Les rois du cash sont souvent

TRÉSOR DE GUERRE *Depuis plusieurs années, les groupes ont fait d'énormes efforts pour nettoyer et embellir agences de notation, la Bourse préfère qu'elle soit utilisée pour accroître la valeur pour l'actionnaire. Nous passons*

Pour séduire les investisseurs, vaut-il mieux être cigale ou fourmi ? A priori, être assis sur une montagne de cash est une position bien plus confortable pour une entreprise que d'être criblé de dettes. Toutefois, cette question du trop-plein de richesse prend davantage d'acuité au regard de la chute des taux d'intérêt aujourd'hui négatifs, et plus d'un directeur financier s'arrache les cheveux pour essayer de tirer un peu d'argent de ses placements.

Les taux sont passés en territoire négatif

En effet, depuis que la Banque centrale européenne (BCE) a déclaré qu'elle allait lancer un programme de rachat d'actifs afin de lutter contre la déflation menaçante en Europe, les taux d'intérêt à long terme ont plongé. L'an dernier, la BCE a dû se résoudre à faire passer l'un de ses taux directeurs, le taux de facilité de dépôt, en territoire négatif. Cette situation ne pose pas seulement des problèmes aux investisseurs institutionnels et autres fonds de pension, elle questionne aussi les sociétés dont les bilans sont gonflés de trésorerie. Et force est de constater que leur nombre n'a cessé de grandir depuis plusieurs années.

Un trésor de 4.500 milliards de dollars

Selon une étude de Standard & Poor's, les 2.000 sociétés mondiales les plus importantes avaient emmagasiné 4.500 milliards de dollars à fin 2013, soit près de 10 % de leurs actifs, et le mouvement s'est poursuivi l'an dernier. Plusieurs raisons expliquent cet appétit pour le cash. D'abord, tirant les leçons de la crise de 2008, les « cigales » ayant vu leurs comptes se dégrader et leurs cours chuter se sont empressées de prendre des mesures pour redresser leur rentabilité. Le recentrage sur leurs métiers phares les a conduites à céder des actifs, ce qui, par conséquent (pas forcément voulu), a gonflé leurs ressources.

D'autres se sont empressées de renégocier leurs crédits afin d'allonger la maturité de leur dette et réduire les frais financiers. Communiquer sur sa situation financière ou sa génération de cash auprès de la communauté financière est devenu un « must », les entreprises souhaitant absolument améliorer ou maintenir leur note auprès des agences de notation.

D'autres firmes, davantage « fourmis », n'ont pas eu de mal à justifier leur attitude prudente et à geler leurs investissements, compte tenu du manque de visibilité. Elles sont restées assises sur leur tas d'or, lequel a grossi.

> « LA BOURSE AIME BIEN QU'UNE SOCIÉTÉ SOIT RICHE, MAIS ELLE VEUT SURTOUT QUE L'ENTREPRISE FASSE BON USAGE DE SON ARGENT »

Ce qui compte, c'est ce qu'on fait avec sa trésorerie

Pour la Bourse, ce qui compte, c'est ce que la société fait avec cette manne financière à sa disposition. Veut-elle la conserver par prudence, telle une ceinture de sécurité, pour réagir en cas de pépins imprévus ? Souhaite-t-elle préserver cette marge de manœuvre pour sauter sur une occasion d'acquisition avant ses concurrents, comme Bénéteau, ou pour investir dans de nouveaux développements stratégiques, tel Accor ? A ce jour, le cas Vivendi est symptomatique, les investisseurs spéculant sur ce que Vincent Bolloré va faire avec son magot. « *La Bourse aime bien qu'une société soit riche, mais elle veut surtout que l'entreprise fasse bon usage de son argent. Avec des taux à zéro, on trouve du cash partout. Donc, si l'on pousse le raisonnement à l'extrême, n'importe quel projet est bon. Il faut donc être très prudent et voir si l'investissement d'aujourd'hui sera valable demain* », avertit Roland Fernet, directeur général de KBL Richelieu Gestion.

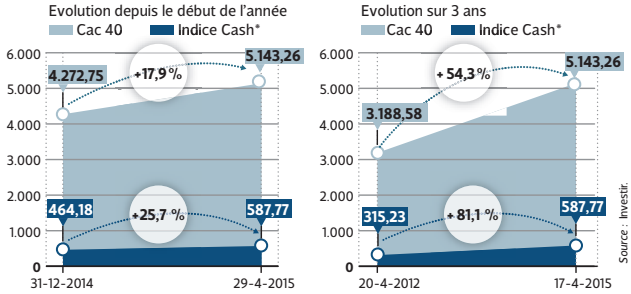
Durant toute l'année 2014, les économistes se sont demandé si la reprise allait finir par pointer son nez. Ainsi, pour les PDG frileux, c'était un bon prétexte pour ne pas investir.

Aujourd'hui que la conjoncture européenne semble s'améliorer, des entreprises vont sans doute passer à l'action et mettre la main au portefeuille. « *C'est en ce moment qu'il faut se risquer dans l'eau encore froide pour trouver de beaux projets ou lancer une OPA*, déclare Roland Fernet, qui ajoute, *nous allons encore avoir une année avec des opérations financières très importantes.* »

Les sociétés à grosses fortunes seraient-elles plus appétissantes que les autres ? C'est indéniable : celles qui

LES VALEURS CASH FONT MIEUX QUE LE MARCHÉ

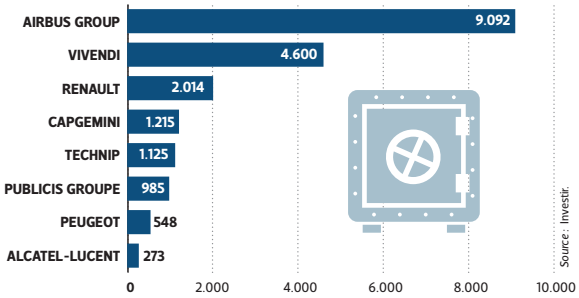
DES VALEURS QUI ONT LA COTE



*Indice réalisé avec toutes les sociétés du SRD et du SRDLS en position de trésorerie nette positive au 31-12-2014.

LES PLUS GROSSES TRÉSORERIES NETTES* DU CAC 40

Au 31-12-2014, en M€



*Dettes financières à court et long termes – trésorerie et équivalents de trésorerie.

« Il faut résister à la tentation de rechercher du rendement »

Est-ce sous la pression des marchés boursiers que Technip a accumulé un beau trésor de guerre ?

Bonne question, même si le terme « *trésor de guerre* » doit être manié avec précaution. Il laisse croire que l'on a de l'argent et que l'on peut en faire n'importe quoi. Ce n'est justement pas le cas. L'attitude des investisseurs vis-à-vis des entreprises leur pose à juste titre la question : « Quelle stratégie adoptez-vous en termes de bilan ? » Depuis 2008-2009, ce dialogue est devenu plus à la mode. Cet échange, très sain, donne une vision de long terme sur le bilan. Technip est dans une industrie de long terme qui comporte des risques. En termes de structure, nous souhaitons, en outre, maintenir notre note BBB+.

Votre stratégie financière est-elle modifiée par la conjoncture ?

Notre stratégie industrielle et financière varie peu au gré des changements de conjoncture économique et des variations de taux d'intérêt. N'oubliez pas que, si les taux sont négatifs en euros, ce n'est pas le cas dans toutes les devises, et notre trésorerie est composée de plusieurs monnaies. De plus, grâce à notre position de trésorerie, nos banques anticipent des dépôts en continu de notre part et elles nous accorderont alors des taux plus avantageux.

> « GRÂCE À NOTRE TRÉSORERIE, NOS BANQUES ANTICIPENT DES DÉPÔTS EN CONTINU ET ELLES NOUS ACCORDERONT ALORS DES TAUX PLUS AVANTAGEUX »
>
> JULIAN WALDRON DIRECTEUR FINANCIER DE TECHNIP

Une trésorerie nette d'un côté et des taux négatifs de l'autre, en tant que directeur financier, c'est un casse-tête inédit. Comment faites-vous pour trouver du rendement ?

Si notre stratégie ne change pas en fonction des taux d'intérêt, il faut résister à la tentation de rechercher du rendement ou de spéculer. La trésorerie, c'est le bien le plus précieux de l'entreprise, et il ne faut pas prendre de risque inconsidéré avec elle.

Détenir du cash, c'est aussi avoir les moyens d'investir. Est-ce aussi pour cela que Technip détient de la trésorerie ?

Oui, nous aurons davantage de flexibilité, par exemple, pour saisir l'opportunité de réaliser l'acquisition d'une petite entreprise, qui détiendrait une technologie que nous estimerions stratégique. A cet égard, nous raisonnons en fonction de l'intérêt intrinsèque de l'opération, qui devra offrir un bon retour sur investissement à long terme.

Votre grosse trésorerie explique-t-elle pourquoi vous restez généreux avec vos actionnaires, malgré un environnement difficile ?

Il faut faire la différence entre cash au bilan et génération de cash-flow. Pour le dividende, c'est le flux de trésorerie qui compte. Nous avons une rentabilité solide, et nos perspectives de croissance le sont aussi. Donc, à court terme, on ne surréagit pas si une année est moins forte. Nous pouvons maintenir la croissance du dividende. L'actionnaire doit s'attendre à un dividende durable.

PROPOS RECUEILLIS PAR S. A.

aussi les chouchous de la Bourse

leur bilan. Résultat, certains sont assis sur une montagne de cash. Même si cette richesse est appréciée par les ici en revue les secteurs et les sociétés les plus riches, puis nous vous donnons nos conseils sur chacun d'eux.

ont des liquidités au bilan seront plus attirantes, car elles présentent des ratios de valorisation moins élevés que les autres.

Certains ténors du Cac 40, comme Capgemini ou Publicis Groupe, ont déjà effectué des acquisitions ; d'autres, comme Michelin, L'Oréal ou Accor, ont communiqué sur leurs intentions d'investissement. « *Nous avons mené un certain nombre d'opérations financières, notamment une émission obligataire hybride perpétuelle. Elle a contribué à renforcer considérablement la marge de manœuvre d'Accor pour mettre en place sa stratégie, notamment numérique* », nous confie Sophie Stabile, directrice financière du groupe. Ce n'est peut-être pas un hasard si Nokia a jeté son dévolu sur Alcatel-Lucent, au moment où son bilan vient d'être nettoyé. Par ailleurs, certains groupes, comme Airbus récemment, ont lancé des opérations de rachat d'action.

Toutefois, cette utilisation du cash, très prisée à Wall Street, n'est pas vraiment bien vue en Europe.

De ce côté-ci de l'Atlantique, c'est la distribution de dividende qui est préférée, avec, par exemple, le versement d'un coupon exceptionnel, comme pour Lagardère.

Et les plus riches sont montrées du doigt si elles s'endorment sur leur pactole. En effet, les actionnaires préfèrent que leur société fasse fructifier leur fortune, soit en investissant, soit en leur reversant une partie de cette manne.

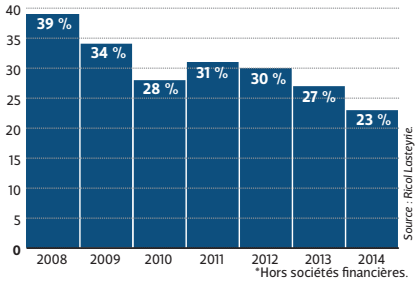
Nous avons listé dans notre dossier les entreprises en position de trésorerie nette positive, c'est-à-dire avec un ratio de *gearing* négatif (dettes financières-trésorerie/fonds propres au 31 décembre 2014), mais, attention, tous les gros cash ne sont pas logés à la même enseigne.

La plus ou moins importante position de trésorerie d'une entreprise tient aussi à son domaine d'activité : par exemple, la distribution encaisse ses clients avant de payer ses fournisseurs, l'aéronautique touche de gros versements lors des commandes, etc. Des secteurs sont aussi des « brûleurs de cash ». Il faut être sélectif et, donc, bien veiller à repérer les meilleurs dossiers. C'est justement l'objet de notre enquête.

SYLVIE AUBERT

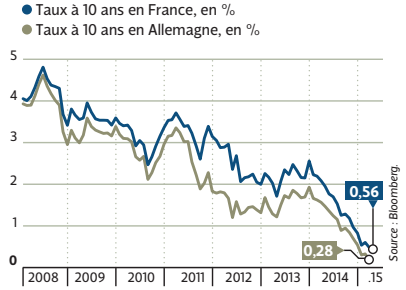
DES BILANS SOLIDES

Taux de dettes nettes sur fonds propres du Cac 40* (en %)



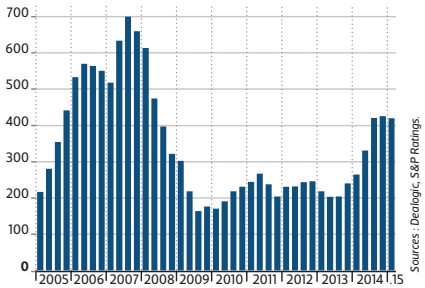
*Hors sociétés financières.

UNE CHUTE SPECTACULAIRE DES TAUX À 10 ANS



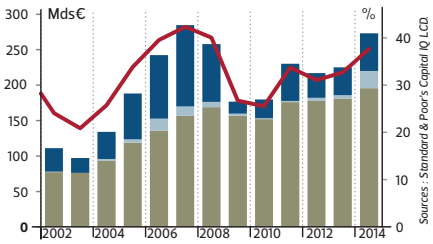
D'AVANTAGE D'OPÉRATIONS DE FUSIONS-ACQUISITIONS

Volume d'opérations*, en Mds€, glissement annuel



*Opération d'origine européenne (EU31, Suisse, Islande et Norvège) vers des cibles européennes et nord-américaines.

UN MEILLEUR RETOUR POUR L'ACTIONNAIRE



Un beau bilan permet de réduire la valorisation

Depuis la crise, les entreprises ont fait des efforts pour améliorer leur bilan. Pour quelles raisons, selon vous ?

Effectivement, depuis 2008, les positions de trésorerie nette ont augmenté, et le ratio d'endettement net sur fonds propres a été réduit dans les grandes entreprises. Cela dit, il faut distinguer deux types de sociétés. D'un côté, vous avez les groupes qui ont toujours eu du cash au bilan, car c'est dans leurs gènes. La crise n'a pas modifié leur stratégie. D'un autre côté, on trouve les firmes qui sont en manque de trésorerie. Les plus endettées d'entre elles ont vu leur cours de Bourse lourdement chuter lors des crises et, ensuite, ont senti le vent du boulet et elles ont peiné pendant plusieurs années pour reconstituer leur bilan.

Est-ce à dire que la question de la trésorerie est cyclique ?

Oui, quand la marche des affaires est prospère, le marché a tendance à apprécier les valeurs qui s'endettent pour aller de l'avant. Cela incite les sociétés à passer à l'action. Dans les périodes de grave crise économique, le marché vilipende les groupes endettés et privilégie, au contraire, les affaires les plus saines. Ce raisonnement est très clair, si vous observez les différents cycles économiques qui se sont succédé avec des phases d'expansion suivies par des années de vaches maigres. Ainsi au cours des dernières années, vous avez eu de l'expansion entre 1985 et 1990, puis entre 1994 et 2000 et entre 2003 et 2007. Dans l'intervalle, il y a eu des périodes de recul de l'activité. Aujourd'hui, nous sommes à l'aube d'un nouveau cycle de croissance et, donc, d'endettement des sociétés.

La situation actuelle n'est donc pas atypique, selon vous ?

Non, elle est tout à fait classique. Cette situation de forte trésorerie au sein des entreprises est davantage liée au cycle qu'au niveau absolu des taux d'intérêt. Comme la croissance est faible, les sociétés ont peu de projets et ne prennent pas de dettes. Si l'économie redémarre grâce à la baisse conjuguée des taux d'intérêt, de l'euro et du pétrole, elles vont de nouveau investir et se financer *via* de la dette.

Avoir du cash, est-ce un atout pour la Bourse ?

Jusqu'ici, c'était un avantage. Mais comme nous allons sortir de la crise pour entrer dans une période plus prospère, avoir du cash sera considéré comme de la mauvaise gestion, sauf si la société rend l'argent aux actionnaires, ce qui est souvent apprécié. Nous sommes en ce moment à ce point d'inflexion de la pensée des analystes qui vont bientôt considérer la trésorerie comme un défaut. Cela dit, garder un matelas de cash peut être intéressant en cas de chute des marchés, qui sont à un niveau élevé actuellement. En effet, entre deux sociétés qui ont, par exemple, un PER de 25 fois, celle des deux qui a une position de trésorerie nette vaudra moins cher en termes de cours sur valeur d'entreprise et sera donc plus résistante en cas de repli de la Bourse. Elle pourra aussi attirer des prédateurs.

PROPOS RECUEILLIS PAR S. A.

« COMME NOUS ALLONS SORTIR DE LA CRISE, AVOIR DU CASH SERA CONSIDÉRÉ COMME DE LA MAUVAISE GESTION, SAUF SI LA SOCIÉTÉ REND L'ARGENT AUX ACTIONNAIRES »

MARC GIRAULT DIRECTEUR DE LA GESTION DE HMG FINANCE

La baisse de la dette est très appréciée

DÉSENDETTEMENT En Bourse, acheter une société endettée, mais qui a d'ores et déjà entamé son désendettement, peut être très lucratif. C'est, bien sûr, aussi un peu plus risqué.Le marché a d'ailleurs déjà largement salué les bons nettoyages de bilans, comme Veolia Environnement, Sequana, ou encore Groupe Partouche, dont le titre ne s'est redressé que parce que le pire a pu être évité.

« *C'est une bonne idée d'acheter une société qui a allongé la maturité de sa dette. Elle peut alors relancer ses investissements et, si la conjoncture est meilleure, elle dégagera du cash qui ne sera plus obéré par les frais financiers* », explique Dominique Dequidt, directeur adjoint de la gestion collective à la Financière Tiepolo. Certaines entreprises ont ainsi racheté leurs obligations, ce qui a généré une perte, mais, d'un autre côté, l'allongement de la maturité de la dette va permettre des économies de frais financiers sur plusieurs années. Le groupe Elis, par exemple, qui vient d'entrer en Bourse, est dans ce cas de figure avantageux.

Pour Marc Girault, directeur de la gestion de HMG Finance, il faut regarder les sociétés qui ont eu un problème de dette et qui ont survécu. Le marché va s'intéresser à celles qui seront plus agressives en termes d'investissement. Avec la reprise économique, il y aura un effet démultiplicateur sur la rentabilité. C'est aussi la raison pour laquelle les entreprises au bilan assaini sont appétissantes et peuvent représenter des cibles d'OPA. Norbert Dentressangle en est l'illustration frappante. L'entreprise américaine XPO Logistics profite, en outre, de la prime de plus de 36 % offerte par la baisse de l'euro/dollar pour s'offrir cette belle société désendettée.Parmi les sociétés désendettées que nous recommandons à l'achat, se trouvent Imerys, Tarkett, Stef, Touax et Laurent-Perrier.

S. A.