

High yield télécom : de l'électricité dans l'air

Dans un secteur qui explose sur le plan technologique, la performance des obligations à haut rendement émises par les opérateurs télécoms reste très sensible au rythme de déploiement des nouveaux services et pèse lourdement sur un marché d'environ 700 millions de dollars (Europe et États-Unis).

Julien Raffelsbauer
Analyste high yield
Dexia Asset Management

■ En Europe, le marché *high yield* est composé à titre principal d'opérateurs de télécommunications, avant même d'être un marché TMT (Technologie-Média-Télécommunications). Depuis 1998, le secteur des télécoms représente plus des deux tiers des nouvelles émissions et pèse, en 2000, 50 % environ de l'indice européen de Merrill Lynch. Par comparaison, l'indice Nasdaq 100 n'intègre qu'environ 10 % d'opérateurs de télécommunications, soit moins encore que le CAC 40 (environ 11 %).

Un marché spécifique...

Au-delà de la forte pondération des opérateurs télécoms, la dimension supplémentaire qui doit être apportée est le degré de maturité émergent des émetteurs télécoms *high yield*. Les opérateurs historiques qui jouissent d'un bilan solide ne font bien entendu pas partie du monde *high yield* dont l'univers ne comprend que les opérateurs alternatifs engagés récemment dans la brèche ouverte par la dérégulation. Ces opérateurs alternatifs doivent relever le double défi de construire un réseau et de conquérir des clients sur les opérateurs historiques.

... en difficulté

Le marché du *high yield* européen, ainsi que son homologue américain, connaissent sur le second semestre 2000 une crise. A 880 bp contre 555 en moyenne en 1999, le *spread* du *Dlj Western European High Yield* a dépassé

le niveau de la dernière crise du troisième trimestre 1998. Le choc décennal du *Dlj High Yield index* (global) est à 1 096 bp. Ce niveau a été atteint en décembre 1990.

Cette défiance du marché est d'autant plus importante que le *rating* est bas. Ainsi, sur l'année les *spreads* des *splits* BBB et BB se sont écartés de 150 bp, les *spreads* des *split* BB, B et *split* B se sont écartés de 350 bp et les *spreads* des CCC, *split* CCC et défaut se sont écartés de 640 bp.

L'écartement de *spreads* a été plus accentué sur le secteur média-télécoms. Les *spreads* télécoms se sont écartés de 480 bp depuis le début de l'année, alors que la détérioration des *spreads* des émetteurs «industriels» a été globalement moins ample (chimie +250 bp, alimentaire +160 bp, industrie du jeu +90 bp, santé +110 bp), à l'exception de la distribution américaine et des équipementiers automobiles.

Cette crise du marché *high yield* est liée à des facteurs hors télécoms, comme le ralentissement des économies américaines et européennes et une aversion pour le risque, et à des éléments propres aux opérateurs télécoms.

Credit-crunch

La défiance vis-à-vis des opérateurs de télécoms est alimentée non seulement par des inquiétudes de liquidité mais aussi par des questions propres à leur *business model*.

Si l'on considère les cinq plus importants CLEC et opérateurs longue distance en Europe et aux États-Unis, on constate qu'ils ont «brûlé» 32,2 milliards de dollars de cash en rythme annuel au cours du troisième trimestre 2000 ⁽¹⁾, soit 1,4 fois leurs chiffres d'affaire cumulés (22,7 milliards de dollars en rythme annuel). La construction et l'acquisition des réseaux constituent la principale dépense des opérateurs (29,5 milliards de dollars en rythme annuel, soit 1,3 fois le CA), alors que les charges financières ont ponctionné 3,7 milliards de dollars, soit 16,4 % du CA. La contribution globale de l'EBITDA est positive (1 milliard de dollars, soit 4,2 % du CA), mais est relativement

Lexique

Split BBB : Emetteurs notés BBB ou Baa par une agence de notation et BB ou Ba par une autre agence.

Split BB : Emetteurs notés BB ou Ba par une agence de notation et B par une autre agence.

Split B : Emetteurs notés B par une agence de notation et Caa ou CCC par une autre agence.

Split CCC : Emetteurs notés CCC ou Caa par une agence de notation et D par une autre agence.

CLEC : *Competitive Exchange Local Carrier* (opérateurs alternatifs pour la boucle locale).

EBITDA : *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*.

contrastée. Les opérateurs bénéficiant de l'avantage du premier entrant (*Colt, Global Crossing, Energis*) ont un EBITDA positif alors que la grande majorité des autres dégage un EBITDA négatif.

Un tel rythme de consommation de capitaux nécessite des appels au marché à intervalles réguliers. Aussi, on comprend bien que les rouages se grippent lorsque la confiance s'évapore. Le risque de liquidité se pose aujourd'hui avec d'autant plus d'acuité que le marché *high yield* européen est virtuellement fermé et que le marché actions est également difficile pour les opérateurs télécoms (les introductions en bourse de Verizon Wireless, d'ONO et l'augmentation de capital de One. Tel ont été annulés). Les sociétés n'ont d'autres choix que de faire appel à leur tour de table (ONO et Winstar) ou recourir à des crédits fournisseurs (Winstar). Ce risque de

«Il faut voir le secteur en entier comme un puzzle qui révélera sa pleine économie lorsque toutes les pièces seront assemblées.»

liquidité est appréhendé par le marché comme un facteur déterminant. Il existe une corrélation forte entre le niveau de *spread* et la durée avant laquelle la société ne devra pas faire appel au marché.

La liquidité ne serait pourtant pas devenue une obsession du marché si le succès du *business model* n'était pas sur la sellette. A l'origine de ces craintes, la baisse importante des prix qu'a enregistrée le trafic voix, mais qui s'est propagée largement aux capacités de transport de données.

Industrialisation

Aussi, le terme qui revient souvent pour qualifier l'activité télécom est «*commodity*» marchandise. Les réseaux de télécommunications offriraient des capacités à ce point abondantes, seraient devenus si interchangeables entre eux que cette activité serait banalisée. Les prix baissent entraînant une chute des marges. La capacité à rentabiliser les énormes investissements est remise en cause.

Transport de données : la révolution des fibres optiques

L'importance du nombre très important de fibres noires¹ enterrées, combinée au développement des technologies optiques nouvelles et notamment au multiplexing² fait également craindre au marché une chute encore plus vertigineuse des prix, par l'addition potentielle de nouvelles capacités. Ainsi, si l'on allumait les fibres noires existantes avec, notamment, un multiplexing de 100 canaux, les capacités actuelles des réseaux fibres optiques

longue distance seraient multipliées par 233. De même, si l'on modernisait les réseaux existants en y mettant 128 fibres contre 8 en moyenne aujourd'hui (x16), toutes équipées d'un multiplexing 160 canaux (x160) et de lasers plus performants de 40 Gbits par canal contre 2,5 Gbits aujourd'hui en moyenne (x16), la capacité existante serait multipliée par 40 960 ! Une modification de l'architecture des réseaux du principe de l'anneau vers une architecture en quadrillage de type

«MESH» permettrait encore de doubler la capacité. Une simplification des protocoles de transmission permettrait de supprimer certaines des couches aujourd'hui encore nécessaires et de doubler la capacité.

1 Fibre posée mais dépourvue de l'électronique optique qui permet de produire, amplifier, réceptionner les signaux.

2 Le multiplexing permet, en multipliant les couleurs au sein d'une même fibre optique, de créer autant de capacités supplémentaires que de nouvelles couleurs. Le multiplexing permet la multiplication des canaux jusqu'à 160 avec la technologie actuelle.

Deux éléments supplémentaires sont venus un peu plus porter atteinte à un secteur étroitement surveillé par les investisseurs et en risque étroit de liquidité : le manque de référence quant à la valeur des actifs (une seule faillite importante a été jusqu'à présent résolue, GST, par la vente des actifs à Time Warner) et l'éloignement des perspectives de rachat par des opérateurs *investment grade* qui ont dû s'endetter lourdement pour obtenir les licences UMTS, et luttent pour maintenir leur *rating* dans la zone A-BBB.

Les problèmes de liquidités ont déjà conduit des opérateurs comme GST, Iaxis à la cessation de paiement. D'autres opérateurs devraient suivre.

Quelle demande...

Face à la crainte de la «banalisation» des services à haut débit, plusieurs arguments se posent, en termes de perspective importante de la demande, en termes d'élasticité-prix de la demande et en termes de coût associé au déploiement de nouvelles capacités.

Le trafic internet double tous les 100 jours. Au-delà de la demande de produit classique internet (message, consultation du web), les applications qui tireront le trafic sont principalement le partage de données, les ASP (logiciels d'entreprises délocalisées), la vidéo et les jeux on-line

interactifs ; la musique, la télévision sur internet ; l'e-commerce et la voix.

La croissance prévue de l'utilisation des réseaux pour certaines applications est de 50 % par an en moyenne entre 2000 et 2004 (tableau). Ces applications ne reprennent qu'une partie de l'e-commerce qui devrait s'élever à 2 700 milliards de dollars en 2004 contre 400 millions en 2000 selon Forrester (+60 % annualisés).

Cette demande devrait être stimulée par la forte élasticité/prix que certains intervenants comme Level 3 estiment être à 2 ou 3.

Un potentiel impressionnant

Si la demande est donc théoriquement très importante, l'offre peut être très largement démultipliée selon des facteurs, allant jusqu'à plusieurs milliers comme nous l'avons vu plus haut. Cependant l'augmentation de capacité a un coût très important qui relativise la crainte de création de surcapacités insurmontables. Le point central est que l'électronique optique représente aujourd'hui environ entre 93 et 95 % du coût d'un réseau (2).

Aussi, pour allumer toutes les fameuses fibres noires déjà enterrées, avec un multiplexing de 100 canaux de 10 Gbps, ce qui multiplierait la capacité par 233 environ, il en coûterait environ 9 433 milliards de dollars. Cette somme

est 393 fois l'actif économique (apprôché comme le *gross PP&E*) des cinq plus gros opérateurs longue distance aux Etats-Unis qui s'élève à 24 milliards de dollars. Aussi, les opérateurs de télécommunications ont investi de façon assez rationnelle. S'ils ont posé en large excès par rapport à la demande actuelle, qui des fibres noires, qui des conduits vides, cela s'est fait parce que le coût marginal de la fibre était relativement faible.

Une demande qui s'étrangle

Si de forts investissements ont permis la construction de réseau large bande longue distance, il reste à convertir la boucle locale au haut débit. Ce retard s'explique par le coût de construction plus important de la boucle locale et par une dérégulation plus tardive de ce segment. Les grandes entreprises et les entreprises centrées sur internet dans les centres importants sont largement couvertes par des réseaux locaux à large bande. A New York, une cinquantaine d'opérateurs ont construit ces réseaux. Cependant, l'accès à haut débit reste à développer pour les petites et moyennes entreprises et pour les particuliers. Aux Etats-Unis, environ 7 % des entreprises petites et moyennes (représentant 60 % de l'économie nationale) disposent de telles connections. Un éventail de technologies important existe (fibre, xDSL, boucle locale radio, satellite ou câble), qui permet de connecter ces utilisateurs selon le meilleur couple coût/besoin.

Le débouclage de ces goulots d'étranglement permettra réellement à l'offre de service à large bande de décoller. Il faut voir le secteur en entier comme un puzzle qui révélera sa pleine économie lorsque toutes les pièces seront assemblées. La mise en place de réseaux haut débit interconnectés sur toute la ligne permet l'émergence d'un cercle vertueux. L'apparition de nouveaux produits stimule la demande, ce qui apporte argent et opportunité aux opérateurs, qui investissent dans des réseaux plus performants, faisant ainsi baisser le prix de la capacité, et permettant le succès d'applications plus fortes consommatrices de bande passante, etc.

... pour quelle valorisation ?

La valeur relative *spreads* des opérateurs télécoms est-elle attractive ?

La première observation est le niveau actuel des *spreads* qui s'établit à des records historiques alors que les taux de défaut sont élevés mais se sont stabilisés en 2000. D'après Moody's, le taux de défaut des émetteurs ⁽³⁾ *high yield* est en légère baisse, par rapport à 1999, s'établissant fin septembre 2000 à 5,13 % sur douze mois. Le taux de défaut décroît continuellement depuis le début de l'année avec un pic chiffré à 6 %. Ce niveau avait été atteint par une hausse continue depuis mai 1997 (où le taux

de défaut était inférieur à 2 %) en accélération depuis début 1999.

A l'inverse, si l'on extrapole le taux de défaut implicite inclus dans les *spreads*, certains modèles (celui Merrill Lynch notamment) nous donnent un taux de défaut implicite très élevé à 14 %, alors que Moody's prévoit un taux de défaut annuel des émetteurs à 8,4 % d'ici octobre 2001.

Un autre élément qui nous conduit à conclure sur le niveau très élevé des *spreads* est l'écart entre le rendement espéré par l'actionnaire et le rendement des obligations *high yield*.

Action ou obligation ?

Considérons la société UPC : si les prévisions de l'analyste de JP Morgan se réalisent, une action à 19 euros (son cours moyen, environ, sur octobre et novembre 2000), le rendement actuariel espéré sur l'action est de 12,3 %. Le rendement actuariel du titre 2007 était de 17,9 % en moyenne sur la période. D'où un arbitrage qui semble évident : acheter l'obligation, vendre l'action. Un tel exemple se répète souvent, et nous montre que les obligations *high yield* devraient sur-performer les actions dans le secteur des télécoms.

Enfin, un élément important qui pousse au resserrement des *spreads* est le niveau absolu d'intérêt dont devraient s'acquitter les opérateurs télécoms. Une société qui est en EBITDA négatif ne peut économiquement emprunter à 20 %. D'une part, elle devra s'acquitter

Hypothèse de croissance de l'utilisation des réseaux pour certaines applications

Capacité maximale en Mbps	1998	1999	2000	2004	CAGR 2000-2004	Part dans le trafic en 2000	Part dans le trafic en 2004	Hypothèse	Source
Voix	400	285 000	305 000	401 000	7 %	3 %	1 %	-	Renaissance
CD	10	996	1 993	9 963	50 %	0 %	0 %	20 % du marché en 2004	Jupiter analysis
Magazines	100	1 414	2 828	14 138	50 %	0 %	0 %	20 % des abonnés des 10 magazines les plus tirés en 2004	Folio
Logiciels entreprises	500	127 600	255 200	1 276 000	50 %	2 %	2 %	22 % des business softwares en 2004	Forrester
Video à la demande	60 000	233 200	466 400	2 332 000	50 %	4 %	4 %	5 % des locations des vidéos en 2004	Williams
Broadcast TV	120 000	250 178	500 355	2 501 775	50 %	4 %	4 %	10 % du contenu des diffuseurs (câble et hertziens) en 2004	Warren publishing
Narrowcast TV	240 000	560 000	1 120 000	5 600 000	50 %	9 %	10 %	14 millions de décodeurs digitaux en 2004	Forrester
Jeux vidéos interactifs	960 000	4 650 000	9 300 000	46 500 000	50 %	78 %	79 %	20 % des achat de jeux vidéos en 2004	-

de cette charge à 100 % et d'autre part, elle devra emprunter davantage pour verser les intérêts, ne dégageant pas de cash pour rembourser sa dette.

Rebond futur ?

Le marché des télécoms *high yield*, marché fragile de par l'EBITDA négatif des sociétés, a certainement surréagi à cette crise. Une approche de la valorisation en terme relatif semble montrer que les *spreads* vont se resserrer. De même, il semble que la possibilité d'une connectivité globale à haut débit soit peu à peu partagée par le plus grand nombre et permette l'entrée dans un cercle vertueux. Cependant, ce déséquilibre ne se résoudra pas sans casse. Certains opérateurs parmi les plus mal gérés, les plus mal positionnés et en proie à des problèmes de liquidité seront probablement en défaut.

«... Les obligations high yield devraient sur-performer les actions dans le secteur de télécoms.»

Singulièrement, ce sont peut-être ces faillites qui initieront le rebond, car le marché semble attendre des restructurations nécessaires. Le succès du déblocage de la boucle locale sera certainement un autre détonateur puisqu'il permettra sérieusement de s'engager dans une spirale ascensionnelle qui verra à la fois les réseaux haut débit se remplir et l'offre de services à haut débit se développer rapidement et les opérateurs augmenter leurs *cash-flows*.

L'heure est aujourd'hui à la sélectivité. Les opérateurs télécoms les mieux à même de devenir les futurs leaders devront combiner à la fois un management respectant les étapes clés du *business-plan* et notamment les objectifs commerciaux, la possession d'une grande partie de leur réseau, le contact le plus proche possible du client grâce à une concurrence raisonnable et/ou une connexion directe et/ou une qualité reconnue, et un soutien financier fort. ●

(1) Données du trimestre multipliées par 4.

(2) Source : Level 3 et KPNQwest.

(3) Non pondéré par le montant des émissions.