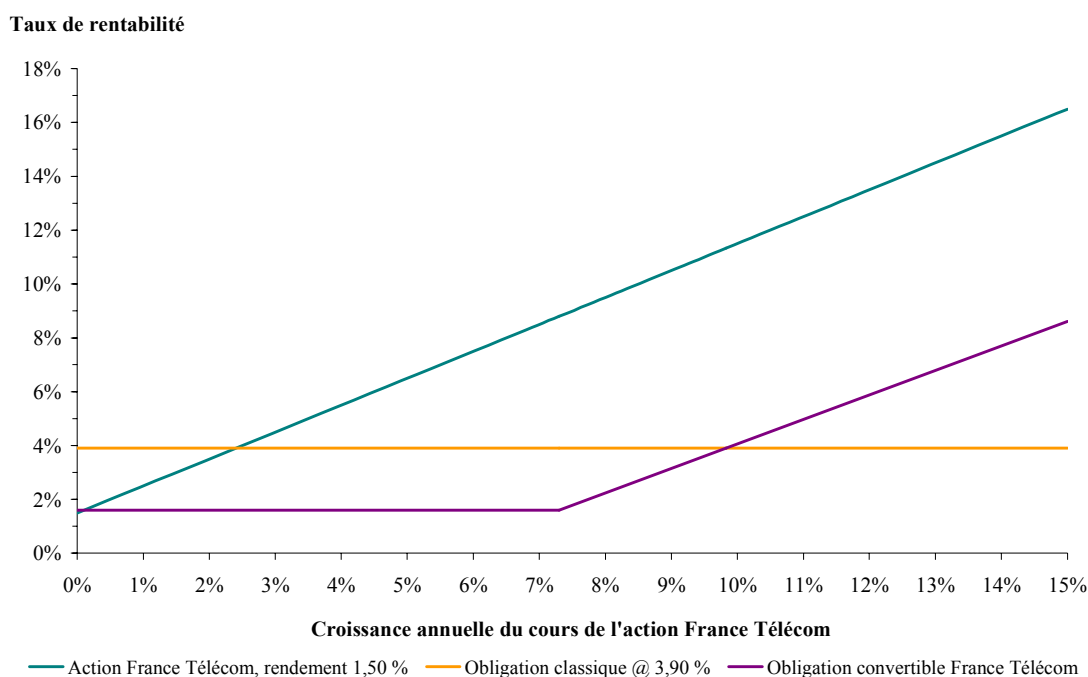
C'est la valeur présente des flux certains de l'obligation (intérêts et valeur de remboursement) en supposant que l'obligation est conservée jusqu'à la maturité. Le taux d'actualisation utilisé est le taux d'emprunt de l'émetteur. Dans l'exemple ci-dessus, si nous supposons que l'émetteur emprunte à OAT + 0,70 % soit 3,20 % + 0,70 % = 3,90 % sur le marché obligataire, le plancher obligataire de la convertible est de 91,0 % du pair.

Quel que soit le cours de l'action France Télécom, le cours de l'obligation convertible reste supérieur au plancher obligataire ($91,0 \% \times 2\,581 = 2\,349 \text{ €}$), qui correspond à la valeur d'une obligation de caractéristiques financières identiques, mais sans possibilité de conversion. Plus le plancher obligataire est élevé, plus l'investisseur est protégé à la baisse du cours de l'action.

Profil de rentabilité pour une convertible

Les trois courbes suivantes représentent la rentabilité annuelle moyenne avant impôt pour un investisseur détenant (i) une action France Télécom de rendement 1,50 %, (ii) une obligation classique France Télécom à taux fixe 3,90 %, (iii) l'obligation convertible France Télécom.

Profils de rentabilité



Ce graphique met en valeur l'existence d'un seuil de croissance annuelle du cours (7,30 %)¹ au-delà duquel la rentabilité de l'obligation convertible évolue au même rythme que la croissance de l'action sous-jacente (en raison de la conversion à maturité), et un seuil de

¹ $19,05 \times (1 + 7,30 \%)^{4,3} = 25,81$; 4 ans et 113 jours équivalent à 4,3 ans.

croissance annuelle du cours (9,83 %)¹ au-delà duquel la rentabilité de l'obligation convertible est supérieure à celle de l'obligation classique.

Les tableaux suivant illustrent la rentabilité d'un investissement en convertibles en fonction de la performance de l'action France Télécom. Par mesure de comparaison avec l'obligation convertible, nous avons considéré que chaque titre verse son premier flux au bout de 113 jours, et la valeur de ce flux est déterminée *pro rata temporis* (coupon de 23,00 € pour l'obligation classique, de 12,75 € pour l'obligation convertible, et dividende de 8,84 € pour l'action²).

Contrairement à la dette, la rentabilité de l'investissement en convertible dépend de la performance du cours de l'action. Aussi les tableaux présentent-ils les rentabilités sur ces trois types d'investissement avec différents scénarios de croissance annuelle du cours de l'action.

Par exemple, si le cours de l'action de l'émetteur s'apprécie de 15 % par an sur cinq ans, l'obligation classique, l'obligation convertible et l'action donneront aux investisseurs un taux de rentabilité annuelle total de respectivement 3,90 %, 8,61 % et 16,50 % (pour l'action : 15% + 1,50 % = 16,50 %).

Croissance du cours de l'action (et du dividende) de 15 % par an

		Obligation classique à 3,90%	Obligation convertible	100 actions
t = 0	Investissement	(1 905,00)	(2 581,00)	(1 905,00)
t + 113 jours	Flux 1	23,00	12,75	8,84
t + 113 jours + 1 an	Flux 2	74,30	41,30	29,84
t + 113 jours + 2 ans	Flux 3	74,30	41,30	34,31
t + 113 jours + 3 ans	Flux 4	74,30	41,30	39,46
t + 113 jours + 4 ans	Flux 5	1 979,30	3 520,38	3 524,46
Taux de rentabilité		3,90%	8,61%	16,50%

NB : Calcul du premier coupon : $23,00 = 3,90 \% \times 1905 \times 113 / 365$.

Calcul du premier dividende : $8,84 = 1,50 \% \times 1905 \times 113 / 365$. Par la suite, les dividendes sont calculés par rapport au cours de 100 actions à la fin de la période précédente. Par exemple : $29,84 = 1,50 \% \times [1905 \times 1,15^{(113/365)}]$. Par la suite $34,31 = 29,84 \times 1,15$, etc.

¹ $(1,0983)^{4,3} \times 19,05 = 25,81 \times (1,039)^{4,3}$ 4 ans et 113 jours équivalent à 4,3 ans

² Le rendement de l'action est fixé à 1,50 % (moyenne observée sur la période 1998 – 2003)

Si le cours de l'action s'apprécie de moins de 7,30 % par an, le cours de l'action France Télécom, à maturité, sera inférieur à 25,81 euros, et l'obligation convertible sera remboursée en espèces, produisant une rentabilité annuelle de 1,60 % significativement inférieure à celle d'une obligation classique (3,90 % l'an) :

Croissance du cours de l'action (et du dividende) de 7,30 % par an

		Obligation classique à 3,90%	Obligation convertible	100 actions
t = 0	Investissement	(1 905,00)	(2 581,00)	(1 905,00)
t + 113 jours	Flux 1	23,00	12,75	8,84
t + 113 jours + 1 an	Flux 2	74,30	41,30	29,20
t + 113 jours + 2 ans	Flux 3	74,30	41,30	31,34
t + 113 jours + 3 ans	Flux 4	74,30	41,30	33,63
t + 113 jours + 4 ans	Flux 5	1 979,30	2 622,30	2 617,08
Taux de rentabilité		3,90%	1,60%	8,80%

Ainsi, lorsque la convertible se comporte comme de la dette classique, ce qui se produit dans les cas de faible croissance du cours de l'action, l'investisseur reçoit une rentabilité sur investissement bien inférieure à celle d'une obligation classique à taux fixe.

Si le cours de l'action s'apprécie de plus de 9,83 % l'an, la rentabilité annuelle de l'investissement en obligation convertible sera supérieure à celle d'une obligation classique mais restera inférieure à celle d'une action, le « prix de revient » des actions obtenues dans le cadre de la convertible étant supérieur de 35,49 % (prime de conversion) à celui d'actions achetées sur le marché.

Croissance du cours de l'action (et du dividende) de 9,83 % par an

		Obligation classique à 3,90%	Obligation convertible	100 actions
t = 0	Investissement	(1 905,00)	(2 581,00)	(1 905,00)
t + 113 jours	Flux 1	23,00	12,75	8,84
t + 113 jours + 1 an	Flux 2	74,30	41,30	29,42
t + 113 jours + 2 ans	Flux 3	74,30	41,30	32,31
t + 113 jours + 3 ans	Flux 4	74,30	41,30	35,49
t + 113 jours + 4 ans	Flux 5	1 979,30	2 895,29	2 892,97
Taux de rentabilité		3,90%	3,90%	11,33%

Remboursement anticipé au gré de l'émetteur ("call émetteur")

La possibilité pour l'émetteur de rembourser par anticipation l'obligation est une disposition classique des obligations convertibles. Elle donne à l'émetteur le droit de rembourser la convertible avant sa maturité à un prix fixe. Ce prix de rachat est habituellement la somme du montant nominal, des intérêts courus, et d'une prime.

Afin de protéger l'investisseur contre le risque que l'obligation soit d'une durée plus courte qu'anticipée, l'obligation est généralement émise avec une protection contre tout remboursement anticipé pendant un nombre d'années donné.

A partir de la fin de cette période de protection de l'investisseur contre tout rachat et jusqu'à sa maturité, l'obligation devient remboursable par anticipation. Si ce remboursement peut s'effectuer sans conditions sur le prix de l'action, le call est dit "dur". Le call est qualifié de "doux", si au contraire le remboursement anticipé n'est possible que dans l'hypothèse où le cours de l'action sous-jacente est supérieur à un certain niveau pendant un nombre fixé de jours, par exemple 20 sur 30 jours consécutifs. Dans la majorité des cas, ce niveau est fixé à 110-140 % du prix de conversion. Pour l'obligation convertible France Télécom, le niveau est de 130 %.

Lorsqu'une obligation est remboursée de façon anticipée, les investisseurs ont le droit de choisir entre accepter le prix de remboursement ou convertir immédiatement en actions. Afin de prendre cette décision, les investisseurs comparent la valeur de remboursement (2 581 euros) avec la valeur des actions sous-jacentes.

Ainsi, si la valeur de 100 actions France Télécom est supérieure au prix de remboursement anticipé, une décision de l'émetteur de rembourser l'obligation va provoquer la conversion, et permet à l'émetteur de retirer du marché une obligation convertible devenue désormais un substitut proche de l'action.

Intérêt d'une émission convertible pour France Télécom et pour un investisseur

1. Point de vue de France Télécom

Une émission de dette à un taux attractif

L'obligation convertible offre la possibilité à France Télécom de se financer à un taux significativement inférieur à son taux normal d'emprunt.

France Télécom emprunte à un taux de 1,6 %, soit OAT - 1,60 %, alors qu'elle devrait emprunter à un taux supérieur au taux de l'OAT sur une émission obligataire à taux fixe classique (de l'ordre de OAT + 0,70 %).

Vente d'actions avec une prime sur le cours actuel

Dans l'hypothèse où la convertible est transformée en actions, les actions émises par la société le sont avec une prime sur le cours actuel.

Dans le cas France Télécom, construit autour d'une prime de conversion de 35,49 %, l'entreprise émet des actions à 25,81 euros en cas de conversion, alors que les actions actuelles valent 19,05 euros.

Des capitaux levés plus importants pour le même niveau de dilution

Grâce à la structure convertible, une entreprise peut lever le même montant de fonds en utilisant moins d'actions qu'avec une émission d'actions classiques.

Dans le cas France Télécom, pour lever 1 000 millions d'euros, France Télécom devrait créer 52,5 millions d'actions par le biais d'une émission d'actions classiques (au prix de 19,05€), contre seulement 38,74 millions d'actions par l'intermédiaire de l'obligation convertible.

Une base d'investisseurs élargie

Les acheteurs d'obligations convertibles ne sont en majorité pas les mêmes que les investisseurs en actions ou en obligations à taux fixe. Ces investisseurs recherchent un instrument ayant par son comportement de marché certaines caractéristiques propres à des actions, mais avec une certaine protection à la baisse des cours, c'est à dire avec des caractéristiques propres à de la dette.

Peu d'investisseurs en actions achètent des convertibles car ils refusent généralement de payer une prime sur le cours de l'action du moment, alors que les investisseurs en obligations à taux fixe sont rebutés pour leur part par la perspective de rendements garantis plus faibles (les économies de taux sont, dans le cas de France Télécom de $3,90\% - 1,60\% = 2,30\%$) en dépit des caractéristiques « actions » de la convertible.

2. Point de vue des investisseurs en obligations convertibles

Les investisseurs achetant des obligations convertibles peuvent être regroupés en quatre catégories :

- les hedge funds qui absorbent une partie très importante des émissions : ils souscrivent l'obligation convertible et vendent l'action sous-jacente qu'ils doivent emprunter. Les fonds ne se positionnent donc pas sur le niveau de l'action, ils sont normalement neutres à ses variations grâce à la vente, mais sur l'évolution de la volatilité de l'action qu'ils espèrent voir augmenter,
- les investisseurs dédiés aux convertibles (gestionnaires de SICAV de convertibles par exemple),
- les investisseurs investissant traditionnellement en dette à taux fixe. Pour les investisseurs en dette à taux fixe, les obligations convertibles fourniront un rendement inférieur aux obligations classiques comparables, mais avec le potentiel d'un rendement total plus important si le cours de l'action sous-jacente augmente. Si l'appréciation de l'action est limitée, un investissement en obligations à taux fixe est en revanche plus favorable à l'investisseur,

- les investisseurs traditionnels en actions mais recherchant également une protection à la baisse des cours et un niveau de revenu régulier important.

Lorsque des investisseurs achètent une convertible au lieu d'acheter directement les actions sous-jacentes, ils paient une prime pour posséder ces mêmes actions. De ce fait, si l'action s'apprécie sensiblement et si les investisseurs convertissent en actions, leurs rendements seront moindres que s'ils avaient acheté directement les actions.

Du point de vue des investisseurs en actions, les obligations convertibles sont donc comparables aux actions en terme de participation à l'appréciation de l'action, mais, contrairement aux actions, elles fournissent une protection à la baisse dans le cas d'une performance négative de l'action.

Les trois classes d'investisseurs ci-dessus achètent des convertibles car elles permettent de participer à l'appréciation de l'action sous-jacente et d'obtenir une protection à la baisse du cours de cette action : leur profil de rendement est asymétrique.

Si les investisseurs pouvaient être certains que l'action d'une entreprise donnée s'appréciera fortement, ils devraient acheter les actions afin d'obtenir le maximum de participation à la hausse du cours. Pareillement, s'ils pouvaient être certains que cette action ne s'appréciera quasiment pas, ils devraient acheter de la dette à taux fixe afin d'obtenir le rendement maximum.

Comme les investisseurs ne peuvent pas être certains de la direction future du cours de l'action, les obligations convertibles offrent la possibilité d'obtenir une partie de l'appréciation de l'action mais sans en assumer l'intégralité du risque en cas de mauvaise performance de l'action.

Lorsque le cours de l'action augmente, la convertible devient de plus en plus sensible aux fluctuations de ce cours. Quand l'action s'apprécie très fortement et dépasse nettement le cours de conversion, la convertible est dite "dans la monnaie", et son cours se comporte pratiquement à l'identique de celui de l'action.

Quand l'action se déprécie fortement et s'éloigne significativement du cours de conversion, le cours de la convertible se comporte de plus en plus comme celui d'une obligation à taux fixe

classique et ne sera que peu affecté par les fluctuations de l'action. La valeur de la composante obligataire ("plancher obligataire") fournit un plancher en dessous duquel le cours de la convertible ne descendra pas. En conséquence, si le cours de l'action continue de décliner fortement, la convertible n'en sera que très peu affectée.

Ce profil attractif est consenti aux investisseurs en contrepartie d'une baisse du taux de rendement de l'obligation (coupon plus faible) et d'une augmentation du prix de vente (prime de conversion) des actions éventuellement émises.

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

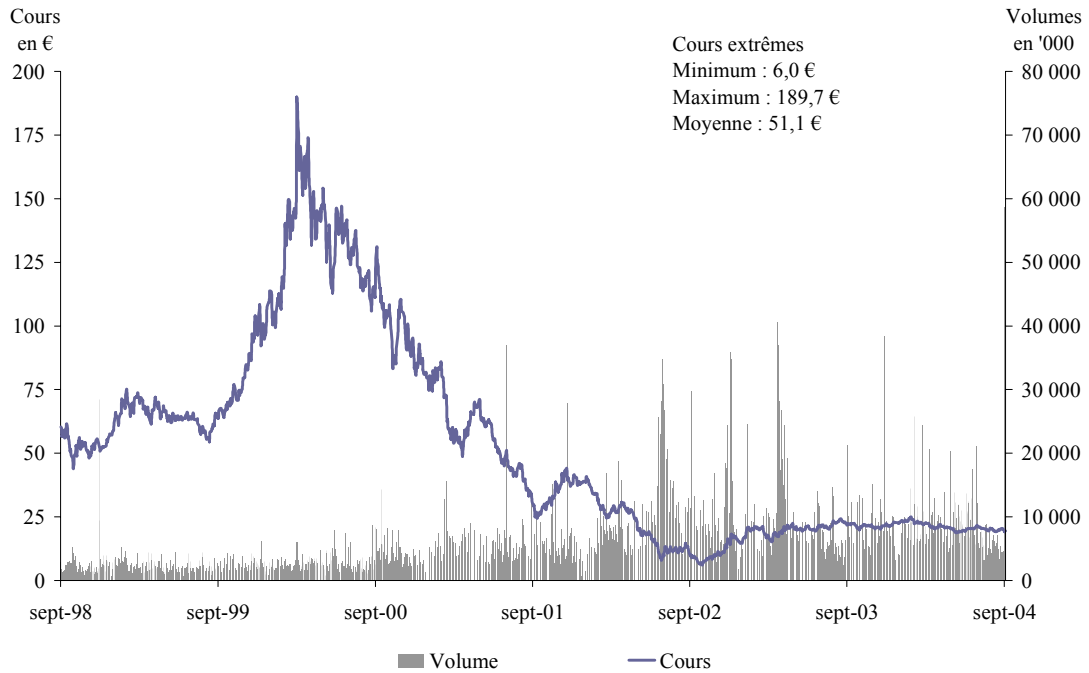
	1999	2000	2001	2002	2003
Cours plus haut (€)	113,7	189,7	86,0	40,8	24,3
Cours plus bas (€)	54,6	79,6	24,3	6,0	14,5
Cours moyen (€)	71,3	121,6	50,1	18,3	20,6
Nombre d'actions (M)	1 024,6	1 069,8	1 153,8	1 172,2	2 025,5
Bénéfice net par action (€)	2,7	3,4	(7,2)	(17,7)	1,6
PER	26,4	35,5	(7,0)	(1,0)	13,0
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 %

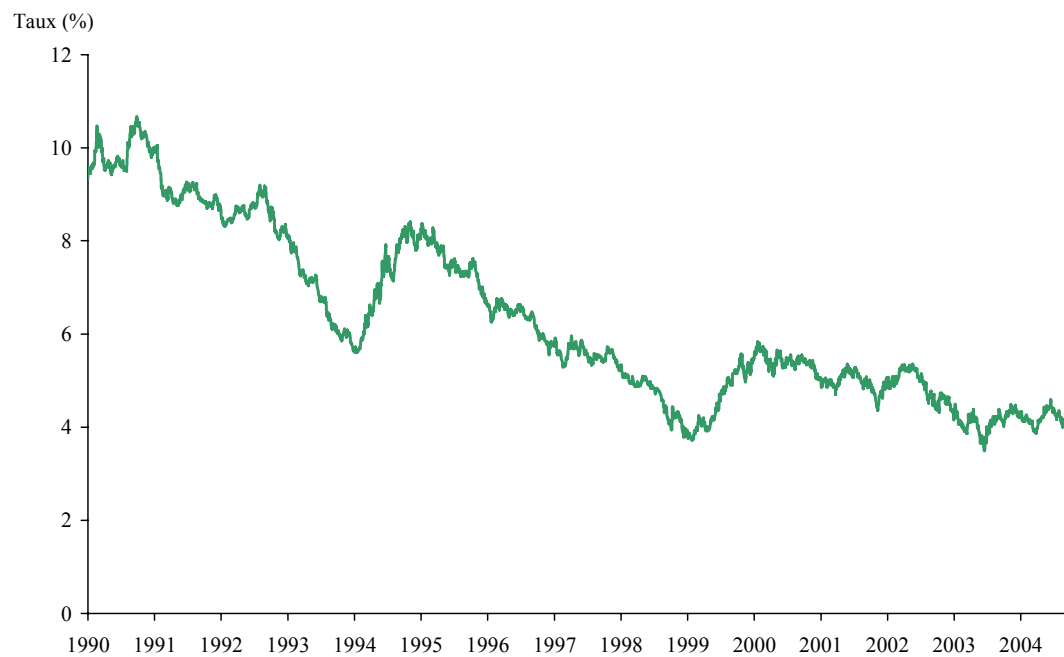
Annexe 4 : cours de bourse de France Télécom

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.

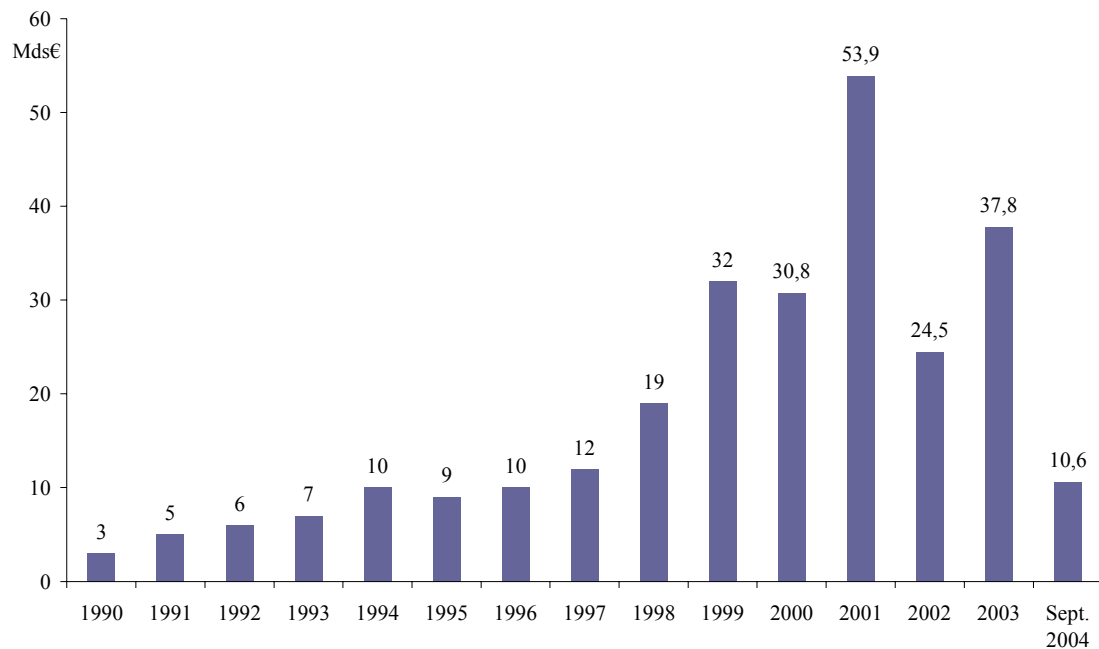
L'objectif de ces trois actions menées en parallèle est de retrouver, à l'horizon 2005, un ratio dette financière nette consolidée / résultat d'exploitation avant amortissements compris entre 1,5 et 2.

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.)