

ALCATEL : LE MARCHE AURAIT-IL EU RAISON ?

Félix BOGLIOLO

Le Jeudi noir d'Alcatel du 17 septembre 1998 mérite que l'on s'y arrête un peu, maintenant que l'orage est passé. En effet, de trop nombreux commentaires ont été entendus sur le thème de la supposée irrationalité des marchés pour que cette chronique ne s'y intéresse pas.

Quand on doit analyser ce genre de situation, on utilise une méthode systématiquement appliquée par toutes les études académiques. Il s'agit d'étudier les variations de cours en relatif par rapport au mouvement général de la Bourse afin de séparer ce qui est macro-économique de ce qui est spécifique au titre étudié. De plus, compte tenu de l'importance de ce groupe à la Bourse de Paris, il y a lieu de prendre l'indice le plus large possible, à savoir le SBF 250, afin d'éviter autant que faire se peut les phénomènes d'autocorrélation que l'on rencontrerait avec un indice plus étroit, tel que le CAC 40. On trace alors une courbe telle que celle ci-après.

Sur le début de l'année et jusqu'à la semaine du 13 au 20 mars, le cours d'Alcatel suit approximativement l'indice, avec plutôt une légère tendance au fléchissement. En revanche, durant cette semaine, non seulement le titre rattrape tout son retard par rapport à l'indice, mais encore il prend une avance d'environ +20%.

A noter que durant ce haut-plateau, lors de l'annonce du lancement de l'OPE sur DSC, le titre décroche de 10%. Ceci aurait tendance à indiquer une assez mauvaise interprétation par les marchés de cette opération. Elle aurait été jugée surpayée. En effet, l'OPE sur DSC est d'un montant approximatif de 25 MdF. Le cours équivalent de l'OPE revenait à une prime payée aux vendeurs de 80% par rapport aux derniers cours cotés ; soit environ une douzaine de milliards de francs. Pour la justifier il faudrait que le nouvel ensemble dégage une amélioration du Profit Economique avant impôt, annuellement et à l'infini, supérieure à +1,5 MdF ; soit une amélioration de la marge opérationnelle d'environ une quinzaine de points vu la taille de la société acquise ; ce qui paraît très important. Très souvent et sauf justification très forte en raison de synergies créées par une acquisition, les primes payées aux vendeurs se retrouvent mécaniquement dans une destruction de richesse équivalente chez l'acheteur. C'est donc ce que l'on avait constaté en juin lors de l'annonce du lancement de l'opération. Néanmoins le niveau du haut-plateau est maintenu.

Ce haut-plateau dure d'une date située environ 3 mois avant l'OPE jusqu'à la veille du *closing* de l'OPE, le 7 septembre. Puis, pendant environ 2-3 semaines aux alentours du *closing*, le cours d'Alcatel retrouve, en relatif, son niveau antérieur au haut-plateau.

Vient la chute bien connue et finalement la courbe retrouve un profil assez horizontal. Pourtant, on constate souvent des récupérations après des emballements. Cela ne semble pas être le cas ici. Le titre aurait donc trouvé un nouveau niveau d'équilibre environ 40% plus bas qu'il aurait été s'il avait strictement suivi l'indice.

Répetons cette analyse sur les trois années précédentes. On constate que le cours d'Alcatel avait baissé sur les exercices 95 et 96, puisqu'il avait perdu environ 25% de sa valeur relative. En revanche, durant l'exercice 97, il avait récupéré tout son retard ; il avait même progressé plus que l'indice en cumul sur la période pour se situer 5% plus haut.

Utilisons par ailleurs les chiffres de création de valeur concernant Alcatel et publiés par L'Expansion (15/05/95, 10/11/95, 7/11/96, 9/10/97 et 25/06/98).

Année	Capitaux Investis	Création de richesse	Rang	Coût moyen pondéré	Rendement du des capitaux	Profit Economique
-------	-------------------	----------------------	------	--------------------	---------------------------	-------------------

	Milliards F	Milliards F	capital %	investis %	Milliards F	
1993	150	- 26	98/100	12.6	7.2	- 8
1994	170	- 86	100/100	13.0	4.4	- 14
1995	165	- 84	200/200	13.1	2.9	- 17
1996	167	- 90	200/200	N/A	N/A	- 18
1997	173	- 54	199/200	10.4	2	- 14

On peut distinguer dans ce tableau trois époques. Une première époque en 1993 (et probablement avant). Le Profit Economique est négatif : - 5.4% des Capitaux Investis. La destruction de richesse représente 17% des Capitaux Investis. Si on actualise le Profit Economique courant à l'infini, la destruction de richesse aurait dû être de plus de - 60 MdF. La différence avec le chiffre réellement constaté sur le marché provient des anticipations d'amélioration de performance inscrite dans le cours.

La deuxième époque inclut les exercices 94, 95 et 96. Les Capitaux Investis croissent d'environ +13% pour se stabiliser. Or les marchés n'apprécient la croissance qu'en situation de profit économique. De plus, la perte économique double environ pour atteindre près de 11% des Capitaux Investis. De manière assez logique donc, la destruction de richesse fait plus que tripler pour atteindre plus de 50% des Capitaux Investis (c'est-à-dire que 1 franc investi dans ce groupe valait moins de 50 centimes sur le marché). De même ici, en actualisant ce Profit Economique à l'infini, la destruction de richesse aurait dû être de plus de - 130 MdF. Les anticipations d'amélioration de performance inscrite dans les cours constatés tout au long de cette période tablaient sur une perte économique située à environ - 10 ou 11 MdF.

La troisième époque couvre l'exercice 97. La perte économique se contracte un peu à environ 8% des Capitaux Investis. En revanche, la destruction de richesse se rétrécit singulièrement à environ 30% des Capitaux Investis. C'est-à-dire qu'à ce niveau de cours, le marché prenait en compte, une perte économique située à environ - 5 ou 6 MdF. C'est dire la confiance mise dans la société puisque sa performance réelle était bien en deçà. Non seulement, elle ne réalisait pas les espoirs mis en elle l'année précédente, mais on attendait maintenant d'elle une amélioration encore plus importante.

L'indice étant aujourd'hui revenu à peu près à son niveau du 31-12-97, le cours d'Alcatel n'aurait aucune raison macro-économique de se situer à un niveau substantiellement différent de celui atteint en fin d'année dernière. La différence avec le cours réel ne peut s'expliquer que par des données spécifiques à Alcatel. A raison d'approximativement 300 F par titre, cela fait une destruction de richesse supplémentaire d'environ 50 MdF, c'est-à-dire qu'on est revenu à des niveaux plus importants qu'en 1996, en effaçant au passage tous les gains de 1997 voire même plus.

Les résultats semestriels publiés nous donnent deux indications négatives, en plus de l'absence de toute référence à DSC. Premièrement, l'endettement du Groupe a été substantiellement réduit (une tendance constatée les années précédentes à la lecture des rapports annuels) ; ainsi le coût moyen pondéré du capital d'Alcatel ne pourra pas profiter de la baisse du niveau général des taux d'intérêt et sa perte économique ne pourra pas s'améliorer mécaniquement grâce à cet effet favorable. Deuxièmement, « la performance opérationnelle en 1998 n'atteindra pas le niveau attendu » ; c'est-à-dire que les niveaux d'amélioration substantielle inscrits dans le cours au 31-12-97 ne seront pas atteints et que l'on resterait dans les niveaux décevants des années passées.

Le cours actuel résulte donc simplement de révision d'anticipations en ligne avec la performance réelle de l'entreprise telle que prouvée par ses performances passées et courantes. Il continue à anticiper des améliorations de performance qu'il reste à réaliser. Celles-ci sont conformes à celles anticipées jusqu'en 96. L'accélération de l'amélioration anticipée, inscrite dans le cours en 97 et début 98, a 'justement' disparu. Les marchés ne seraient donc finalement pas si irrationnels !

F.B.