

La Société Marseillaise du Tunnel Prado Carénage (SMTPC). Une obligation peut cacher une bonne action.

Ce texte est un inédit qui a pour objet de donner un exemple précis du processus de recherche et de l'élaboration des décisions d'investissement employé chez Moneta Asset Management, plus particulièrement dans le cadre de l'investissement du FCP Moneta Micro Entreprises.

Trois autres exemples d'investissements (Maisons France Confort, SR Téléperformance et Marionnaud) reprenant ce même format ont été publiés dans le livre « Les méthodes de 7 grands gestionnaires pour choisir ses actions » paru en avril 2006 aux éditions Gualino.

Avril 2003. Bureau de Moneta Asset Management. La rubrique "Obligations convertibles" de la cote comme piste d'investissement.

Depuis le plus haut en 2000, il n'y a pas que le marché des actions qui ait chuté. L'éclatement de la bulle a aussi secoué le marché obligataire ; le marché des obligations convertibles en actions, à la lisière entre le marché des actions et celui des obligations, a lui aussi beaucoup souffert. Il offre de fait de nombreuses pistes d'investissement.

Dans la rubrique "Obligations convertibles" de la cote du marché français figure le titre "SMTPC 90". Voici un sigle peu explicite. Recherches faites, il s'agit d'un titre subordonné convertible en actions de la Société Marseillaise du Tunnel Prado Carénage (« SMTPC »). Ce titre sert un rendement obligataire. Il est « subordonné », ce qui veut dire qu'il ne verse un coupon qu'à la condition que la société dégage un résultat suffisant. Il est « convertible » en actions depuis 1996, ce qui permet à ses détenteurs d'opter pour l'échange de leurs titres contre des actions de la société.

Mais début 2003, ces actions ne sont toujours pas cotées. Elles auraient dû être admises à la cote officielle avant le 30 juin 1996, mais l'introduction en bourse de la SMTPC a été retardée pour cause de résultats financiers insuffisants : le trafic du Tunnel Prado Carénage s'est en effet avéré nettement inférieur aux prévisions initiales, et la société, concessionnaire jusqu'en 2025, n'est toujours pas en mesure de verser un dividende à ses actionnaires en 2003, soit dix années après l'ouverture du tunnel au trafic routier.

Mes premières investigations en restent là jusqu'au jour où une annonce parue dans le journal "Les Echos" attire mon attention : les porteurs de titres "SMTPC 90" sont conviés à une réunion d'information. Le lieu n'est pas classique pour ce genre de réunions ; il s'agit de Chambre de Commerce et de l'Industrie Méditerranée Provence.

10 juillet 2003. Chambre de Commerce et de l'Industrie Méditerranée Provence.

Une dizaine de personnes assiste à cette réunion. Je ne reconnais aucun visage. Et pour cause, la liste des participants ne comprend que les banquiers prêteurs. La présentation est très claire : le trafic augmente dans le tunnel depuis plusieurs années, la dette vient d'être restructurée, et l'exercice en cours devrait devenir fortement bénéficiaire. La société publie même la prévision d'un résultat net de 5,7 millions d'euros pour 2003, contre 0,2 et 1,6 million en 2001 et 2002 respectivement.

Je pose quelques questions pour mieux comprendre. Les réponses sont précises et la situation est finalement devenue assez simple : le trafic était inférieur aux prévisions de départ, mais a bien progressé depuis. La restructuration de la dette dans un contexte de taux d'intérêt peu élevé devrait permettre de dégager des marges de manœuvres financières à l'avenir. Le tunnel est construit, les investissements à réaliser chaque année sont désormais très réduits. Certes l'exploitation d'un tunnel n'est pas dénuée de risques comme l'a montré il y a peu l'exemple du tunnel du Mont Blanc, mais le tunnel Prado Carénage est d'une conception différente et est fermé aux poids lourds, les véhicules les plus dangereux.

L'exercice 2004 a aussi toutes les raisons d'être en progression car il bénéficiera de la poursuite de la hausse du trafic et de la baisse des frais financiers liée à la restructuration de la dette. Après les turbulences, tout laisse à penser que nous entrerons dans des années normales d'exploitation, et la cotation de l'action n'aura ainsi plus de raison d'être davantage retardée.

Cette réunion d'information a été très utile. Je suis désormais outillé pour avoir une idée de la valeur de l'action de la Société du Tunnel Prado Carénage. Car ce qui m'intéresse en tant qu'investisseur, ce n'est pas l'obligation en tant que telle, mais la valeur des actions qui peuvent être acquises à partir de l'obligation. Rien n'a été dit lors de la réunion sur leur valeur potentielle ; ce n'était pas le sujet de la réunion. Mais c'est mon sujet.

Juillet 2003. Bureau de Moneta Asset Management. Travail de valorisation.

Comment valorise-t-on une concession? Rechercher des idées d'investissement en dehors des sentiers battus conduit à traiter des sujets très variés. Avec cependant un seul objectif : se faire sa propre idée de la valeur d'une action. C'est la première fois que je suis confronté au sujet de la valorisation d'une concession, mais je ne suis bien évidemment pas le premier à en valoriser une. La méthode qui s'impose ici comme souvent est de se projeter dans l'avenir et d'actualiser les flux financiers générés par le tunnel.

Les prévisions de résultats sont peu hasardeuses. Les coûts d'exploitation du tunnel et de la dette étant fixes pour l'essentiel, les résultats dépendent directement des recettes. Et les recettes ne reposent que sur deux éléments. Le premier, le prix du péage, dont l'évolution dépend d'une formule dont la seule variable est l'indice INSEE des prix à la consommation en France. Le second, le nombre de véhicules empruntant le tunnel, est en progression régulière comme on le constate de manière générale sur les routes et autoroutes.

Certes, la comptabilité des concessions comporte bien quelques complexités pour le profane avec par exemple les « amortissements de caducité ». C'est dans ces cas-là que les quatre années passées comme auditeur comptable ne me paraissent pas inutiles.

Le résultat de ma simulation tombe. Comme je l'espérais, la valeur des actions est bien supérieure à celle des obligations cotées. J'ai de la chance. Si l'inverse avait été vrai, mon travail d'investigation aurait été inutile. Certes, mon évaluation est basée sur de nombreuses hypothèses simplificatrices et prospectives, et je n'ai travaillé qu'à partir des seules informations diffusées par la société et vérifiées avec elle au téléphone.

L'écart entre mon estimation de la valeur des actions et le cours du titre subordonné est cependant suffisant pour emporter ma décision. Cet écart laisse de la place pour une bonne marge d'erreurs.

Reste à passer à l'action. C'est bien d'avoir des idées, encore faut-il pouvoir les traduire en investissements réels de manière efficace. Le titre subordonné SMTPC est en effet très peu liquide. En d'autres termes, il n'est pas facile d'en acheter de grandes quantités : le titre cote deux fois par jour au fixing, à 11h et à 16h 30. Les transactions réalisées ces derniers mois ont été peu nourries, et le carnet d'ordre est très peu fourni.

Je recherche des titres mais souhaite éviter d'attirer l'attention d'autres investisseurs sur cette opportunité. Les mettre sur la piste de cette idée serait jouer contre les intérêts des porteurs du fonds que je gère. Il me faut donc passer par un intermédiaire discret en qui j'ai toute confiance et qui de plus a l'expérience des ramassages de titres de société peu liquides. Bernard Duchesne est l'homme de la situation. Il travaille toujours là où je l'avais rencontré quinze ans plus tôt au début de ma carrière d'analyste chez Cholet Dupont, devenu alors Crédit Lyonnais Securities. Ce sera un rituel, voire pour moi une obsession : nous échangerons au cours des mois qui suivent des dizaines de conversations pour savoir comment se positionner en fonction de l'état du carnet d'ordres.

Nous sommes en plein dans la cible d'investissement du FCP Moneta Micro Entreprises : il y a une vraie opportunité, et le risque de cet investissement lui est spécifique en étant relativement indépendant de facteurs macro-économiques au sujet desquels les prévisions se révèlent souvent aléatoires, tels que la croissance économique ou les fluctuations du dollar ou encore l'évolution générale du marché des actions. Notre évaluation dépend pour l'essentiel de l'évolution du trafic dans le tunnel et des taux d'intérêt. Cet investissement a donc une "valeur intrinsèque", largement décorrélée du marché des actions et nous avons fait le travail nécessaire à son évaluation. A notre connaissance, aucun analyste ou journaliste financier n'a parlé de cette opportunité. D'où la décote du titre par rapport à notre estimation de sa valeur.

Nous effectuons nos premiers achats sur la base d'un cours de 160 € par titre subordonné, soit 32 € par action. Nous montons nos limites tout au long des 6 mois qui suivent pour terminer nos achats à un cours correspondant à 50 € l'action. Notre ligne aura été longue à constituer. Au fil de l'eau, nous devenons détenteurs d'un peu

plus de 1% du capital du tunnel dont Vinci et Eiffage contrôlent à peu près 65% du capital.

La chance est avec nous : le trafic du tunnel progresse plus vite que prévu dans nos simulations initiales. Les taux d'intérêt continuent à baisser, rendant plus attractives les rentes que représentent les concessions. Le 9 juillet 2004, soit pratiquement un an après la réunion d'information ayant rassemblé les porteurs de titres subordonnés, a lieu l'introduction de l'action sur le second marché de la bourse de Paris.

Denise Bouchet, analyste expérimentée de la société de bourse Gilbert Dupont en charge de l'introduction, envisage 87 € comme cours d'équilibre de l'action. Elle reste aujourd'hui encore la seule analyste à notre connaissance à suivre la valeur qui fait désormais parfois l'objet d'un article dans la presse financière. L'action parviendra vite à l'objectif fixé par l'analyste, et s'échange en décembre 2005 aux alentours de 120 €, soit près de quatre fois le prix de revient de nos premières acquisitions. Voilà une investigation qui valait la peine d'être conduite.

Ce que j'en retiens :

Notre chance fut assurément d'avoir remarqué la date de la tenue de la réunion de la société. Les sociétés cotées organisent en général leurs réunions d'information en coordination avec la SFAF, Société Française des Analystes Financiers, qui diffuse les dates et lieu de réunion dans son bulletin hebdomadaire. Ce bulletin constitue un outil très efficace pour assister aux présentations de résultats de sociétés cotées. La SSMTPC, dont l'action n'était pas cotée, n'était pas passée par la SFAF et nous aurions très bien pu rater cette annonce parue dans les Echos sans laquelle nous n'aurions vraisemblablement pas eu l'occasion d'approfondir ce cas d'investissement.

Notre mérite est d'être sorti des sentiers battus dans nos recherches d'opportunités d'investissement en investiguant le champ des titres "hybrides" qui ne sont ni vraiment des obligations, ni vraiment des actions. Personne ne nous a mis sur la piste du Tunnel Prado Carénage. C'est une succession de recherches qui nous a permis d'approfondir ce dossier méconnu des investisseurs en actions à l'époque.

Notre erreur, ou du moins notre regret, est de ne pas avoir réussi à acquérir une quantité plus importante de ces obligations qui n'ont représenté au maximum que 3% des actifs du fonds. Comte tenu du risque peu élevé et de son potentiel de valorisation, nous étions prêts à constituer une ligne pouvant aller jusqu'à 7% du portefeuille. Peut-être aurions-nous pu essayer d'entrer en contact avec de gros porteurs bancaires de ces titres et que nous sommes restés trop discrets dans notre souci de ne pas éventer cette idée... Qui sait !