



## VALLOUREC : Un cas d'école pour illustrer l'importance du fondamental dans un dossier

Titres	Maturité	Prix	Rendement à maturité	Encours	Var. prix ytd	Moody's	S&P
VKFP 3.25%	02/08/2019	100.39%	2.33%	400 M€	+2.8 pts	NR	B-
VKFP 4.125%	04/10/2022	5.12€	14.3%	250 M€	+0.53€	NR	B-
VKFP 6.625%	15/10/2022	85.5%	12%	550 M€	+7.9 pts	NR	B-
VKFP 6.375%	15/10/2023	81%	12%	400 M€	+5.9 pts	NR	B-
VKFP 2.25%	30/09/2024	68%	10.2%	500 M€	+6.2 pts	NR	B-

(Source : Bloomberg au 4 mars 2019)

Vallourec est le principal acteur des solutions tubulaires *premium* à destination essentiellement du marché pétrolier et gazier. La Société a réalisé un chiffre d'affaires et un EBITDA en 2018 de respectivement 3.921 Mds€ (+4.6% par rapport à 2017) et 150M€ (contre 2M€ l'année précédente). Le *net gearing*, calculé dans le cadre du covenant avec les partenaires bancaires, s'élève à 72% induisant une marge de manœuvre de 28 points (ou 800 M€ approximativement).

### LE CONTEXTE

Vallourec a publié ses résultats, au titre de l'année 2018, le 20 février dernier. Cet évènement était largement attendu par la communauté financière compte-tenu de la dégradation marquée des titres obligataires (eg : la souche arrivant à échéance en août 2019 cotait autour de 92% avant résultats), et de l'action (performance de -66% sur un an glissant). **Ces craintes, alimentées par de massives ventes à découvert** (quasiment 25% du capital vendu, utilisation proche du maximum sur le repo obligataire), ont trouvé leur origine dans deux hypothétiques scénarios : 1) **le besoin de lever de l'argent frais au travers d'une nouvelle augmentation de capital** en raison d'une consommation excessive de *cash*, et 2) **la perte de confiance de certains partenaires bancaires** induisant un recours moins facile aux lignes de crédits.

Rappelons que la qualité de l'émetteur Vallourec s'est substantiellement dégradée depuis 2014 s'illustrant par :

- **Le passage de la catégorie *Investment Grade* à *High Yield*, de BBB+ à B- actuellement ;**
- **Une capitalisation boursière qui a été divisée par 5** (5 Mds€ début 2014 contre 1 Md€ maintenant), alors même que le Groupe a réalisé une levée d'argent début 2016 (480 M€ en *rights issue* + 514 M€ en *mandatory convertible bonds* souscrits par BPI France et Nippon Steel // ces deux actionnaires détenant 15% du capital chacun post-opération) ;
- **5<sup>ème</sup> année de pertes consécutives ;**

## Sunny Asset Management



- Un **plan d'économies des coûts de 400 M€** sur la période 2016-2020.

#### **UN 4<sup>ème</sup> TRIMESTRE RASSURANT !**

Vallourec a enregistré une forte activité au 4<sup>ème</sup> trimestre s'illustrant par une amélioration séquentielle des ventes Pétrole & Gaz en EMEA (volumes en hausse de 6%), sous l'effet de prises de commandes réalisées dès le début de la même année (matérialisation en chiffre d'affaires 6-9 mois après la prise de l'appel d'offres). **Cette dynamique sur le volume d'activité a permis de dégager un EBITDA positif sur le trimestre (89 M€ // 3<sup>ème</sup> trimestre consécutif d'EBITDA positif), d'arrêter la consommation de *cash burn* (+76 M€ de *free cash flow*) et de confirmer une reprise à la hausse du carnet de commandes.**

#### **2018 : L'ANNEE DU RETOURNEMENT ?**

Le Groupe enregistre une progression sur quasiment tous ses marchés à savoir :

- **Pétrole & Gaz** (63% du chiffres d'affaires global // 2.469 Mds€) croît de +7.4% en 2018 soutenue par la forte amélioration en Amérique du Nord (volume et prix) et une bonne dynamique en EMEA également ;
- **Industrie & Autres** (21% // 819 M€), progresse de +5.7% soutenu par les marchés Mécanique et Automobile (hausse du prix en Europe et hausse du volume aux Etats-Unis) ;
- **Pétrochimie** (9% du CA global // 344 M€), en hausse de +28.4% grâce à la dynamique positive aux Etats-Unis ;
- **Energie électrique** (7% // 289 M€) recule de -29.2% du fait d'une baisse de la demande de l'industrie charbon, notamment en Asie.

Dans ces conditions de marché relativement bonnes et conjuguées à la réalisation du plan de restructuration des coûts, **Vallourec réalise un EBITDA de 150 M€ sur l'année après un niveau *break-even* en 2017** (ie : 2 M€). Néanmoins, **ce niveau reste insuffisant pour dégager une profitabilité nette positive**, qui s'établit à -502 M€ sur l'année fiscale 2018.

**S'agissant de la génération de *free cash flow*, elle reste négative à -494 M€ en 2018 (-423 M€ en séquentiel). La capacité d'autofinancement est en nette amélioration (-210 M€ vs -332 M€) sous l'effet de la reprise graduelle de l'activité mais le besoin en fonds de roulement (« BFR » // -155 M€ vs +61 M€ en 2017) a pesé sur le *free cash flow* en 2018.**

L'évolution du BFR trouve son origine dans la **mise en place de la Section 232 aux Etats-Unis** (loi sur l'expansion commerciale américaine de 1962) se traduisant par des **surtaxes de 25% sur les importations d'aciers et de 10% sur celles d'aluminium à partir du 1<sup>er</sup> juin 2018**. Ainsi, Vallourec a augmenté sa production aux Etats-Unis du fait que ces produits n'étaient pas soumis aux tarifs douaniers. En revanche, **les capacités de production aux Etats-Unis ne sont pas suffisantes pour assurer la demande locale**. Pour éviter un risque d'approvisionnement, le Groupe est **monté en puissance sur ses lignes de production au Brésil** en amont du remplissage du carnet de commandes américain, puis à importer les produits aux Etats-Unis en monitorant les goulots d'étranglement (quotas d'importation). **Ce surplus de stock explique la consommation excessive de BFR.**

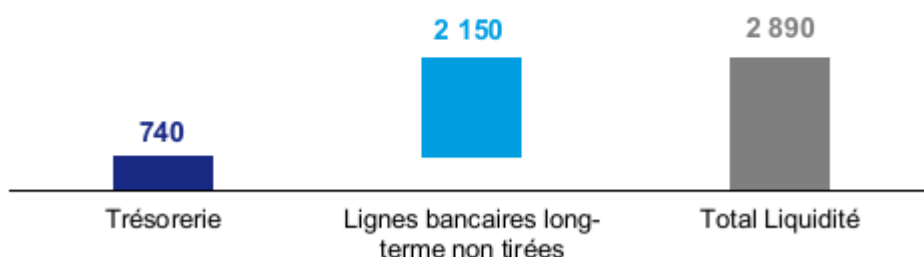
## UNE STRUCTURE FINANCIERE ENCORE SOUTENABLE

La **dette nette de Vallourec s'élève à 2.058 Mds€ à fin 2018**, un niveau en inadéquation avec la génération d'EBITDA actuelle. Toutefois, **l'élément central du dossier reste la solide situation de liquidité de Vallourec : 740 M€ de trésorerie disponible plus 2.15 Mds€ de lignes bancaires non tirées et intégralement disponibles.**

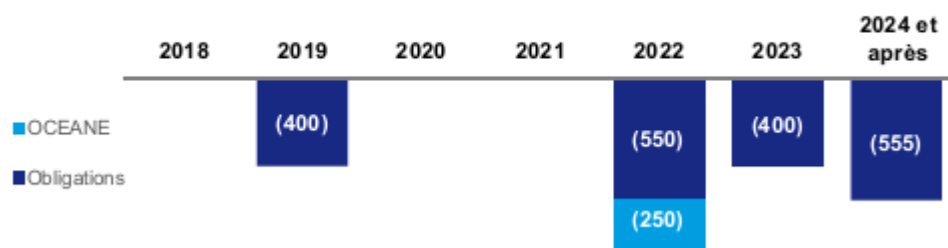
Le management a d'ailleurs indiqué que 600 M€ de lignes bancaires ont été étendues de 2020 à 2021 (extension obtenue le 19 février 2019), soulignant le soutien réitéré des banques *cores*. Désormais, le nouveau profil d'amortissement des lignes bancaires – qui ne sont pas encore tirées ! – est le suivant : 100 M€ en 2019, 300 M€ en 2020, 1.7 Mds€ en 2021 (en tenant compte des 600 M€ étendues) et 100 M€ en 2027.

**L'utilisation de ces lignes de crédit est conditionnée au respect du covenant sur le *net gearing*, testé chaque fin d'année, avec une limite à 100%. L'Entreprise a respecté le test le 31/12/2018 en affichant un ratio de 72%.**

### LIQUIDITÉ AU 31 DÉCEMBRE 2018 (en millions d'euros)



### MATURITE DES OBLIGATIONS (en M€)



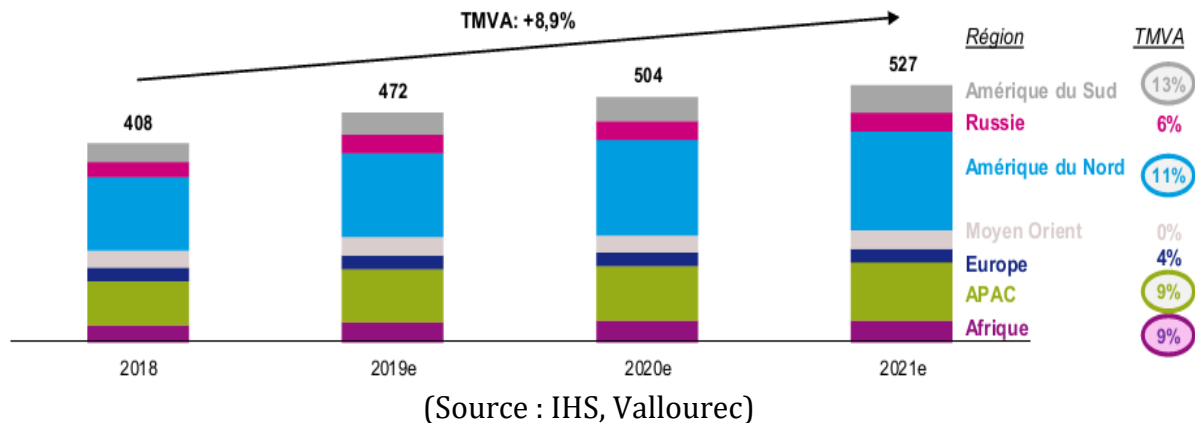
(Source : Société)

## PERSPECTIVES

Le management se montre globalement confiant sur la reprise progressive des marchés Pétrole & Gaz, sur lesquels le Groupe bénéficie d'une forte exposition. Concrètement, **les taux de déclin dans la production de pétrole engendrent la nécessité de dépenses d'investissement en exploration et production (*upstream*)**. Les *majors* vont devoir réengager des dépenses en *capex* afin d'assurer une demande de pétrole qui reste relativement soutenue, ce qui de fait, pourrait bénéficier directement à Vallourec.

## Dépenses d'investissement en exploration et production (en milliards de dollars US)

Source: IHS, December 2018



Par ailleurs, la Société a annoncé de nouvelles initiatives pour réaliser des économies, avec un plan de 200 millions d'euros sur la période 2019-2020 (plus de 50% sera probablement réalisé en 2019). Les économies porteront sur l'Europe avec notamment un vaste plan d'économies en Allemagne (réduction prévue de 18% des effectifs). Rappelons que Vallourec bénéficie d'un historique favorable sur le plan des réductions de coûts : la Société s'était engagée à réaliser 400 M€ sur la période 2016-2020 et elle a déjà atteint ce niveau (ie : 440 M€ à fin 2018).

Enfin, Vallourec anticipe pour l'année en cours 1) une forte croissance de l'EBITDA, 2) la poursuite de l'amélioration du besoin en fonds de roulement, 3) un niveau de capex de 180 M€ (129 M€ en 2018) et 4) le respect de son covenant bancaire à la fin de l'exercice 2019.

### COMPORTEMENT DES OBLIGATIONS

Les obligations de l'émetteur Vallourec ont globalement été sous pression à partir de novembre 2018, après la publication du 3<sup>ème</sup> trimestre qui mettait en exergue une dynamique moins forte de l'activité et une consommation excessive sur le plan du BFR. Les dettes obligataires ont donc réagi négativement sur fonds de potentiel bris de covenant à la fin de l'année 2018 (*net gearing* de 71% au 30 /09/2018). En janvier, la rumeur indiquant que certaines banques cherchaient à revendre leurs *loans* à des *hedge funds* pour une valeur faciale de 75% a alimenté une seconde salve de pressions vendeuses.

Nous avons considéré les dernières spéculations sur le dossier (besoin d'une augmentation de capital, potentiel bris de covenant, vente des *loans* par certaines banques) trop précoces eu égard à 1) la confirmation de la présence des lignes de crédits bancaires au cours de la publication des résultats du 3<sup>ème</sup> trimestre, avec des étalements d'échéance entre 2019 et 2027, 2) la réalisation des promesses faites par le management sur la réduction des coûts démontrant leur volonté de sortir renforcer de cette crise, 3) l'amélioration de l'opérationnel sous l'effet d'une reprise des investissements nécessaires par les grandes majors, 4) une anticipation d'un respect du covenant à fin 2018 grâce à un rattrapage de bonne facture au 4<sup>ème</sup> trimestre. De ce fait, nous avons renforcé notre position sur cet émetteur en accompagnant la baisse, tout en respectant une calibration de



## **l'exposition conforme à une gestion du risque maîtrisé (eg : poids <2% de l'actif de Sunny Euro Strategic)**

L'obligation 2019 cote désormais au-dessus du pair (YTM : 2.5% autour) illustrant le retour de la confiance du marché quant au remboursement de cette dette en août prochain. Concernant, les autres souches, elles pourraient progresser à court terme sous l'effet de la publication de notes d'analystes actant le retournement du volume d'activité, l'accompagnement – renouvelé – des banques au moins jusqu'en 2021 et une pression moins forte par rapport au covenant à fin 2019. Pour autant, l'amélioration de la qualité intrinsèque de cet émetteur prendra au moins quelques trimestres (réalisation du nouveau plan d'économies et succès de la stratégie d'expansion au Brésil et en Chine notamment), ce qui incite encore à la prudence sur un hypothétique positionnement *BUY & HOLD* sur les souches 2022, 2023 ou 2024. N'oublions pas que si besoin, la Société pourrait céder ses forêts au Brésil (valeur inscrite au bilan de 104 M€, mais on parle de montants supérieurs à 300 M€), ce qui offrirait un coussin supplémentaire sur l'aspect trésorerie.

### **L'OPINION DE SUNNY ASSET MANAGEMENT**

**Le cas d'investissement Vallourec a toujours été basé sur la solide situation en trésorerie et la poursuite du soutien des banques compte tenu de l'amélioration graduelle de la situation opérationnelle depuis quelques trimestres déjà. L'équipe de gestion a donc toujours considéré que l'obligation la plus courte (ie : VKFP 3.25% 2019) était à privilégier dans la mesure où la volatilité du prix du pétrole combinée à une génération de *free cash flow* déficitaire, jusqu'au moins 2020, induisait une certaine prudence sur les autres obligations de l'émetteur. Cette vision s'est directement matérialisée dans Sunny Euro Strategic et Sunny Euro Strategic Plus notamment.**

**Toutefois, nous avons profité du niveau historiquement bas sur l'obligation VKFP 2.25% 2024 (acheté à 56% du pair), dont le prix correspondait à un scénario « catastrophe » tel qu'une liquidation judiciaire d'après nos modèles. En effet, nous avons réalisé un arbitrage dans le fonds de performance absolue Sunny Multi Strategic Bonds : vente d'une partie de la position 2019 et achat de l'obligation 2024, pour un montant investi équivalent (mais quasiment 2x fois plus de nominal acheté du fait d'un *cash price* plus faible).**