

L'Echo

18:10 - 10 octobre 2011 par *Isabelle Dykmans*

Dexia : "petites natures, s'abstenir!"

Selon Christophe Nijdam, analyste chez AlphaValue, la valeur liquidative de l'action Dexia est située entre 0,65 et 2,55 euros. Il recommande par ailleurs aux actionnaires l'extrême prudence. "A partir du moment où l'action devient une penny stock, c'est-à-dire avec un cours inférieur à un euro, la volatilité est beaucoup plus importante et l'action devient, par nature, hautement spéculative : petites natures s'abstenir !"

Au vu de la volatilité du cours de Dexia au lendemain de l'annonce de la nationalisation de Dexia Banque Belgique (-36 % dans les premiers échanges, + 3 % une heure après et une clôture en baisse de 4,73 %), il semble que les investisseurs aient des difficultés à estimer la valeur intrinsèque de l'action. Mais ils ne sont pas les seuls. Les analystes aussi hésitent, avancent de larges fourchettes de valorisation, recommandent l'extrême prudence ou préfèrent simplement ne pas s'exprimer, à l'image de KBC Securities qui estime que le manque d'informations empêche de donner une valorisation correcte à l'action.

C'est que, fondamentalement, les données exploitables par le marché pour "pricer" l'action ne sont pas suffisantes. En effet, la seule chose qui soit certaine, c'est que la Belgique rachète, pour un montant de 4 milliards d'euros, Dexia Banque Belgique. Tout le reste n'est, à ce stade-ci, que spéculation.

Cependant, le manque de clarté n'empêche pas les hypothèses. Selon les analystes, la valeur intrinsèque de l'action varie entre 0,65 euro et 2,55 euros, en fonction du degré d'optimisme.

Pour évaluer la valeur liquidative de l'action, la méthode est toujours la même : additionner les actifs résiduels et soustraire les déductions futures. C'est ainsi que Christophe Nijdam, analyste chez AlphaValue, évalue désormais la valeur intrinsèque de liquidation de Dexia à un prix situé entre 0,65 centimes d'euro et 2,55 euros par action. Voici les détails de son calcul "fait sur un coin de table", qui se base sur des informations intégrées jusqu'à aujourd'hui et sur une grande part d'hypothèses, étant donné le degré élevé d'incertitude qui entoure le futur des actifs de Dexia.

- Quels actifs se trouvent aujourd'hui dans l'action Dexia SA?

1. Les 4 milliards d'euros qui seront payés par l'Etat belge pour acheter Dexia Banque Belgique
2. Le portefeuille de prêts accordés aux collectivités locales françaises au sein du Crédit Local de France, valorisé à 700 millions d'euros selon des sources de presse
3. La BIL, branche luxembourgeoise de Dexia, valorisée autour de 900 millions d'euros
4. La filiale turque de Dexia, Denizbank, qui pourrait valoir 3 milliards d'euros
5. Dexia Asset Management, qui pourrait en valoir 1 milliard
6. La joint-venture avec Royal Bank of Canada, qui pourrait valoir 500 millions d'euros selon la presse

7. Le portefeuille obligataire de 90 milliards d'euros, dont le refinancement sera garanti par les deux états et qui est actuellement en gestion extinctive

o **Au total, l'estimation de la valeur de cession des actifs (hors portefeuille obligataire refinancé) représenteraient 10,1 milliards d'euros.**

- Que faudra-t-il déduire ?

1. La moins-value éventuelle sur le portefeuille obligataire des pays PIIGS, qui s'élèverait actuellement, en marked-to-market, à près de 3 milliards d'euros (un chiffre qui peut bien sûr évoluer)

2. Sur le portefeuille d'obligations "non-investment grade" de 8 milliards d'euros, l'on peut prendre une décote mal taillée de 25 %, soit 2 milliards d'euros

o **Si l'on déduit ces sommes, la valeur de cession des actifs ne s'élèvent plus qu'à 5,1 milliards d'euros, hors fiscalité éventuelle.**

- Encore une inconnue : la marge nette d'intérêts sur le portefeuille obligataire

Au titre de la garantie sur le refinancement du portefeuille obligataire, Dexia devra s'acquitter d'une commission de garantie auprès de ses garants (les Etats belges, luxembourgeois et français). Selon des sources de presse, elle pourrait s'élever à 0,5 % annuels de 90 milliards d'euros (le montant de la garantie) sur 10 ans, ce qui donne, en termes actualisés à 3%, un total de 3,8 milliards d'euros aujourd'hui estimé par Christophe Nijdam. Ce qui est un scénario du pire pour le coût actualisé de cette garantie supportée par Dexia SA. Car l'on pourrait avoir une bonne surprise sur la marge nette d'intérêt du portefeuille, étant donné que l'on peut espérer que, sur ce portefeuille, Dexia encaissera des coupons plus élevés que le coût de refinancement du portefeuille, commissions de garantie incluses.

- Au final : une valeur de liquidation située entre 0,65 euro et 2,55 euros par action (étant donné les près de 2 milliards d'actions en circulation) selon que l'on soit optimiste, ou non, sur la marge nette d'intérêts du portefeuille obligataire.

Mais dans tous les cas, Christophe Nijdam recommande la prudence. "A partir du moment où l'action devient une penny stock, c'est-à-dire avec un cours inférieur à un euro, la volatilité est beaucoup plus importante et l'action devient, par nature, hautement spéculative : petites natures s'abstenir !" -

1 euro selon KBW voire 1,6 euro dans le cas d'une plus value sur Dexia Banque Belgique

Du côté de l'analyste Christophe Lambert chez KBW, il ne restera aux actionnaires de Dexia qu'une "bad bank", après la vente de tous les actifs sains (Dexia Banque Belgique, BIL, les prêts aux collectivités locales et Denizbank). "Les revenus de la vente des actifs sains vont aider Dexia Holding à absorber les pertes sur les actifs toxiques", estime-t-il dans une note. Selon lui, l'action Dexia vaut actuellement 1 euro, et pourrait valoir 60 centimes de plus dans le cas d'une plus-value potentielle réalisée sur une vente de Dexia Banque Belgique d'ici 5 ans.