

N° 61

Décembre 2007

Par Pascal Quiry
et Yann Le Fur

- **ACTUALITE** : Les groupes chinois sont-ils surévalués ?
- **GRAPHIQUE DU MOIS** : Les ratios d'endettement des LBO
- **RECHERCHE** : Le rôle du nantissement dans les relations banques / PME
- **QUESTION ET REPONSE** : Qu'est-ce que le *debt push down* ?

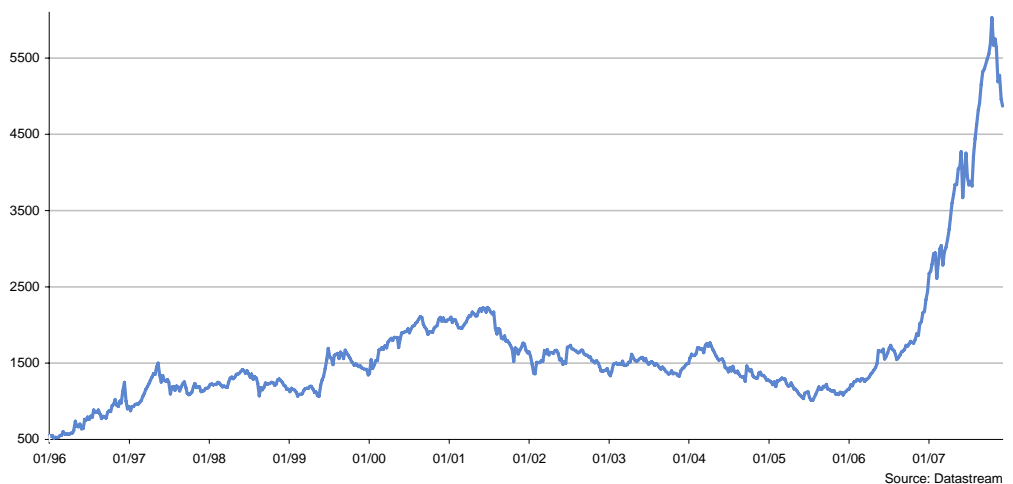
* * *

ACTUALITE : Les groupes chinois sont-ils surévalués ?

L'indice de la bourse de Shanghai a été multiplié par 4,3 depuis le début 2006 et les actions chinoises cotées sont valorisées sur la base d'un PER 2007 moyen de 40 environ.

Stock Exchange index

01/01/96 - 03/12/07



En lui-même un PER très élevé n'est pas choquant pour une économie qui croît en volume de 10 % par an depuis 1978 et probablement plus si, au lieu de se fier aux statistiques officielles, on regarde des indicateurs objectifs comme la production d'électricité (+ 17 % / an). Les meilleures entreprises, celles qui sont cotées, ont une croissance des résultats encore plus forte sous l'effet de l'augmentation de leurs parts de marché : + 26 % / an depuis 2002 ⁽¹⁾. En Europe, le PER actuel est de l'ordre de 13, mais la zone euro ne croît que de 2,5 % / an en volume. En effet, nous savons tous ⁽²⁾ que des croissances élevées de résultats justifient des PER élevés.

⁽¹⁾ Date pour laquelle nous commençons à avoir des données fiables, ce qui ne veut pas dire qu'avant la croissance des résultats n'était pas déjà de 26 % / an.

⁽²⁾ Pour ceux qui l'auraient oublié, voir le chapitre 28 du Vernimmen 2005.

Au sommaire du prochain numéro :

- ACTUALITE : La finance en Afrique

- TABLEAU DU MOIS : Rachats d'actions 2008

- RECHERCHE : Pourquoi les entreprises émettent-elles des capitaux propres ?

- QUESTION & REPONSE : La directive MIF

LA LETTRE VERNIMMEN.NET :
LE COMPLEMENT DE L'OUVRAGE



ET DU SITE
WWW.VERNIMMEN.NET

N° 61

Décembre 2007

Par Pascal Quiry
et Yann Le Fur

Le modèle de Holt ⁽³⁾ permet de calculer le nombre d'années de surcroissance d'un titre par rapport au marché ou d'un marché par rapport à un autre en fonction des taux différentiels de croissance des résultats, de taux de rendement et de PER. Selon le taux de croissance chinois attendu, ce nombre d'années est de :

Taux de croissance annuel des résultats chinois	15%	20%	25%
Durée de la surcroissance	18 ans	11 ans	8 ans

en considérant que les BPA en Europe devraient croître de 6 % / an en moyenne à l'avenir. Quand on sait que le PIB par habitant chinois 2006 était de 1 588 \$ contre 36 500 \$ en France, un taux de croissance de l'économie chinoise de 10 % / an en volume contre 2,5 % en France, fait que le niveau de vie chinois n'aura rattrapé le notre qu'en 2050, soit dans 43 années. 43 ans c'est beaucoup, et cela laisse la place à bien des crises, mais cela fait déjà 30 ans que l'économie chinoise croît à 10 % / an.

Autrement dit, se fonder uniquement sur un PER largement supérieur à celui de l'Europe pour dire que les actions chinoise sont surévaluées nous paraît léger car les perspectives de croissance de cette économie peuvent tout à fait justifier ces niveaux de PER.

Cependant, toutes les sociétés en forte croissance ne méritent pas pour autant un PER élevé. En effet, si cette croissance est non rentable, c'est-à-dire si le taux de rentabilité dégagé par l'entreprise est inférieur à son coût du capital, il n'y a aucune raison d'acheter l'action sur la base d'un multiple élevé. A l'extrême, même une croissance de 30 % par an, une société qui gagne un taux de rentabilité économique de 6 % après impôt alors que le coût du capital est de 10 %, sans espoir d'amélioration, a une valeur au mieux nulle, voir par exemple certaines sociétés du secteur des jeux vidéo ou d'Internet il y a quelques années.

Certes, il serait excessif de penser qu'une société qui ne gagne pas actuellement son coût du capital ne peut pas le gagner dans le futur. Mais dans ce cas, cette destruction de valeur temporaire, les premières années le plus souvent, a naturellement un impact négatif sur le PER.

Il convient donc d'analyser les niveaux actuels de valorisation en Chine à l'aune de la rentabilité dégagée par les entreprises chinoises comparée à l'exigence de rentabilité des actionnaires. A cet effet, nous avons actualisé l'analyse financière des entreprises chinoise ⁽⁴⁾ que nous avons réalisée début 2007, en intégrant les données 2006 grâce à des comptes fournis par Infanciaux et nous en donnons les résultats dans la seconde partie de cet article.

Le constat n'a pas beaucoup évolué en un an : il y a toujours un hiatus considérable entre d'une coté un PBR moyen de 4,9 (les capitaux propres des entreprises chinoises cotées valant 4,9 fois les fonds apportés par les actionnaires) et de l'autre une rentabilité économique moyenne après impôt de 8,5 % contre un coût du capital (en yuans) de l'ordre de 10 %. Au contraire, le fossé s'est creusé puisque l'an passé le PBR « n'était » que de 2,3.

⁽³⁾ Que vous pouvez télécharger sur le site www.vernimmen.net, sous l'icône « les outils / formules ».

⁽⁴⁾ Voir la Lettre Vernimmen.net n° 54 de janvier 2007.

Ainsi, en rangeant les groupes chinois cotés par quintile de rentabilité économique après impôt, on observe les PBR suivants :

	Rentabilité économique après impôts	PBR médian
1er quintile	18%	8,1
2ème quintile	9%	5,5
3ème quintile	6%	5,2
4ème quintile	3%	4,5
5ème quintile	1%	4,4

Source : compilations à partir de données Infinancials/

On retrouve naturellement la relation croissante entre PBR et rentabilité économique après impôt. Mais un PBR médian de 4,9 ne peut s'accompagner d'une rentabilité économique après impôt médiane inférieure de 1,5 % au coût du capital (8,5 % contre 10 %) que si la rentabilité s'améliore drastiquement. A titre purement illustratif, un PBR de 4,9 et une rentabilité économique de 8,5 %, même en prenant l'hypothèse d'une croissance des résultats de 25 % / an pendant 10 ans puis de 15 % / an pendant 10 ans, puis 5 % pendant encore 10 ans avant de tomber à 2,5 % / an, suppose implicitement une rentabilité économique après impôt de 20 % dans 30 ans. Seuls 21 % des groupes européens cotés ont atteint en 2006 cette performance dans une excellente conjoncture mondiale.

Un PER élevé peut donc parfaitement se justifier par des taux de croissance élevés, mais à condition que cette croissance soit une croissance **rentable**, ce qui n'est le cas en Chine que pour une minorité d'entreprises cotées. C'est donc moins les PER chinois qui sont choquants, compte tenu des taux de croissance, que les PBR, compte tenu des taux de rentabilité obtenus, comparés à la rentabilité exigée.

Comme au même moment les flux de trésorerie après frais financiers ont été systématiquement négatifs dans les années récentes, les compagnies chinoises ont accru leur endettement et se sont fragilisées face à un éventuel retournement de conjoncture brutal qui n'est jamais à l'évidence à exclure dans un pays émergent.

Avec un taux de croissance important, des faibles taux de rentabilité économique, des flux de trésorerie disponibles négatifs et des PBR très élevés, la situation chinoise actuelle ressemble de beaucoup à celle qu'a connue l'Europe à la fin des années 1960 et au début des années 1970. Des positions industrielles ont été prises et des parts de marché gagnées sans véritable souci de rentabilité.

La différence principale entre la situation chinoise d'aujourd'hui et celle de l'Europe d'alors est macroéconomique. Jusqu'à il y a peu, l'inflation chinoise était sous contrôle, contrairement à celle de l'Europe il y a quarante ans où les dettes étaient régulièrement érodées par l'inflation. De ce fait, les sociétés chinoises d'aujourd'hui ne bénéficient pas des intérêts réels négatifs et la dévaluation des dettes entraînées par l'inflation sans cesse croissante des années 1970 en Europe. Cette situation pourrait cependant changer assez vite car l'inflation chinoise, qui devrait atteindre 4,5 % en 2007, est clairement en hausse.

N° 61

Décembre 2007

Par Pascal Quiry
et Yann Le Fur

En septembre 2007, il y avait 1 497 compagnies chinoises cotées sur les bourses de Shanghai et Shenzhen. En excluant les sociétés capitalisant moins de 100 M\$ ou du secteur de la banque, de l'assurance et de l'immobilier, nous obtenons 993 sociétés pour lesquelles les comptes sont disponibles. Elles représentent les trois quart de la capitalisation boursière de Shanghai et Shenzhen, c'est-à-dire 2 600 Md\$. En 2006, les ventes combinées de ces compagnies chinoises se sont montées à 77 Md\$, soit l'équivalent des ventes agrégées de Shell, BP et Daimler, les trois plus grands groupes européens non financiers. Deux de ces groupes chinois sont très gros, Petrochina et China Petroleum, ils représentent 28 % des ventes et le quart de la capitalisation boursière. Dès lors, nous les avons exclus de notre échantillon.

Sans surprise, les groupes chinois les plus grands sont aussi les plus efficaces : les 20 % premiers pour cent de la capitalisation boursière chinoise représentent 70 % des ventes cumulées, mais 86 % du résultat d'exploitation et seulement 60 % des effectifs avec des ventes médianes de 765 M\$, un résultat d'exploitation médian de 90 M\$ et des effectifs de 6 400 personnes. A l'autre extrémité, les 20 derniers pour cents représentent 3 % des ventes, 1 % du résultat d'exploitation et 5 % des effectifs avec des ventes médianes de 59 M\$, un résultat d'exploitation de 4 M\$ et des effectifs de 900 personnes.

La croissance de l'activité a été de 27 % par an depuis 2002, essentiellement en volume puisque sur la même période, l'inflation chinoise a été de l'ordre de grandeur de 2 % par an. Ce qui veut dire que les sociétés chinoises cotées ont cru 2,5 fois plus rapidement que l'ensemble de l'économie chinoise (officiellement 10 % par an).

Comme l'augmentation du prix des matières premières n'a pas été intégralement répercutée sur les clients (pour le grand plus grand profit des consommateurs européens), le résultat d'exploitation est tombé de 11,5 % des ventes en 2002 à 10,7 % en 2006 (le chiffre comparable en Europe est de 10,9 %), malgré une impressionnante amélioration de la productivité des salariés. Les ventes ont monté de 27 % par an, alors que les effectifs n'ont progressé que de 8,7 % par an pour atteindre en total de 5,1 millions de personnes en 2006.

Depuis 2002, la gestion de l'actif économique s'est améliorée : le ratio vente sur actif économique est passé de 0,87 à 1,17. La raison en est principalement une amélioration de la gestion du besoin en fonds de roulement qui est passé de 26 jours de chiffre d'affaires en 2002 à 9 jours en 2006, ainsi que par une meilleure productivité des actifs, des immobilisations, puisque le ratio vente sur immobilisation s'est amélioré de 30 % en 5 ans. Néanmoins, depuis 2003, les groupes chinois ont systématiquement généré des flux de trésorerie négatifs après frais financiers qu'ils ont financé principalement par endettement.

En Md\$	2003	2004	2005	2006
Capacité d'autofinancement	36	47	52	63
- Variation du besoin en fonds de roulement	5	1	0	- 5
= Flux de trésorerie provenant de l'exploitation	31	46	52	68
- Flux de trésorerie des investissements	- 55	- 74	- 73	- 98
= Flux de trésorerie disponibles après frais financiers	- 24	- 28	- 21	- 30
Financé par :				
Augmentation de capital - Dividendes payés	4	2	7	15
Augmentation des dettes nettes	20	26	14	15

N° 61

Décembre 2007

Par Pascal Quiry
et Yann Le Fur

En conséquence de quoi la structure financière des sociétés chinoises cotées change rapidement. Les dettes sont passées de 23 % des capitaux propres en 2002 à 36 % en 2006 et de 1,1 fois l'EBE à 1,3 fois sur la même période. Ce niveau de 1,3 ne serait pas lui-même inquiétant si ces compagnies ne généraient pas des flux de trésorerie négatifs. Dès lors, elles ne peuvent rembourser leurs dettes qu'en coupant les investissements, ou en contractant de nouveaux crédits, à moins qu'elles ne réalisent des augmentations de capital qui, compte tenu des niveaux élevé de valorisation auxquels leurs actions se négocient, ne sont pas coûteuses.

D'ailleurs, pour la première fois en 2006, les directeurs financiers chinois ont profité de la bonne conjoncture boursière pour lever autant de capitaux propres en bourse qu'ils se sont endettés auprès des banques et du marché financier.

Il est indéniable que le haut taux d'épargne des ménages chinois (25 % des revenus) couplé avec les restrictions qui pèsent sur eux les empêchant de placer leur épargne ailleurs qu'en Chine, contribuent à la surévaluation du marché boursier chinois qui est potentiellement porteuse de destructions massives de valeur.

* * *

GRAPHIQUE DU MOIS : Les ratios d'endettement des LBO

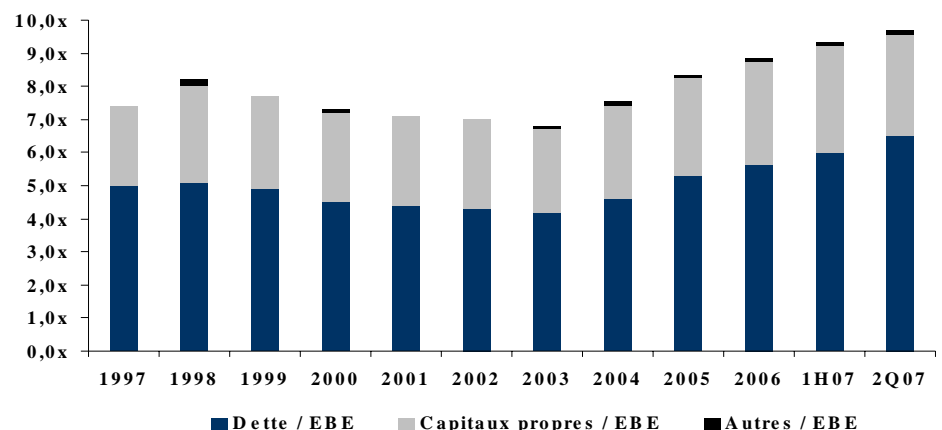
Comme nous ne sommes pas près de les revoir avant un certain temps, nous avons pensé que vous seriez heureux de les contempler une dernière fois avant qu'ils ne rentrent dans le mythe, mais aussi de revenir dans quelques temps, la finance, comme toute activité humaine, étant un éternel mouvement de balancier !

De 2003 à mi-2007 :

- les multiples d'acquisition en LBO des entreprises se sont accrus grâce à un financement par endettement plus lâche ;
- la structure de l'endettement s'est modifiée pour inclure les *seconds liens* ⁽¹⁾ qui offraient aux fonds de LBO de meilleures conditions (pas de participation à la plus value) ;
- les marges actuarielles de financement ont baissé à un plus bas historique.

⁽¹⁾ Pour plus de détails, sur les *second liens*, voir la Lettre Vernimmen.net n° 43 de décembre 2005.

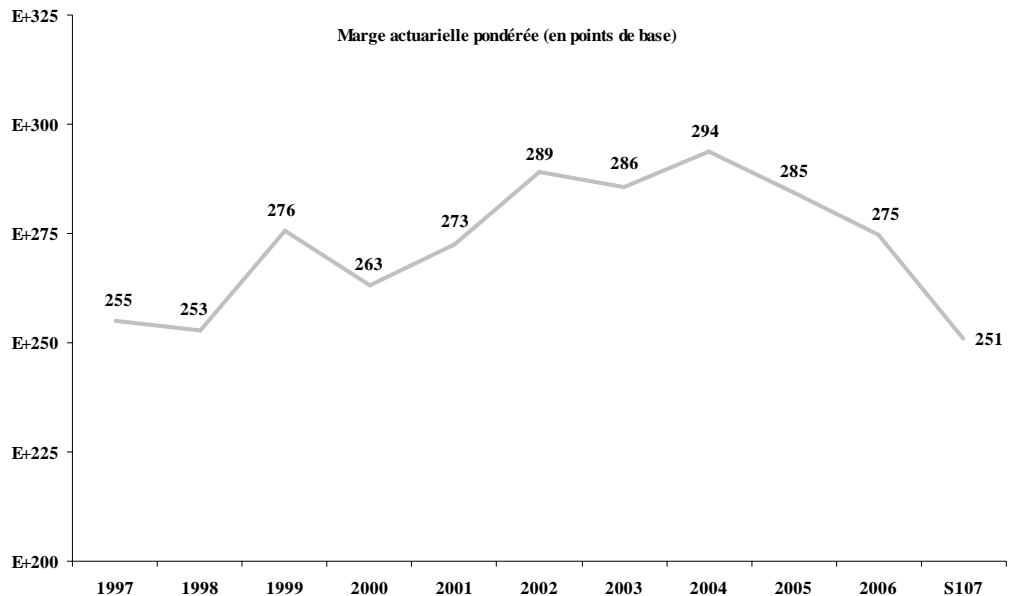
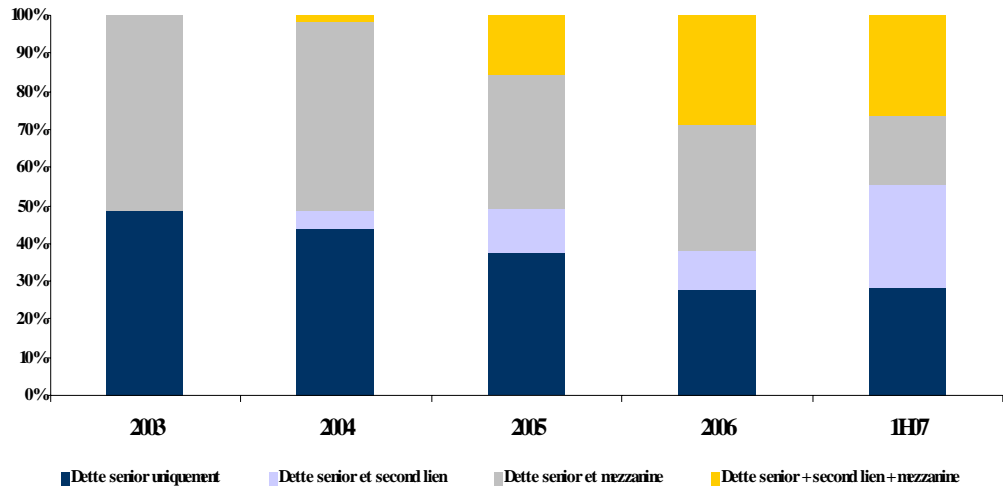
Prix d'acquisition et mode de financement des entreprises sous LBO



N° 61

Décembre 2007

Par Pascal Quiry
et Yann Le Fur



Source : Standard and Poor's

* * *

RECHERCHE : Le rôle du nantissement dans les relations banques / PME

L'utilisation très répandue du nantissement dans les contrats de crédit a donné lieu à une large littérature théorique. Les études empiriques permettant de valider les hypothèses théoriques sont beaucoup plus rares, à cause de la faible disponibilité des données. W. Voodeckers et T. Steijvers, ayant eu accès à la base de données de crédits d'une grande banque belge, ont confirmé ou infirmé les prédictions théoriques sur les déterminants de l'utilisation du nantissement ⁽¹⁾. Ils se sont pour cela focalisés sur les crédits aux PME accordés par cette banque entre 2000 et 2003.

⁽¹⁾ W.Voordeckers et T.Steijvers (2006), *Business collateral and personal commitments in SME lending*, Journal of Banking and Finance, vol.30.

N° 61

Décembre 2007

Par Pascal Quiry
et Yann Le Fur

Les principales raisons de l'utilisation du nantissement dans les relations de crédit sont bien connues. Premièrement, elle résout une partie du problème d'asymétrie d'information entre prêteur et emprunteur : ce dernier prouve la confiance qu'il a en son projet en acceptant un nantissement (sur son entreprise, ou *a fortiori* sur ses biens personnels). C'est une illustration de la théorie du signal ⁽²⁾. Deuxièmement, en alignant les intérêts de l'emprunteur sur ceux du prêteur, elle joue un rôle disciplinaire sur le comportement futur de l'emprunteur. C'est une illustration de la théorie de l'agence ⁽³⁾.

Les auteurs analysent quelles caractéristiques de l'emprunteur, de la relation prêteur-emprunteur ou du crédit considéré sont favorables à l'existence d'un nantissement dans le contrat de crédit. Ils parviennent aux résultats suivants :

1. Les entreprises familiales offrent plus souvent que les autres un nantissement pour obtenir un crédit. Les banques redoutent notamment dans ce type d'entreprises le maintien de dirigeants inefficaces lorsqu'ils sont de la famille du propriétaire.

2. Les entreprises qui obtiennent des crédits commerciaux de la part de leurs fournisseurs ont moins besoin de nantissement que les autres. Le crédit commercial agit comme un signal de solidité financière envoyé par les fournisseurs et reçu par la banque. Ceci nous paraît être un paradoxe car les banques sont supposées avoir développé en interne des outils et accéder à des bases d'analyse financière meilleures que celles à la disposition des entreprises : *credit scoring* ⁽⁴⁾, notation, bases d'incident de paiement de la Banque Centrale. On peut aussi penser qu'ayant moins de crédits bancaires, elles sont moins risquées pour les banques qui n'éprouveraient pas alors le besoin de cette garantie.

3. Lorsque la banque est le principal prêteur de l'entreprise, les auteurs constatent que la présence de nantissements dans le contrat de crédit est plus fréquente. Ceci va à l'encontre des prédictions théoriques. Puisque la banque principale fournit généralement d'autres services bancaires à l'entreprise, on s'attend à ce que la relation étroite se traduise par une diminution des asymétries d'information et donc du besoin de nantissement. Or, le caractère de banquier principal apparaît dans cette étude comme le principal facteur explicatif du nantissement ! Les auteurs proposent une explication de ce paradoxe : le banquier principal demanderait un nantissement à l'emprunteur pour réduire sa capacité à négocier un crédit auprès d'un autre établissement. Ce fait s'expliquerait donc pour des raisons commerciales plutôt que financières.

4. Les caractéristiques du crédit lui-même sont statistiquement moins explicatives de l'existence d'un nantissement que les éléments précédents. En particulier, les efforts de la banque pour sélectionner les candidats au crédit (que les auteurs mesurent par leur délai de réponse) ne réduisent pas la probabilité du nantissement. Ceci va à l'encontre de l'idée selon laquelle les banques utiliseraient le nantissement comme un substitut à leur effort d'analyse crédit.

Ces différents résultats doivent être considérés avec prudence étant donnée la spécificité de l'échantillon considéré (une seule banque, sur un marché bien spécifique et sur une période relativement courte). L'étude a toutefois le mérite de fournir de premiers éléments de preuve et de contradiction sur une question où les analyses empiriques sont encore rares.

⁽²⁾ Pour plus de détails, voir le chapitre 32 du Vernimmen 2005.

⁽³⁾ Pour plus de détails, voir le chapitre 32 du Vernimmen 2005.

⁽⁴⁾ Pour plus de détails, voir le chapitre 10 du Vernimmen 2005.

N° 61

Décembre 2007

Par Pascal Quiry
et Yann Le Fur

QUESTION ET REPOSE : Qu'est-ce que le *debt push down* ?

Par *debt push down*, on désigne un ensemble de mécanismes qui ont pour objectif de faire descendre une partie de la dette contractée par un acquéreur (ou la holding spécialement créée à cette occasion) au niveau de la société opérationnelle acquise.

L'objectif recherché peut être de nature :

- fiscale, car s'il n'y a pas intégration fiscale entre l'acquéreur et la cible, la dette localisée dans la holding d'acquisition ne génère aucune économie fiscale puisque la holding n'a pas de produit taxable significatif. En revanche, la plupart du temps, la société acquise paie de l'impôt qui pourrait être réduit grâce à des frais financiers si la dette se trouvait à son niveau et non à celui de la holding d'acquisition ;
- financier, la dette de la holding est structurellement subordonnée au remboursement des dettes de la société opérationnelle acquise, donc accordée à des conditions moins intéressantes que si la dette était au niveau de la société opérationnelle. Plus un prêteur est près des actifs et du cash flow, meilleures sont ses conditions.

Matériellement, le *debt push down* prend le plus souvent la forme d'un versement d'un dividende exceptionnel, d'un remboursement de primes ou d'une réduction de capital. Autrement dit, il est limité en France par le montant des réserves distribuables (qui excluent le capital social, les réserves légales, les réserves statutaires et les écarts de réévaluation). Afin d'en maximiser le montant, la société opérationnelle peut être conduite à procéder à des remontées de dividendes de ses filiales à son niveau (sans coût fiscal significatif en France dans le cadre du régime mère – fille), ou à des réductions de capital.

Il est parfois aussi procédé à des cessions d'actifs dans le cadre du périmètre de l'intégration fiscale (seuil de 95 % en France), permettant de dégager des plus-values dont l'imposition est reportée au moment de la sortie du périmètre fiscal de la société cédante. Cependant, le risque de requalification fiscale est réel si ces mouvements d'actifs n'ont pas de fondements économiques.

Le *debt push down* peut être contesté sur le terrain de l'abus de majorité, ce qui nécessite de démontrer que la décision a été prise contrairement à l'intérêt social, dans le but de favoriser l'actionnaire principal au détriment des intérêts de l'actionnaire minoritaire. Il est dès lors indispensable de démontrer que malgré l'endettement accru, l'entreprise pourra continuer à se développer et à rembourser normalement ses dettes. A cet effet, certains conseils d'administration demandent à un expert financier un avis de solvabilité ⁽¹⁾ afin d'être confortés dans leur jugement.

La critique peut aussi se porter au niveau de l'intérêt social ou de la prohibition du prêt par l'entreprise à un tiers afin de permettre à celui-ci d'acheter des actions de cette entreprise. De ce fait, il ne doit pas y avoir de lien entre le financement accordé à l'acquéreur et celui accordé à la société opérationnelle pour lui permettre de financer le *debt push down*.

Enfin, pour les sociétés cotées, le versement de dividende ne doit pas obérer de manière durable la capacité de distribution de la société sans quoi les minoritaires pourraient demander à l'AMF d'imposer une offre publique de retrait.

⁽¹⁾ Voir la Lettre Vernimmen.net n° 1 de juin 2001.

N° 61

Décembre 2007

Par *Pascal Quiry*
et *Yann Le Fur*

L'alternative au *debt push down* est la fusion rapide entre la holding d'acquisition et la société opérationnelle mais qui peut poser des problèmes fiscaux et financiers (2) si les minoritaires de la société opérationnelle sont importants (ils peuvent avoir alors le contrôle de l'entité résultant de la fusion). En pratique, dans le cas d'une opération de LBO, la fusion rapide n'est généralement pas envisageable avant 24 mois après la mise en œuvre de l'opération initiale.

(2) Voir la prochaine Lettre Vernimmen.net.

* * *

Au sommaire de la *Vernimmen.com Newsletter* de novembre 2007

- NEWS: Behavioral finance
- THIS MONTH'S GRAPHS: D / EBITDA in LBOs
- RESEARCH: How are firms sold?
- Q&A: What is a subprime loan?

Pour la consulter [cliquez ici](#)

Au sommaire du
prochain numéro :

- ACTUALITE : La
finance en Afrique

- TABLEAU DU MOIS :
Rachats d'actions 2008

- RECHERCHE :
Pourquoi les
entreprises émettent-
elles des capitaux
propres ?

- QUESTION &
REPOSE : La directive
MIF

LA LETTRE VERNIMMEN.NET :
LE COMPLEMENT DE L'OUVRAGE



ET DU SITE
WWW.VERNIMMEN.NET