



*Observatoire politico-économique
des structures du Capitalisme*

L'OPA DE MITTAL STEEL SUR ARCELOR

François-Xavier Dudouet & Eric Grémont

Les présents développements ont pour objet d'analyser l'offre publique d'achat hostile présentée le 27 janvier 2006 par Mittal Steel (« **Mittal** ») sur Arcelor SA (« **Arcelor** »), selon la méthodologie développée par l'Opesc (analyse de l'opération au regard des résultats des entreprises considérées et de leur réseau socio-capitalistique dans le contexte industriel et financier de l'opération).

Si l'opération de Mittal réussit, Arcelor sera en effet la première entreprise du CAC 40, depuis la création de l'indice en 1988, à être rachetée dans le cadre d'une OPA hostile par une société étrangère à la place parisienne.

Plus encore, ce rachat signera l'échec de l'une des rares tentatives de politique industrielle européenne.

Cependant, même hostile, l'offre de Mittal ne semble, en première analyse, pas dépourvue d'attraits. Si l'on en croit son promoteur, elle permettrait l'édification d'un géant de l'acier dont l'avènement s'inscrirait dans un processus nécessaire et inexorable de restructuration mondiale.

Par ailleurs, les capacités actuelles de défense d'Arcelor contre une telle opération semblent très limitées sauf à parier sur une dégradation rapide du cours du titre Mittal.

A cet égard, il ressort précisément de nos analyses que les conditions économiques et financières qui entourent cette offre devraient rapidement se dégrader, à mesure que le marché de l'acier poursuit son retournement de cycle.

DEUX STRATEGIES DIFFERENTES

Arcelor : une stratégie intensive.

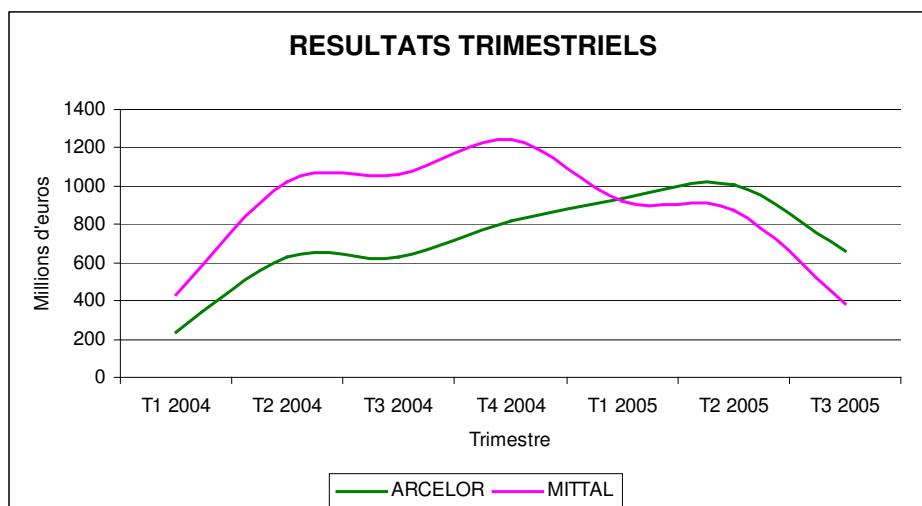
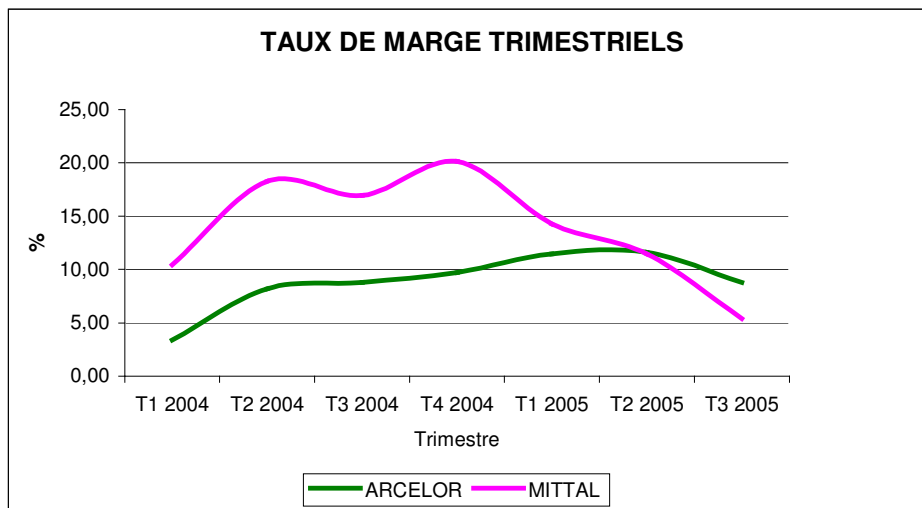
En opérant une montée en gamme de ses aciers au prix de lourds investissements, Arcelor est parvenu à se mettre relativement à l'abri des évolutions du marché de l'acier, en contrepartie d'une relative stabilité de son chiffre d'affaires et d'une profitabilité moins explosive que celle de Mittal lors du haut de cycle de 2004. On doit noter que la stratégie de niche d'Arcelor est doublée d'une bonne productivité individuelle, certainement l'une des seules façon de résister à la concurrence des pays à très bas coût de main d'œuvre.

Mittal : une stratégie extensive.

La stratégie de Mittal est diamétralement opposée : le groupe a favorisé la croissance de sa production brute en procédant à de nombreuses acquisitions à travers le monde. Favorisée par la

hausse des cours, cette politique a permis au groupe Mittal d'afficher, ces dernières années, une croissance impressionnante de ses résultats.

La différence de ces deux stratégies se reflète par une relative asymétrie des résultats :



Les derniers résultats publiés par les deux sociétés montrent clairement une baisse tendancielle des résultats nets, particulièrement accusée dans le cas de Mittal puisqu'elle est doublée d'une baisse vertigineuse du taux de marge.

Ces éléments viendraient confirmer une plus grande exposition de Mittal au retournement de cycle qui semble se dessiner actuellement.

LE CONTEXTE

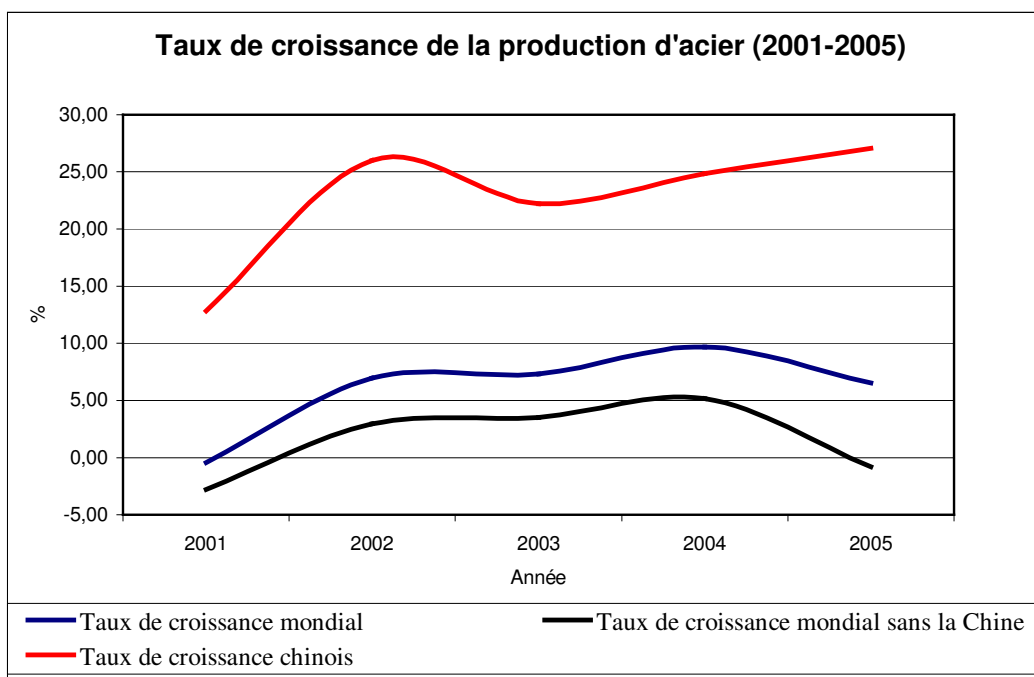
Un marché cyclique et éclaté

Le marché mondial de l'acier connaît des cycles d'amplitude importante et de fréquence relativement rapprochée. Cette structure spécifique fragilise la rentabilité des aciéristes, confrontés, en outre, à des fournisseurs et des clients en position de force à leur égard en raison notamment du degré de consolidation supérieur atteint par les secteurs concernés (groupes miniers, automobile).

Sur le plan de sa structure, le marché de l'acier est particulièrement éclaté, à tel point que les dix premières entreprises totalisent à peine 30% du marché. Cette situation est cependant en train de changer, en raison d'un processus de concentration mondial dont Mittal et Arcelor sont des exemples emblématiques. Toutefois, ni les opérations récentes (Dofasco), ni la fusion envisagée entre Arcelor et Mittal ne suffiront à consolider le marché dans une mesure suffisante pour enrayer un bas de cycle qui n'en est probablement qu'à ses prémices.

Le facteur chinois

L'émergence d'un acteur de poids – la Chine – a joué un rôle déstabilisant sur le marché de l'acier. La Chine était à l'origine du dernier haut de cycle (2004), du fait d'un décalage entre la progression de sa production en forte croissance et d'une demande qui est devenue frénétique entre 2003 et 2004. Elle a mis cependant en œuvre une politique d'investissements massifs dans ses infrastructures de production, dont les effets ont commencé à se faire sentir en 2005 et devraient se poursuivre en 2006 (voir le graphique ci-dessous).



Les taux de croissance comparés montrent que, depuis 2001, c'est la Chine qui tire la croissance de la production mondiale d'acier.

Depuis 2005, toutefois, les deux courbes se sont dé-corrélées : la Chine est devenue le seul moteur de la croissance de la production d'acier à travers le monde. Or, avec 31 % de la production mondiale en 2005, la Chine est enfin sur le point de pouvoir satisfaire elle-même sa propre demande, voire de devenir un exportateur net d'acier. Considérant qu'elle fut, ces dernières années, le principal moteur de la hausse des cours en raison de ses achats sur le marché mondial, on peut s'interroger sur le sort des sidérurgistes, qui comme Mittal, produisent principalement le même type d'acier que les chinois.

Effet de la conjoncture sur les deux sociétés à court terme

Au regard des deux stratégies mises en œuvre par Arcelor et Mittal, on le concevra aisément, Mittal risque de payer très cher le profil de croissance qu'il s'est donné alors qu'Arcelor devrait sortir relativement indemne, du moins à court terme. Comme l'indique l'évolution du taux de marge de ces sociétés il se pourrait que celui de Mittal devienne même négatif.

Du strict point de vue de Mittal, il semble bien que la fusion avec Arcelor soit la meilleure et l'une des seules opportunités disponibles pour amortir un bas de cycle qui risque d'être une crise particulièrement violente.

A l'heure actuelle, le retournement de conjoncture n'est pas encore reflété dans le cours de l'action Mittal, titre peu liquide dont la valeur a augmenté fortement ces dernières semaines et à contre courant des résultats du troisième trimestre 2005.

On peut cependant craindre une forte dévaluation du titre à moyen terme et, dans le contexte présent, la hausse récente du titre apparaîtrait plutôt comme un répit providentiel que comme l'illustration de sa valeur réelle.

LA SIGNIFICATION DE L'OFFRE

Dans le contexte exposé ci-dessus, le découpage de l'offre Mittal semble discutable alors même qu'il génère une plus-value immédiate sensible.

En effet, l'offre est structurée à 75 % en titres Mittal lesquels devraient en toute logique voir leur valeur baisser très rapidement au fur et à mesure que la baisse des résultats sera intégrée par les investisseurs. Il se trouve d'ailleurs que le titre Mittal a déjà connu une chute de 80 % lors du dernier bas de cycle et il n'y a aucune raison de penser qu'un tel phénomène ne se reproduira pas.

En définitive, les actionnaires d'Arcelor risquent de voir leur patrimoine diminué d'une façon telle que même la « prime » en cash qu'ils auront touchée sera insuffisante pour rendre l'opération profitable à moyen terme.

On doit bien conclure que seule une revalorisation substantielle de la partie cash de l'offre est susceptible de mettre les actionnaires actuels d'Arcelor à l'abri d'une baisse des cours de la nouvelle entité.

LES MOYENS DE DEFENSE D'ARCELOR

Sans réel soutien politique, ni réseau capitalistique fort, ni encore d'option de rapprochement industriel de nature à proposer une alternative d'une rentabilité de court terme équivalente à celle ressortant de l'offre de Mittal, Arcelor se trouve relativement démunie pour faire face à l'OPA de Mittal.

L'option politique

La structure de son capital, tout d'abord, rend la société particulièrement vulnérable avec un peu plus de 81 % au flottant (si on compte les quelques 4 % d'autocontrôle).

Arcelor bénéficie, certes, d'actionnaires de référence comme l'Etat luxembourgeois (5,52%), l'espagnol JMAC (3,55%) et la Région Wallone par l'intermédiaire de la SOGEPa (3,21%). L'Etat français, bien qu'il ne soit pas actionnaire d'Arcelor, est un acteur important de la configuration, puisqu'il accueillait en 2004 environ 25% des effectifs de la société. En outre, Arcelor est cotée sur la place de Paris et participe de la composition de l'indice CAC 40.

Tant sur le plan de son capital que de ses activités ou de la répartition de ses effectifs, Arcelor est une entreprise fondamentalement européenne. Pourtant, cette inscription européenne risque de lui coûter cher : une action concertée des principaux Etats concernés par l'avenir de la société (Luxembourg, Espagne, Belgique, France) est loin d'être acquise. Si les Luxembourgeois semblent en effet particulièrement désireux de sauver leur dernière grande entreprise industrielle, les Belges et les Espagnols se montrent plus discrets. Quant à l'Etat français, en dépit de ses déclarations d'intention, on ne voit pas ce qui pourrait inverser une politique de désengagement du secteur sidérurgique entamé depuis les années 1980 et qui a justement abouti à la création d'Arcelor en 2002. Le secours sur le plan politique semble donc des plus improbables.

On ne peut que s'interroger sur la position pour le moins ambiguë de l'Etat français. En effet, lors de la cession par ce dernier du reliquat de sa participation dans cette société, il ne semble que pas que l'on se soit attaché à trouver des actionnaires de référence français solides. En définitive, l'Etat français ne s'est pas donné les moyens de pérenniser la position d'Arcelor au sein du capitalisme européen, laissant ce soin aux Luxembourgeois et aux Belges dont les moyens d'action sont plus limités.

L'inscription dans les forces vives du capitalisme Français

On doit s'interroger à présent sur le type de secours dont peut bénéficier Arcelor au sein du capitalisme européen.

Là encore, la composition de son Conseil d'Administration reflète la faiblesse de ses alliances industrielles : mis à part Noël Forgeard (EADS-Airbus), Jean-Pierre Hansen (Suez) et Ulrich Hartman (E-ON), les autres administrateurs sont soit liés à l'entreprise elle-même, soit liés à des sociétés étrangères au secteur de l'acier (médias, logiciels).

On notera, tout particulièrement l'absence d'administrateurs issus des milieux financiers. A cet égard, la démission de Daniel Bouton du conseil d'administration d'Arcelor en 2004 est venu renforcer l'isolement du sidérurgiste européen. Le départ de Daniel Bouton aura au moins évité à la Société Générale d'avoir à s'exprimer officiellement sur l'opération en cours.

De fait, si Arcelor est encore inscrit à l'indice CAC 40, son appartenance en est de plus en plus discutable car la société ne répond que très partiellement aux critères objectifs de sélection avancés par Euronext : avoir son centre de décision « *totalemment ou majoritairement situé en France* », ce qui n'est plus le cas et que « *les titres négociés sur le marché parisien d'Euronext soient suffisamment représentatifs des échanges réalisés sur la valeur* », ce qui est en revanche, semble-t-il, encore le cas.

Si l'on s'appuie à présent sur les critères sociaux d'inscription au CAC 40, c'est à dire le nombre de relations qu'Arcelor entretient avec d'autres entreprises de l'indice par l'intermédiaire d'administrateurs communs, on remarque que le sidérurgiste était en relation avec six entreprises du CAC 40 en 2003, contre seulement deux en 2005. L'isolement d'Arcelor vis-à-vis du capitalisme français risque d'être l'autre variable majeure du sort de l'OPA.

Une alliance industrielle

Parmi les inconnues restantes, on peut signaler l'alliance possible entre Arcelor et Nippon Steel. Le groupe japonais est en effet celui qui présente les plus évidentes complémentarités avec Arcelor en terme de taille et de profil de production. Comme Arcelor, il est très lié aux constructeurs automobiles et une alliance aurait un sens industriel immédiat en ce que leur rapprochement constituerait un géant de la sous-traitance en matière d'acier haut de gamme pour l'automobile. De plus, un tel rapprochement n'irait pas sans faire écho à l'alliance Renault-Nissan. Il n'est en conséquence pas inenvisageable de voir les deux sidérurgistes se rapprocher pour faire obstacle au projet de Mittal.

Toutefois, l'option japonaise n'est pas encore d'actualité, si tant est qu'elle puisse le devenir, dans la mesure où, dans un tel cas de figure, il serait bien difficile d'offrir aux actionnaires actuels une prime en cash équivalente à celle qu'ils toucheraient dans le cadre de l'offre Mittal.

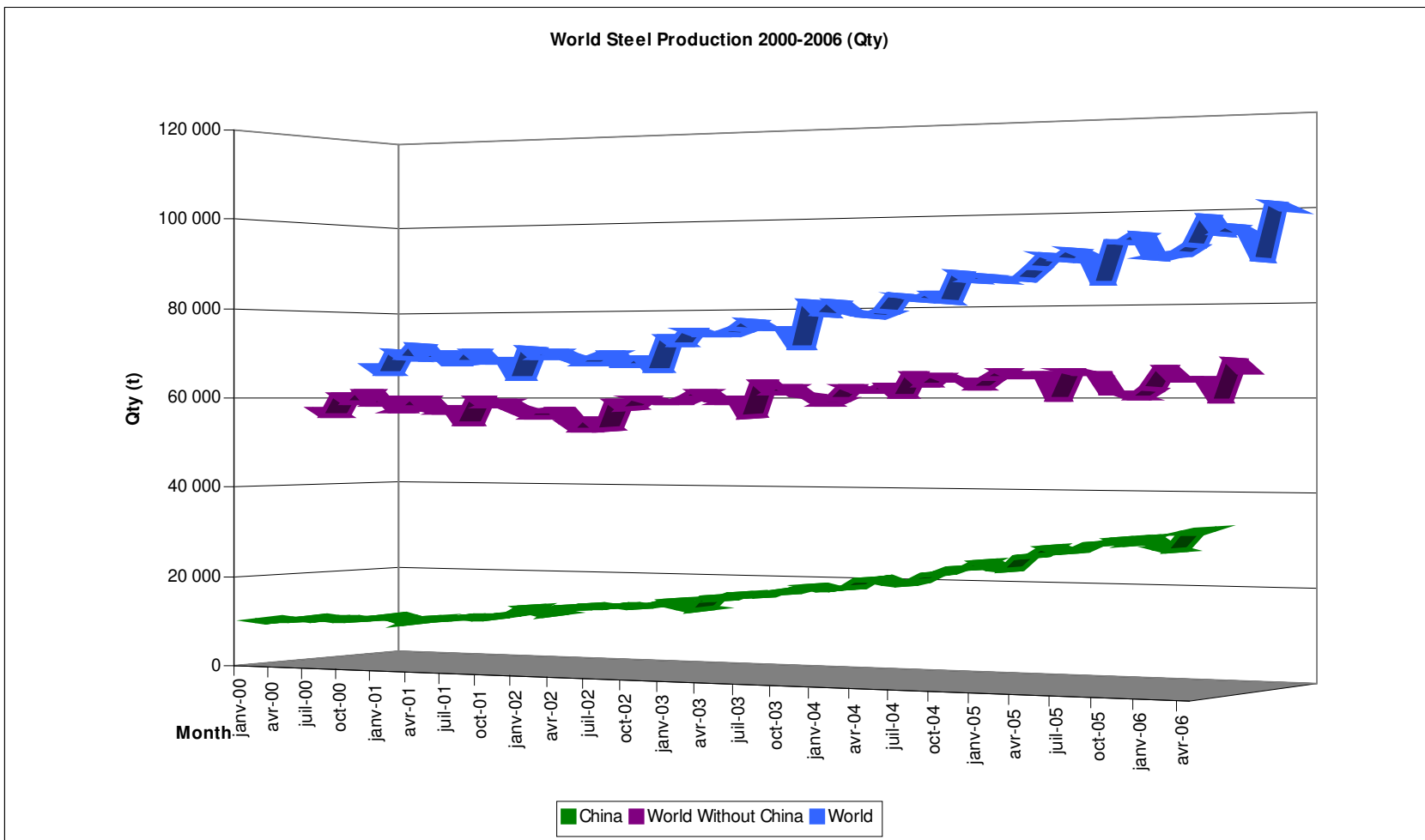
CONCLUSION

Arcelor devra donc pourvoir seule à sa défense, dans la mesure où elle ne peut attendre de soutien significatif de la part de ses actionnaires, auxquels on propose un montage dont la rentabilité apparente immédiate est le plus grand atout..

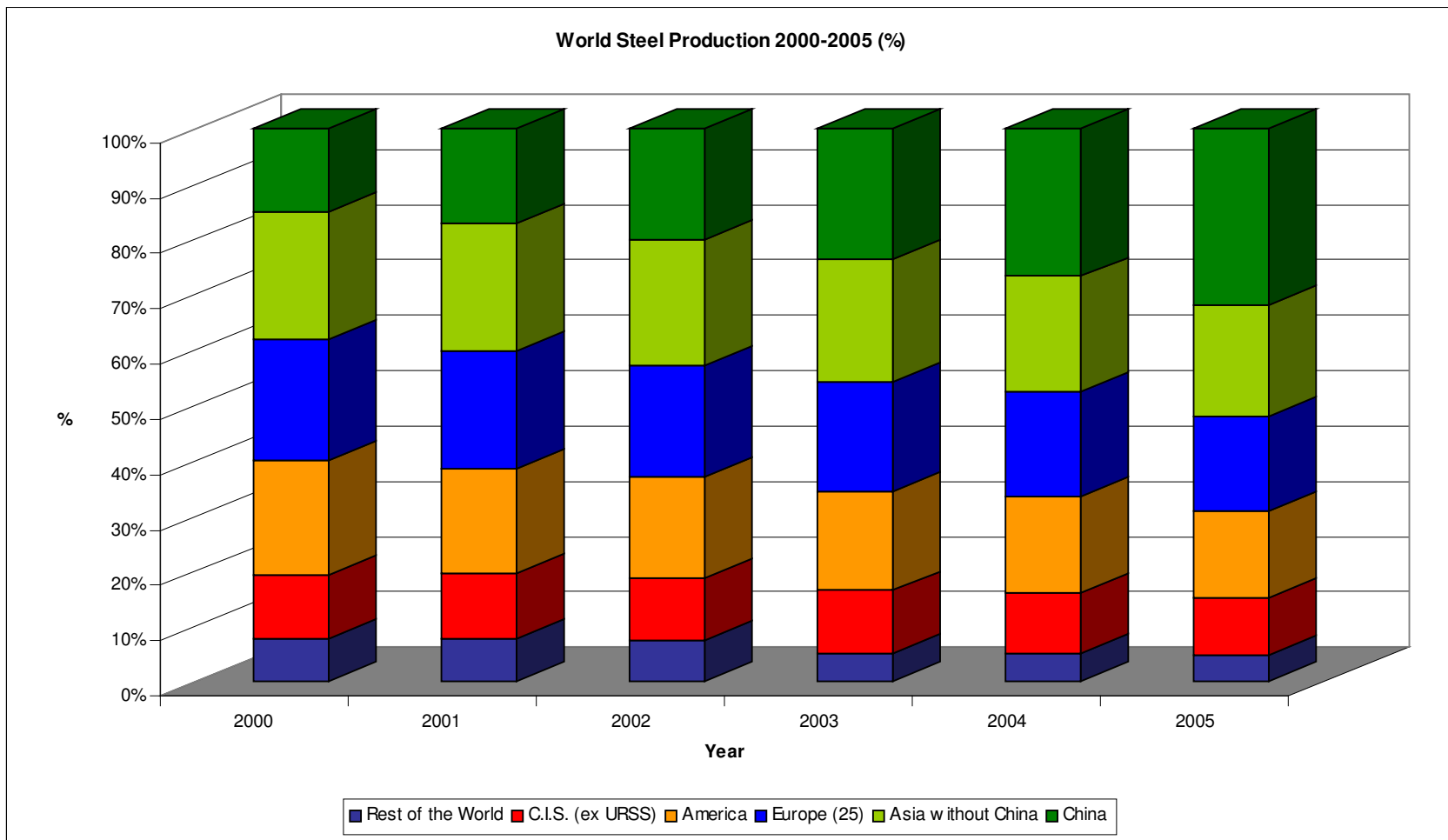
De plus, faute d'actionnaires de référence qui se seraient donné des moyens à la hauteur de leurs déclarations et en l'absence d'une forte inscription dans les structures du capitalisme, en particulier français, il semble bien que le sort d'Arcelor va être conditionné par le cours de l'acier lors des prochains mois.

A cet égard la principale option défensive retenue par Arcelor à été, jusqu'à présent, de se mettre en position de gagner du temps. Est-ce une stratégie gagnante ?

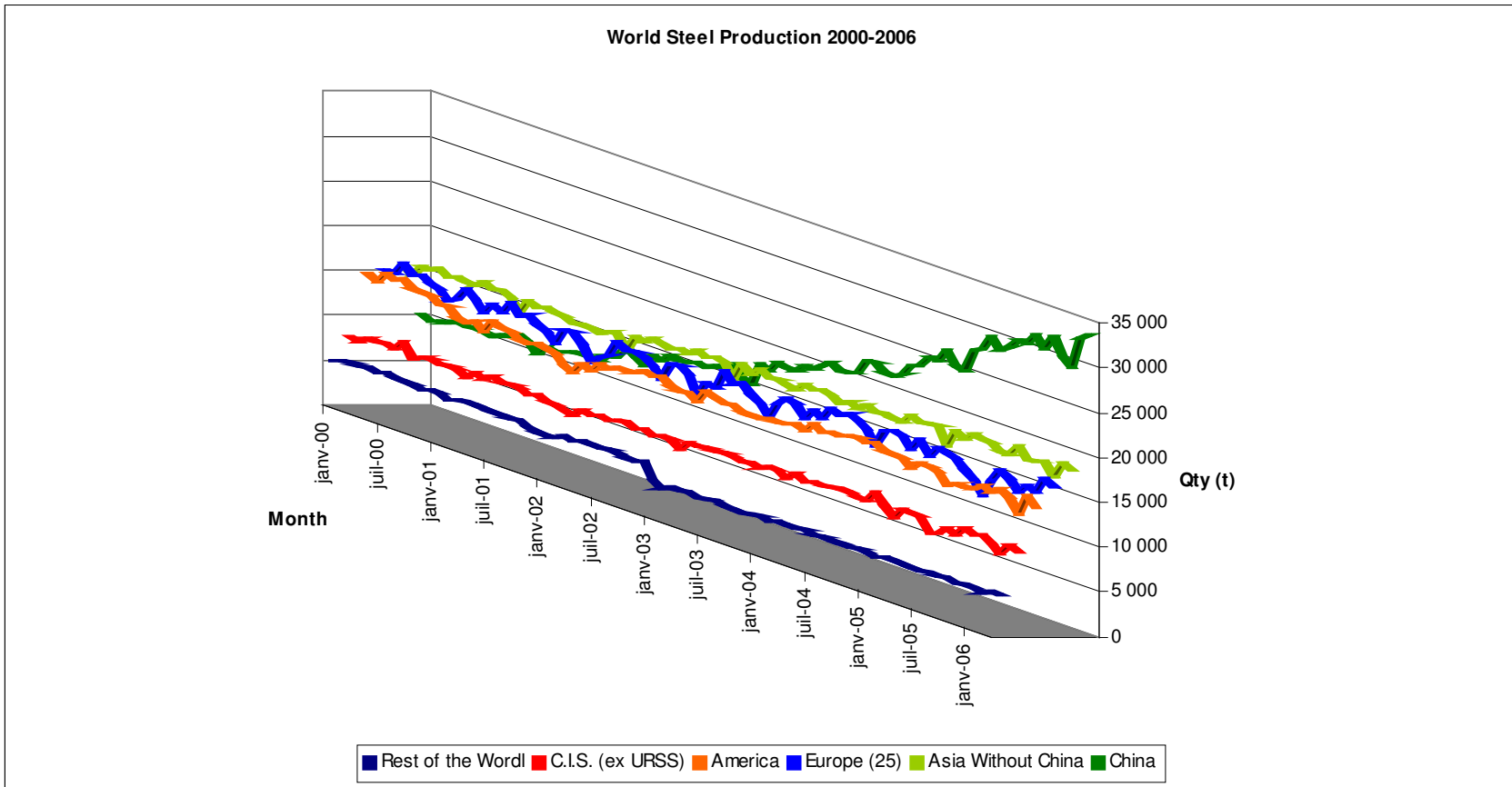
A notre sens, la baisse des cours de l'acier bas et moyen de gamme devrait avoir un impact rapide et visible sur les comptes de Mittal dans le courant du semestre à venir, au point d'en dévaluer la valeur boursière et donc de remettre en cause la pertinence de l'opération telle qu'elle est structurée en rendant inacceptable les parités d'échange proposées. Si l'opération prévue devait avoir lieu sur la base de la structure de l'offre proposée (75 % de titres Mittal), les actionnaires actuels d'Arcelor ne pourront sans doute que regretter de ne pas s'être interrogés sur l'orientation réelle du marché de l'acier et sur la solidité – même à court terme – du titre Mittal.



Source : ISII



Source : ISII



Source : ISII