

## Les leçons de la chute d'Altice

La chute de l'action Altice est spectaculaire. Elle cotait plus de 17€ le 24 octobre, plus de 16€ le 2 novembre et elle tente désormais une stabilisation entre 8 et 10€. C'est la publication, le 3 novembre, des résultats du troisième trimestre du holding d'opérateurs télécoms et de câblo-opérateurs qui a provoqué cette tempête. La Bourse adresse un avertissement au groupe, mais, au-delà on peut se demander si le cas est spécifique ou si l'avertissement a une portée plus générale.

### Les Bourses chères sanctionnent sévèrement les déceptions

La première constatation vaut pour Altice, mais pas seulement, loin de là. Avec des Bourses qui passent leurs records historiques (y compris en Europe, si on se réfère aux indices dividendes réinvestis) les multiples sont élevés et les gains potentiels sur les portefeuilles substantiels : les déceptions sont très sérieusement sanctionnées. Dans le « scénario idéal » de croissance généralisée et assez synchrone sans inflation, les ratés des comptes d'exploitation et surtout les révisions à la baisse des perspectives ne sont pas excusés par des investisseurs qui paient cher, précisément, les perspectives bénéficiaires.

Altice est sur ce plan un exemple d'une liste assez longue. Il a subi la double peine avec un chiffre d'affaires trimestriel stagnant (+0,3 %) et inférieur aux anticipations (principalement pour SFR qui encaisse un recul de -1,3%), et une nette révision à la baisse des perspectives de résultat brut d'exploitation sur la fin de l'année et en 2018.

La déception est centrée sur SFR, qui pèse 30 % des actifs du groupe et 50 % de son chiffre d'affaires. La dynamique commerciale est plus que médiocre (encore des pertes d'abonnés dans le fixe et une très faible progression dans les mobiles) et annonce des flux inférieurs aux prévisions alors que les investissements doivent repartir et rompre, même modérément, avec la réduction forcée depuis la reprise de SFR par Altice en 2014.

### Les risques particuliers des sociétés à revenus récurrents

C'est le deuxième avertissement de l'effondrement de l'action Altice. Les évaluations des activités à revenus récurrents comme les télécoms ou le câble, à l'image de beaucoup de sociétés concessionnaires, sont basées sur l'actualisation de flux d'autofinancement à venir. Cela donne une sensibilité à deux facteurs : l'évaluation de ces flux et le taux d'intérêt demandé par l'investisseur.

Dans le cas d'Altice, les perspectives d'activité et de marge ont conduit les analystes financiers à réduire de -25 à -33 % cette évaluation d'actualisation. Cela constitue une baisse plus forte que celle du bénéfice 2018 estimé (-24 %).

Ainsi, les modèles économiques basés sur des revenus à forte visibilité se révèlent les plus vulnérables aux déceptions au moment où les Bourses sont à des niveaux record.

Les effets sont, en effet, démultipliés par la dette : les autofinancements à venir sont revus à la baisse mais doivent supporter une charge financière inchangée. Dans le cas d'Altice, les montants sont vertigineux : plus de 50 milliards d'euros de dettes, qui se comparent avec une capitalisation boursière revenue à 14 milliards.

Ce n'est pas le premier choc subi par l'action Altice. En 2014, elle a coté 6,70€ au plus bas et 15,90€ au plus haut ; les extrêmes 2015 (10-32,20 €) et 2016 (11,20-18,90€) annonçaient ainsi un exercice pas si différent cette année. : 9,96-23,43€. Cela posé, le déséquilibre du bilan commence à sérieusement se traduire dans les projections de rentabilité à moyen et long terme. Après l'éviction du directeur général Michel Combes et son remplacement par le grand patron et stratège de la croissance sur endettement Patrick Drahi, il est difficile de prévoir une issue sans cession d'un des grands pôles du groupe.

## 2,2 fois le PIB mondial de dettes privées et un levier de plus de 5 fois l'Ebitda considéré comme supportable ?

Au-delà du cas d'Altice, c'est le levier de la dette qui est en question. Il est assez frappant de lire les notes des analystes financiers ou des analystes crédit : ils estiment qu'un endettement représentant 5,3 fois le résultat brut d'exploitation est un niveau acceptable, voire même raisonnable. Le montage qui affecte l'essentiel des dettes aux filiales (« seulement » 6 milliards d'euros supportés par la holding) met bien sûr Altice à l'abri d'une défaillance en cascade, d'autant que les conventions d'emprunt des filiales portent justement sur les résultats bruts d'exploitation et pas sur le cours de Bourse. Mais un levier de plus de cinq fois est en tout état de cause très élevé.

Sans parler des risques de l'exploitation, des refinancements d'échéances peuvent être des passages très délicats dans ce type d'investissement qu'on peut qualifier sans hésitation de spéculatif. C'est sur ce point que l'avertissement d'Altice est le plus important. La dette privée a explosé : hors secteur financier elle se monte à 2,2 fois le produit intérieur brut mondial. Ce niveau se compare avec 1,7 fois en 2007. La différence entre l'endettement privé – y compris celui des entreprises des secteurs publics - et l'endettement d'État est que, d'une manière ou d'une autre son remboursement est exigé alors que les États n'ont pas forcément ce souci. Cela peut passer par des restructurations sévères et même des moratoires ou des dépôts de bilan, mais il y a un rendez-vous avec la réalité.

Altice est un peu le symbole de cette spéculation financière entretenue par les banques centrales depuis dix ans. Pour le moment, on en est au stade du simple avertissement. Mais le risque commence à se dessiner de déceptions industrielles et, plus encore, d'effets dévastateurs qu'aurait une tension, même très modérée sur les taux d'intérêt à long terme. Elle jouerait à la fois sur les refinancements (donc sur le prélèvement financier sur les autofinancements à venir) et sur l'évaluation (du fait de l'application de taux d'actualisation relevés).

Une dette de 2,2 fois le PIB mondial, de 2,8 fois dans les pays développés : le levier est fort. Les optimistes y verront un facteur empêchant les banques centrales de vraiment relever les taux d'intérêt. Les pessimistes se méfieront des investissements reposant sur un couple anticipations/dette trop tendu.