



AURIGNAC FINANCE

IDÉES

Vendredi 10 mai 2002

2

ANALYSE

PAR JEAN-RENÉ GRITON ET EMMANUEL BÉRANGER

Comment appréhender la valeur des sociétés d'autoroute ?

La concession d'infrastructure routière est une véritable industrie en émergence que la privatisation d'ASF a mise en évidence. Le poids des sociétés publiques françaises au sein des concessions autoroutières européennes est prépondérant; elles seront incontournables dans le paysage industriel de demain. Mais leurs spécificités développées sous le régime du monopole de service public rendent complexe leur analyse. Cette complexité doit être appréhendée afin de ne pas perdre de vue les enjeux stratégiques que les industriels du secteur ont parfaitement intégrés.

Avant de parler des sociétés françaises, rappelez quelques caractéristiques du secteur. Celui-ci est méconnu par les marchés financiers du fait, essentiellement, d'une représentation boursière encore faible au regard de leur activité.

Ainsi, les neuf sociétés cotées européennes représentent moins des deux tiers de la seule capitalisation de Carrefour, mais de nombreuses concessions sont encore de simples filiales de groupe de BTP.

Quatre raisons justifient cependant l'émergence attendue du secteur :

- la présence sur les marchés des spécialistes espagnols et la privatisation d'Autostrade en 1999 ont commencé l'évangélisation des analystes, facilitant ainsi les cotations futures;
- la réorganisation capitalistique du secteur s'accélère. La bataille boursière autour d'Iberpistas, le « raid » de Vinci sur ASF, l'entrée d'Accsa, leader espagnol, au capital de son homologue portugais Brisa animent actuellement les marchés. Parallèlement, les groupes de BTP réorganisent leur participation. Ainsi, Dragados a prévu de transférer, au rythme de deux à trois par an, ses concessions autoroutières à Aurea. Grupo Ferrovial a de son côté structuré un pôle concession « Cintra » dans lequel un fonds d'investissement britannique est actionnaire à 40 %;
- la privatisation des infrastructures en Europe est une tendance de fond (aéroports de Berlin, Vienne, Rome, Gènes, autoroutes françaises et polonaises);
- les projets de *public private partnership* ont un bel avenir européen (500 milliards d'euros d'investissements sont prévus par la communauté européenne d'ici à 2010, plus de la moitié devront être financés par le privé).

La principale caractéristique d'une action autoroutière est d'offrir aux investisseurs une valeur refuge. Qu'elles soient italiennes, espagnoles ou portugaises, le bêta des autoroutières est proche de 0,5, celui

d'Autostrade étant légèrement plus volatil à 0,78. En 2000 et 2001, sept autoroutières ont surperformé l'indice de référence de leur marché (en moyenne de 60 %). Le taux de distribution des bénéfices est fort, il se situe entre 40 et 80 % du résultat.

La visibilité stratégique et financière s'impose

Sur le plan stratégique, la gestion du portefeuille de concessions et, dans une moindre mesure, la politique de diversification sont les éléments clés.

Un portefeuille de concessions dont l'échéance et la localisation géographique

sont diversifiées permet d'accroître la visibilité des *cash-flows* futurs, en réduisant l'exposition aux risques macroéconomiques (soubresauts du PIB, risques de grève...) et en pérennisant à long terme un *cash-flow* récurrent (harmonisation entre besoins d'investissement des nouvelles concessions et trésorerie excédentaire des concessions en fin de vie). Les nouvelles concessions (participation à un consortium gestionnaire avant même la construction) et la croissance externe (achat de concessions existantes) peuvent être des sources de forte rentabilité, les spécialistes de la gestion étant à même de mieux saisir les potentiels de croissance du trafic, et d'optimisation des charges.

La diversification hors du cœur de métier, consommatrice de capitaux et générant des risques industriels supplémentaires est par nature limitée. Les axes suivis sont les télécoms, la gestion de parking et de zones industrielles; Accsa est le plus avancé dans ce domaine avec moins de 15 % de son C.A.

Sur le plan financier, l'élément essentiel est la visibilité des *cash-flows* libres. L'endettement doit être analysé très précisément. Au-delà du ratio sur fonds propres, c'est l'adéquation de la dette à la nature de la concession (échéance, devises, garanties du concédant...) et la limitation du risque de taux qui crée la valeur de refuge.

Les autoroutières françaises sont spécifiques

Les trois groupes publics français font partie des quatre leaders européens en taille derrière Autostrade. Elles constituent de véritables standards internationaux sur les compétences essentielles de leur métier d'exploitant que sont l'entretien de l'infrastructure, la gestion du trafic et la gestion des péages.

Les caractéristiques financières des Semca (sociétés d'économie mixtes

concessionnaires d'autoroutes) sont inhabituelles, elles sont cependant adaptées à leur activité: l'effet de levier compris entre 4 et 33 a été maximisé en dehors de tout standard financier. A fin 2000, l'échéance moyenne de l'endettement ressortait à 7,4 ans, le taux d'intérêt moyen de 7 % et la part des taux fixes supérieure à 90 %. Les perspectives d'endettement complémentaires sont limitées et les perspectives de trésorerie très positives à long terme, la dette est maîtrisée.

Les perspectives de rentabilité sont bonnes et renforcées par des prévisions de croissance à long terme historiquement très conservatrices (1 % par an alors que, depuis 1997, on constate sur réseau stable 3 % pour les automobiles et 5 % pour les poids lourds) et par une politique d'interconnexion européenne qui se poursuit (développement du couloir n°5, interconnexion des systèmes de télépéage...).

Les risques intrinsèques portés par les Semca sont par ailleurs limités. Le réseau français comporte relativement peu d'ouvrages d'art et est déployé en quasi-totalité, les risques liés à la construction sont donc faibles et le risque pays nul (à la différence des sociétés ibériques exposées en Amérique du Sud).

Ainsi, avec un réseau stable, des perspectives de rendements et une échéance de concession fixe, les capitaux propres des Semca ont les caractéristiques essentielles d'une obligation. A court terme, il est logique de maximiser la valorisation en insistant sur cette approche: risque limité impliquant un moindre rendement exigé des capitaux propres et donc une valorisation supérieure.

L'historique des Semca trouble l'analyse

Les Semca sont probablement dotées d'une structure pertinente au regard de leur mission, telle qu'elle a été définie jusqu'alors, mais dès l'instant où elles sont confrontées aux marchés financiers et aux opérations de partenariats industriels, il leur est nécessaire de s'assurer que les marchés ont bien intégré et compris la valeur industrielle des Semca comme moteur d'une stratégie autour des concessions d'infrastructure. Ceci est rendu délicat par des résultats antérieurs peu lisibles et une visibilité immédiate de leur rentabilité future qui n'est pas optimum.

Les Semca françaises étaient soumises au principe de spécialité. Elles n'ont donc pas pu mutualiser leur portefeuille et leur horizon d'existence est à ce jour limité par le couperet des fins de concession aux

alentours de 2030; par ailleurs aucune dynamique réelle de diversification ne pouvait être mise en place.

Autre défaut, l'historique financier est peu lisible. L'année 2000 a été celle d'une profonde réforme comptable, les fonds propres ont été modifiés par des mouvements purement comptables en particulier sur les amortissements antérieurs du réseau physique. En 2001, le régime de TVA a été appliqué pour la première fois.

Enfin, il ne faut pas oublier que les trois « groupes » de Semca (ASF-Escota, Sanef-SAPN et SAPRR-AREA) n'ont été constitués que dans l'objectif de compenser les pertes des trois filiales par les bénéfices des trois sociétés mères, leur intégration opérationnelle et stratégique reste à mettre en œuvre.

L'ensemble de ces éléments rend très complexe l'analyse historique des comptes. L'analyse des flux futurs est

aussi difficile à mettre en œuvre. Les flux de trésorerie futurs sont en effet déconnectés de l'historique récent, l'investissement est en cours d'achèvement, le trafic arrive progressivement à maturité et les excédents de trésorerie du futur statut de « vache à lait » n'apparaîtront qu'à moyen terme (4 à 6 ans).

Il est indispensable de prendre conscience des forces (taille de réseau, compétences métier, investissements futurs limités, structure financière en constante amélioration) et des faiblesses (endettement difficilement compréhensible en première approche, visibilité insuffisante de la rentabilité, stratégie industrielle en cours d'élaboration, contraintes du passé sur le développement) du secteur public autoroutier français en cours de privatisation. Les trois groupes publics français opèrent dans une industrie en pleine construction, agitée de mouvements de consolidation. Les concessionnaires d'autoroutes seront des acteurs majeurs du secteur de la gestion d'infrastructure et les groupes publics français du fait de leur taille, de leur savoir-faire, sont incontournables. Indépendants ou non, ils feront partie des leaders de demain.

▲ J.-R.G., directeur au sein du département Corporate Finance (Andersen*)
▲ E.B., directeur au sein du département Business Consulting (Andersen*)

* La branche française d'Andersen a contracté une alliance récemment avec le réseau Ernst & Young

L'Agefi



AURIGNAC FINANCE

Appréhender la valeur des autoroutières françaises pour leurs (futurs) actionnaires

Décembre 2002

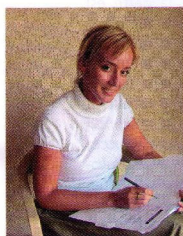


Les concessions d'infrastructure routière ne sont plus seulement de parfaits outils d'aménagement du territoire ; elles constituent dorénavant un enjeu majeur de l'économie concurrentielle. La privatisation d'ASF l'a mise en évidence et l'OPA actuelle sur Autostrade, principale opération boursière européenne de l'année, l'a définitivement prouvé. Le poids des sociétés publiques françaises au sein des concessions autoroutières européennes est prépondérant, elles seront donc incontournables dans le paysage industriel de demain pour peu que leur ouverture vers le privé permette leur indépendance. Cependant, leurs spécificités développées sous le régime du monopole de service public rendent complexe leur analyse. Cette complexité doit être appréhendée afin de ne pas perdre de vue les enjeux stratégiques que les industriels du secteur ont, de leur côté, parfaitement intégrés.



Jean-René GRITON

Directeur Transport et Infrastructures
EY Corporate Finance (structure de conseil
en fusion et acquisition d'Ernst & Young)



Cécile MONPLAISIR

PC 94
Manager

Avant d'aborder les sociétés françaises, rappelons quelques caractéristiques du secteur. Celui-ci reste mal connu par les marchés financiers du fait, essentiellement, d'un historique limité de cotation et d'une représentation boursière encore faible au regard de l'activité économique réelle mais de nombreuses concessions sont encore de simples filiales de groupe de BTP.

Quatre raisons expliquent cependant l'émergence actuelle du secteur :

– La présence sur les marchés des spécialistes espagnols et la privatisation d'Autostrade en 1999 ont commencé l'évangélisation des analystes, facilitant ainsi les cotations futures.

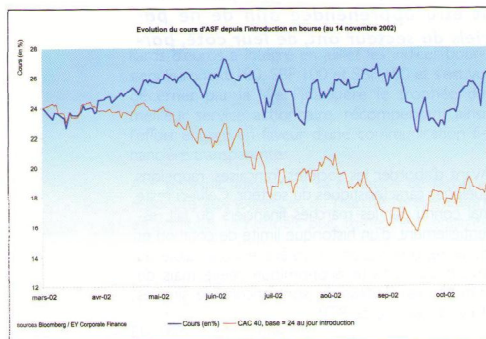
– La réorganisation capitalistique du secteur s'est d'ores et déjà emballée. Sous l'impulsion de la cotation d'ASF, nous assistons actuellement à une première phase de consolidation des positions nationales. Après une période de timides prises de participations croisées entre les leaders (Acesa, Autostrade et Brisa), les Espagnols (fusion de Acesa, Aurea et Iberpistas) et les Italiens (OPA du holding contrôlé par la famille Benetton sur Autostrade) tentent actuellement de verrouiller leurs positions nationales et leur capital afin de préserver leur force de frappe face aux grandes sociétés françaises en cours de transition vers la sphère privée. Parallèlement, les groupes de BTP réorganisent leur participation. Ainsi, Vinci tente de contrôler ASF, Eiffage se dit prêt à se désengager de Cofiroute, Grupo Ferrovial a de son côté structuré un pôle concession "Cintra" dans lequel un fonds d'investissement australo-britannique est actionnaire à 40 %.



AURIGNAC FINANCE

– La privatisation des infrastructures en Europe est une tendance de fond (mouvement généralisé en Grande-Bretagne, aéroports de Berlin, Vienne, Rome, Gênes et Florence, autoroutes françaises et polonaises).
– Les projets de public private partnership ont un bel avenir européen (500 milliards d'euros d'investissements sont prévus par la Communauté européenne d'ici 2010, plus de la moitié devront être financés par le privé).

Mais l'attrait essentiel pour les actionnaires réside dans le fait que la principale caractéristique d'une action autoroutière est sa capacité à offrir aux investisseurs une valeur refuge. Qu'elles soient italiennes, espagnoles ou portugaises, le bêta (mesure de la sensibilité de la valeur aux évolutions des marches) des autoroutières est sur le long terme proche de 0,5 (sur le long terme les mouvements du marché seront amortis de moitié). Sur les 6 derniers mois, la valeur de refuge apparaît encore plus clairement avec des bêta proches de 0,2 et pour deux sociétés des bêta négatifs. En 2002, 6 autoroutières ont surperformé l'indice de référence de leur marché (en moyenne de 73 %). Le taux de distribution des bénéfices est fort, il se situe entre 40 et 80 % du résultat.



L'importance de la visibilité stratégique et financière

Sur le plan stratégique, la gestion du portefeuille de concessions et dans une moindre mesure la politique de diversification sont les éléments clés de la création de valeur.

Un portefeuille de concessions dont l'échéance et la localisation géographique sont diversifiées réduit l'exposition aux risques macro-économiques (soubresauts du PIB, risques de grève...) et pérennise à long terme un excédent de trésorerie récurrent (harmonisation entre besoins d'investissement des nouvelles concessions et trésorerie excédentaire des concessions matures et en fin de vie). Les perspectives de croissance proviennent essentiellement des concessions nouvelles (participation à un consortium gestionnaire avant même la construction) et de l'acquisition de concessions existantes. Dans un secteur en cours de constitution au niveau européen, accroître le portefeuille de concessions (autoroutes mais aussi ouvrages d'art ou même aéroports) peut être source de forte rentabilité, les spécialistes de la gestion d'in-

frastructures étant à même de mieux saisir les potentiels de croissance des revenus et d'optimisation des charges.

La diversification hors du cœur de métier, consommation de capitaux et générant des risques industriels supplémentaires est, par nature, limitée. Parmi les axes suivis à l'heure actuelle on peut citer la gestion de parking et de zones industrielles ou l'optimisation des sources de revenus sur les zones de repos ; Acesa est le groupe le plus avancé dans ce domaine avec moins de 15 % de son CA.

Sur le plan financier, l'élément essentiel est la lisibilité des cash-flows libres futurs (soit la correcte évaluation par le marché des excédents de trésorerie disponible après service de la dette et investissement "normal"). L'endettement doit être analysé très précisément. Au-delà du ratio endettement sur fonds propres, c'est l'adéquation de la dette à la nature de la concession (échéance, devises, garanties du concédant...) et la limitation du risque de taux qui crée la valeur de refuge.

Les autoroutières françaises sont spécifiques dans le paysage européen

Les 3 groupes publics français font partie des 4 leaders européens en taille derrière Autostrade. Elles constituent de véritables standards internationaux sur les compétences essentielles de leur métier d'exploitant que sont l'entretien de l'infrastructure, la gestion du trafic et la gestion des péages.

Les caractéristiques financières des SEMCA (sociétés d'économie mixte concessionnaires d'autoroutes) sont inhabituelles, elles sont cependant adaptées à leur activité :

– L'effet de levier (dette rapportée aux capitaux propres, mesure l'utilisation de la dette financière, ressource moins "chère" que les actions) compris entre 2,7 et 45 a été maximisé en dehors de tout standard financier classique (un ratio de 1 est considéré comme maximal dans la majorité des secteurs). Les perspectives d'endettement complémentaires sont limitées et les perspectives de trésorerie très positives à long terme, la dette est maîtrisée. Les marchés ont initialement critiqué le niveau d'endettement d'ASF et l'ouverture du capital des deux groupes encore publics à 100 % nécessitera une recapitalisation préalable. Cependant on remarque que l'OPA sur Autostrade avec pour objectif une détention de 67 % sera a priori financée totalement en dette et, en cas de succès la holding de reprise sera fusionnée avec Autostrade dont l'effet de levier devrait être alors similaire à celui d'ASF, confirmant la logique de l'approche historique française (très fort endettement adapté à la visibilité future des résultats).

– Les perspectives de rentabilité sont bonnes et renforcées par des prévisions de croissance à long terme historiquement très conservatrices (1 % par an alors que depuis 1997, des taux de 3 % pour les automobiles et 5 % pour les poids lourds sont constatés sur réseau stable) et par une politique d'interconnexion européenne qui se poursuit (développement du couloir n° 5, interconnexion des systèmes de télépéage...).