

Les tensions financières du Groupe Adani révèlent les limites d'un modèle de développement fondé sur l'endettement.

Le modèle de croissance du groupe Adani, constitué de sept sociétés actives dans différentes lignes de métier, mais qui ne publie pas d'états financiers consolidés¹, est fondé sur une croissance externe financée par endettement. Dans ce contexte, probablement en liaison avec la hausse de leurs coûts de financement et à la veille d'une opération d'augmentation de capital, la publication d'un rapport par le hedge fund américain Hindenbourg Research le 24 janvier 2023, a entraîné une forte baisse des cours des sociétés Adani. La chute de la capitalisation boursière remet en cause le modèle de croissance externe du groupe, fondé sur l'endettement, qui sera probablement contraint de céder des actifs pour faire face à ses échéances. Au-delà, on peut s'interroger sur l'ampleur du risque systémique induit par cette diminution de la valorisation boursière d'Adani, même si à court terme, ce dernier paraît faible.

I-Un modèle de croissance financé par l'endettement

Le financement des activités du groupe Adani s'est essentiellement appuyé sur l'endettement, le groupe générant de faibles bénéfices (1,4 Md USD en 2021) comparativement à sa taille et donc une capacité d'autofinancement limitée. Hormis la filiale « Adani Ports », le groupe ne dispose pas en effet d'activités garantissant des revenus élevés, à l'instar de Reliance industries (Groupe Ambani) ou de Tata Consultancy Services (Groupe Tata) et affiche un chiffre d'affaires et un EBITDA limités par rapport aux autres conglomérats indiens. Le ratio dette/EBITDA du groupe Adani se situe à 3,5 en 2020/21 et à 3,2 en 2021/2022, soit un niveau a priori soutenable et en amélioration par rapport à 2015/2016, exercice durant lequel il s'établissait à 4,3. Cependant, la dette du groupe aurait doublé au cours des trois dernières années, passant de 12 à 25 Mds USD². La dette obligataire représente désormais 57 % de l'endettement total du groupe contre 39 % pour la dette bancaire. Le niveau d'endettement varie toutefois sensiblement en fonction des filiales : Adani Green, Adani Power et Adani Enterprises présentant les niveaux les plus élevés.

Malgré ces faiblesses intrinsèques, le groupe Adani s'est étendu de manière agressive - rachats de projets, rachats d'entreprises comme les activités indiennes du cimentier suisse Holcim³, création d'entreprises – en recourant à l'endettement sous la forme de prêts bancaires, prêts contre actions et prêts avec collatéral. Ces prêts sont contractés de manière croissante auprès d'investisseurs étrangers, du fait de taux d'intérêt en devises longtemps demeurés faibles et de contraintes moindres qu'en Inde, bien qu'ils présentent en contrepartie un important risque de change. L'endettement en devises s'élèverait actuellement à 7,5 Mds USD, soit un tiers de l'endettement total.

L'autre risque tient au fait que des filiales du groupe empruntent des capitaux en offrant comme collatéral des actions qu'elles possèdent dans d'autres entreprises du groupe, ces emprunts étant ensuite mobilisés pour leur fournir des financements. De cette manière, le groupe peut contourner les contraintes liées à un excès d'endettement dans l'une de ses filiales et peut s'assurer des conditions d'emprunt avantageuses. Le groupe a ainsi très largement fait le pari d'une expansion tous azimuts, rendue possible par l'augmentation

¹L'entité « Adani Group » ne semble pas avoir de réalité juridique étayée par des comptes financiers consolidés.

²Dette contractée par Adani Group ; il s'agit d'un minorant, dans la mesure où l'endettement bancaire stricto sensu est de l'ordre de 24 Mds USD d'après Goldman Sachs et 22,8 Mds USD selon JP Morgan. Une partie de la dette est contractée auprès d'autres entités qu'Adani Group.

³Des banques tant internationales (Barclays, Deutsche Bank, Standard Chartered) qu'indiennes (ICICI et Axis) auraient contribué à financer l'acquisition, d'un montant de 10 Mds USD.

de sa capitalisation boursière (+819 % en trois ans) et de manière plus concrète sa proximité avec le pouvoir, un large accès au capital et un renforcement de ses parts de marché dans le domaine des infrastructures.

2. Un renchérissement du coût du capital qui menace le développement du groupe

La valorisation boursière du groupe Adani a été fortement réduite à la suite de la publication d'un rapport du hedge fund américain Hindenburg mettant en cause la gouvernance du groupe et ses pratiques comptables délictueuses (cf. annexe 2), juste avant une importante augmentation de capital du groupe. En deux semaines, ce dernier a perdu près de la moitié de sa capitalisation, soit plus de 100 Mds USD, obligeant Adani à renoncer à son augmentation de capital, prévue à hauteur de 2,5 Mds USD⁴. Le groupe projetait en outre d'introduire en bourse plusieurs sociétés entre 2026 et 2028 (Adani Industries, Adani Airport Holdings, Adani Road Transport).

Le coût du capital devrait se trouver singulièrement accru au cours des prochains mois, comme le montrent les estimations selon lesquelles la baisse des cours boursiers aurait induit un coût du capital de 14%, alors que le rendement du capital investi est de l'ordre de 3,1%. Le coût du capital se trouve en outre rehaussé par le fait que les obligations du groupe en dollars sont assorties d'une décote impliquant un rendement de 30%. La décote est imputable au fait qu'un nombre croissant de banques internationales, comme le Crédit suisse et Citibank n'acceptent désormais plus ces obligations comme collatéral. Ce renchérissement du coût du capital pour le groupe Adani est assorti d'une forte dégradation de sa réputation, matérialisée par le retrait de l'entité Adani Enterprises de l'indice ESG élaboré par Dow Jones Sustainability Indices.

Or les dépenses d'investissement du groupe prévues pour les cinq à dix prochaines années sont élevées, à 120 Mds USD. Dans ce contexte, le groupe aurait, selon Bloomberg, revu à la baisse son plan d'expansion, et viserait désormais une croissance du chiffre d'affaires de 15 à 20% pour la prochaine année financière (contre 40% précédemment). Ce ralentissement s'explique par la difficulté accrue pour le groupe de lever des fonds sur les marchés financiers ou intermédiés. A priori, les premières échéances obligataires à rembourser devraient survenir en 2024 et 2025, même si le groupe, pour faire pièce aux rumeurs d'illiquidité, a décidé de rembourser par anticipation une ligne de crédit de 1,1 Md USD échéant en septembre 2024.

3. Un risque systémique modéré à court terme

A ce stade, le risque de contagion financière paraît limité. S'agissant des marchés boursiers, quatre titres du groupe Adani ont vu leur cotation suspendue⁵. Au total, les investisseurs institutionnels étrangers ont retiré 2 Mds USD nets du marché boursier indien entre le 27 et le 31 janvier, soit la plus forte baisse en trois jours depuis mars 2022. Il est toutefois peu probable que le groupe Adani tire vers le bas l'ensemble du marché boursier indien, mais cela pourrait conduire à une sous-performance de l'Inde par rapport à d'autres marchés

⁴ Le groupe a d'ailleurs annulé cette offre publique de suivi (FPO) qui avait été sursouscrite mercredi, le magnat en difficulté ayant considéré qu'il ne serait pas "moralement correct" de poursuivre l'opération. L'opération avait pour objectif de réduire le niveau d'endettement de sa filiale Adani Enterprises et de lui permettre de financer ses opérations de haut de bilan.

⁵ Adani Power, Adani Green Energy, Adani Total Gas – dans laquelle TotalEnergies détient une participation de 37,4% – et Adani Transmission. Les échanges du titre Adani Enterprises ont été également momentanément suspendus avant de reprendre.

asiatiques comme la Chine. Ainsi, le poids de l'Inde dans l'indice boursier MSCI⁶ a chuté (-4,2 % pour l'indice indien) et l'Inde a été devancée par Taiwan à la deuxième place.

L'exposition des banques indiennes et internationales au groupe Adani s'élèverait selon Goldman Sachs à 24 Mds USD à fin mars 2022. Les banques indiennes détiendraient un tiers de cette exposition dont un quart pour les banques publiques indiennes (6 Mds USD)⁷ et 8 % pour les banques privées. Parmi les banques les plus exposées en local figurent les banques publiques SBI, Bank of Baroda, Punjab National Bank, Canara Bank, Union Bank et côté privé, ICICI et Axis Bank. L'exposition du secteur bancaire serait donc limitée - au total, la dette du groupe Adani représenterait environ 0,5 % du total des prêts du secteur bancaire indien. Par ailleurs, l'exposition des banques nationales au groupe s'est faite par rapport aux actifs sous-jacents, aux flux de trésorerie d'exploitation et aux projets en cours d'exécution et non sur la base de la capitalisation boursière, une réglementation locale interdisant aux banques indiennes de proposer des « prêts contre actions ».

Le secteur bancaire indien est actuellement bien capitalisé, ce qui limite également les risques. Enfin, aucun fonds commun de placement local ne détient plus de 1 % des actions d'Adani. Toutefois, l'endettement consolidé du groupe demeure une nébuleuse, que le seul endettement des différentes filiales ne permet pas d'appréhender. L'endettement consolidé pourrait être bien supérieur à 30 Mds USD, comme l'indiquent les estimations d'Aswath Damodaran du rapport dettes sur fonds propres des sociétés du groupe à quelque 83%.

Plus grave paraît être l'incidence du rapport Hindenburg sur la réputation du marché financier indien et de son écosystème de régulation (SEBI, RBI, ministère des Finances). L'affaire a mis en lumière la fragilité du modèle indien, en soulignant la connivence entre Adani et le pouvoir. D'ailleurs, la ligne de défense de Gautam Adani a consisté à mettre en avant « *une attaque calculée contre l'Inde, l'indépendance, l'intégrité et la qualité des institutions indiennes, ainsi que l'histoire de la croissance et l'ambition de l'Inde* »⁸. Le gouvernement a d'abord refusé de commenter l'affaire, mais face à l'inquiétude de l'opinion publique, le ministre des finances a assuré qu'il ne s'agissait que d'un problème interne à Adani et que cela n'affectait ni l'image de l'Inde, ni ses fondamentaux macroéconomiques, tout en garantissant que les régulateurs boursier et bancaire effectueraient toutes les diligences rendues nécessaires par l'évolution de la situation du groupe.

Commentaires

Symbole du capitalisme sans capital, le groupe Adani, dont la capitalisation boursière a fondu, devrait très vraisemblablement se recentrer autour de ses activités les plus rentables et modifier fortement sa stratégie de croissance externe. Il est cependant à craindre que le recours au marché financier ne soit durablement obéré pour lui en raison de l'annulation de l'augmentation de capital dans laquelle il s'était engagé, annulation rendue nécessaire par la publication du Rapport Hindenburg, probable vendeur à découvert des actions Adani.

⁶ Le MSCI Emerging Markets est un indice qui suit internationalement les actions de 24 pays émergents. Avec 1 386 composants (situation au 30/11/2022), cet indice libre couvre environ 85 % de la capitalisation boursière ajustée de chaque pays.

⁷ State Bank of India, dont le cours de l'action a chuté de plus de 10 % depuis les déclarations d'Hindenburg, a déclaré que son exposition au groupe Adani était bien inférieure aux limites autorisées par l'autorité de régulation bancaire du pays et que la capacité du conglomérat à assurer le service de sa dette ne serait pas un problème.

⁸ Adani a également accusé Hindenburg d'être un "vendeur à découvert sans éthique", qui a pris des "positions courtes" pour provoquer une spirale de baisse du prix des actions et réaliser un gain illicite.

Annexe 1 : Une croissance hors-norme sur fond de liens privilégiés avec le gouvernement

Avec une capitalisation boursière estimée à 218 Mds USD⁹ début janvier, Adani Group est le deuxième conglomérat indien. Le groupe est dirigé par son président et fondateur Gautam Adani, l'un des hommes considérés alors comme parmi les plus riches du monde avec une fortune estimée à 120 Mds USD, en grande partie grâce à l'appréciation fulgurante du prix des actions du groupe (+ 819 %), qui explique l'essentiel de l'augmentation de son patrimoine brut au cours des trois dernières années.

Après avoir abandonné ses études dans son État natal, le Gujarat, Gautam Adani s'est essayé au commerce de diamants à Mumbai avant de créer en 1988 l'entreprise familiale d'import-export de polymères qui deviendra plus tard Adani Enterprises. En 1998, G. Adani développe son propre port à Mundra dans le Gujarat, qui servira de base aux opérations commerciales du groupe, notamment le commerce de charbon, suivi d'une coentreprise avec le groupe singapourien Wilmar dans le raffinage d'huile comestible en 2000.

Au cours des deux décennies suivantes, l'ascension du groupe a coïncidé avec celle de Narendra Modi, élu ministre en chef du Gujarat en 2001¹⁰. Adani investit dans des projets à forte intensité de capital au cœur du programme économique de Modi. C'est désormais le plus grand opérateur privé portuaire indien¹¹ avec un quart du trafic maritime indien et le gestionnaire de sept aéroports. Les activités du groupe s'étendent également à la production et à la distribution d'électricité, à l'exploitation du charbon, la fabrication de ciment, la 5G, l'hydrogène vert, l'agriculture (riz, pommes, etc.), la défense, les médias ou encore l'éducation. Le groupe prévoit d'investir quelque 70 Mds USD dans des projets d'énergie renouvelable pour atteindre les objectifs de neutralité carbone de l'Inde.

Le groupe Adani, avec près de 26 000 salariés, reste un groupe familial très concentré. L'équipe de direction du groupe compte neuf membres de la famille Adani. Sa stratégie de croissance repose sur des plans d'expansion agressifs, largement financés par l'endettement, qui s'élève aujourd'hui à 25 Mds USD. Le groupe compte sept filiales cotées en bourse¹² qui ont vu le prix de leurs actions augmenter fortement au cours des trois dernières années (jusqu'à + 2121 % pour Adani Total Gaz). Adani Enterprises et Adani Ports figurent toutes deux dans l'indice indien Nifty 50 et six des sociétés sont incluses dans l'indice indien MSCI.

Annexe 2 : La teneur du rapport publié par le hedge fund Hindenburg

La publication d'un rapport accusant de fraude Gautam Adani, par le cabinet de recherche en investissement américain Hindenburg Research¹³, le 24 janvier 2023, a provoqué un vent de panique parmi les investisseurs, à la veille d'une augmentation de capital. L'ampleur des pertes est désormais estimée à 117 Mds USD par Bloomberg, soit la moitié de la capitalisation boursière du groupe. Gautam Adani a par ailleurs perdu une partie de sa fortune personnelle.

⁹ Les chiffres mentionnés dans ce paragraphe sont ceux qui avaient cours avant les révélations de la société américaine Hindenburg.

¹⁰ Adani avait défendu Modi, accusé de ne pas avoir empêché l'une des pires émeutes antimusulmanes de l'Inde, qui avait fait plus de 1 000 morts, pour la plupart des musulmans, en 2002. L'homme d'affaires avait ensuite participé à la création du forum annuel « Vibrant Gujarat », qui a contribué à renforcer l'image de Modi en tant que dirigeant dynamique.

¹¹ Le groupe possède 12 ports en Inde, a investi dans un terminal à conteneurs dans le port de Colombo au Sri Lanka et a acheté le port d'Abbot Point en Australie (2 Mds USD) pour en faire un terminal d'exportation du charbon australien vers l'Inde. Plus récemment, le groupe a acquis le port israélien de Haïfa.

¹² Au cours des trois dernières années, la croissance des filiales Adani a été : Adani Enterprise (+ 1398 %), Adani Transmission (+ 729 %), Adani Total Gas (+2121 %), Adani Green Energy (+ 908 %), Adani Power (+ 332 %), Adani Ports (+ 98 %) et Adani Wilmar (+ 149 %).

¹³ Spécialisée dans la vente à découvert, c'est à dire le pari à la baisse sur une action ou un panier d'action.

Le cabinet reproche à Adani des fraudes comptables, de la manipulation du cours des actions et du blanchiment d'argent sur plusieurs décennies, rendues possibles grâce à l'aide de facilitateurs au sein du gouvernement – le rapport vise également SEBI, le régulateur des marchés financiers, accusé d'avoir fermé les yeux. Selon le rapport, les sept principales sociétés cotées du groupe Adani seraient surévaluées de plus de 85 %, par rapport aux sociétés comparables dans leur secteur¹⁴.

Le rapport affirme que Vinod, le frère aîné de Gautam Adani, aurait géré un "vaste labyrinthe d'entités fictives offshore" dans des paradis fiscaux tels que l'Ile Maurice, Chypre et plusieurs îles des Caraïbes. Ces sociétés écrans permettent à Adani de contourner les règles établies par la SEBI relatives à la concentration du capital¹⁵. Ces sociétés pouvaient en effet revendre ou acheter en même temps de grandes quantités d'actions, manipulant ainsi à leur gré le cours des actions. Elles servaient par ailleurs de relais pour les transferts de capitaux afin de soutenir les entités du groupe en difficulté, en augmentant leurs bénéfices ou les flux de trésorerie déclarés. Ces irrégularités comptables et ces transactions semblent avoir été rendues possibles par des contrôles financiers insuffisants¹⁶.

Le rapport alerte également sur la solvabilité du groupe, plusieurs entités cotées étant fortement endettées par rapport aux moyennes du secteur¹⁷. Cinq sociétés du groupe (toutes sauf Adani Ports et Adani Wilmar) ont des ratios courants¹⁸ inférieurs à 1,0, ce qui suggère un risque accru de liquidité à court terme. Seule la société Adani Ports, serait capable de générer un flux de trésorerie positif substantiel (640 MUSD au 31 mars 2022). Les principales sociétés cotées d'Adani se sont fortement endettées, notamment en mettant en collatéral des parts de leurs actions surcotées pour obtenir des prêts bancaires.

Le rapport soulève 88 points de gouvernance et de conformité. Le 29 janvier, le groupe Adani a rejeté les allégations de Hindenburg sur la base d'un rapport de 413 pages. Il a annoncé toutefois le lancement d'un audit complet des activités du groupe, qui sera confié à l'un des Big 4.

Annexe 3 : Les entreprises françaises et le groupe Adani

TotalEnergies et le groupe Adani se sont engagés dans un partenariat énergétique à partir de 2018, en développant une première co-entreprise dans le secteur du gaz naturel liquéfié (GNL) : Adani Total Private Limited (ATPL). Cette joint-venture vise à développer le terminal de regazéification de GNL de Dhamra – qui devrait démarrer au 2^{ème} trimestre 2023 – et à commercialiser du GNL.

TotalEnergies a ensuite annoncé en 2019 l'acquisition d'une participation de 37,4 % dans la société cotée Adani Total Gas Limited (ATGL) de distribution de gaz de ville. A fin 2022, ATGL opérait 33 licences de gaz de ville et environ 380 stations de distribution de gaz naturel comprimé (GNC).

¹⁴ En effet, les entreprises d'infrastructure sont généralement des entreprises à faible croissance mais les mesures d'évaluation des sociétés cotées en bourse d'Adani sont comparables à celles des entreprises technologiques à forte croissance.

¹⁵ Les règles exigent également que les sociétés cotées en bourse aient au moins 25 % du flottant détenu par des non-promoteurs afin de limiter les manipulations et les délits d'initiés.

¹⁶ Le rapport rappelle à ce titre qu'Adani Enterprises a eu 5 directeurs financiers sur une période de 8 ans, un signal d'alarme clé indiquant des problèmes comptables potentiels.

¹⁷ Des inquiétudes concernant l'effet de levier du groupe Adani ont été exprimées par CreditSights, filiale de Fitch Group. Un rapport sur le groupe Adani publié en août 2022 qualifiait le groupe de "profondément surendetté" et suggérait que cela pourrait "démanteler le vaste empire commercial d'Adani". Le rapport a été édulcoré en septembre 2022 après que CreditSights ait rencontré l'entreprise.

¹⁸ Le "ratio courant" d'une société est une mesure des actifs liquides moins les passifs à court terme.

TotalEnergies et le groupe Adani ont étendu leur partenariat en 2020 avec l'acquisition par TotalEnergies d'une participation minoritaire de 20 % dans la société cotée Adani Green Energy Limited (AGEL) et d'une participation de 50 % dans un portefeuille de 2,35 GW d'actifs solaires en exploitation appartenant à AGEL (AGEL23), pour un investissement total de 2,5 Mds USD. AGEL possède environ 7 GW de capacités installées, 10 GW en construction et 3 GW en développement avancé.

Enfin, en juin 2022, TotalEnergies a conclu un accord avec Adani Enterprises Limited (AEL) pour acquérir une participation de 25% dans Adani New Industries Limited (ANIL), plateforme exclusive d'AEL et de TotalEnergies pour la production et la commercialisation d'hydrogène vert à grande échelle. Ce partenariat visait la production d'un million de tonnes d'hydrogène vert par an d'ici à 2030, en s'appuyant sur de nouvelles capacités de production d'électricité renouvelable d'environ 30 GW. Le groupe a décidé de suspendre ce partenariat (« *qui n'a pas été signé et ne va pas être signé* » selon le PDG de TotalEnergies), dans l'attente des conclusions d'un audit général du groupe commandé par Adani, et qui est confié au cabinet américain d'audit financier Grant Thornton. Au-delà de l'enjeu réputationnel, TotalEnergies s'interroge sur la capacité du groupe Adani à apporter les financements requis pour le projet (75 % de l'investissement requis).

Dans son communiqué, publié le 3 février, TotalEnergies indique que l'exposition du groupe résultant de ces participations serait limitée, puisqu'elle représenterait 2,4 % (3,1 Mds USD au 31 décembre 2022) des capitaux employés de la Compagnie et seulement 180 MUSD de résultat opérationnel net en 2022. Ces sociétés étant mises en équivalence dans les comptes du groupe, TotalEnergies n'a procédé à aucune réévaluation dans ses comptes de ses participations dans les sociétés cotées.

CMA-CGM s'est également associé en 2014 à Adani Ports pour la construction et l'exploitation d'un terminal de conteneurs dans le port de Mundra (Gujarat), propriété d'Adani. L'opération, menée à 50/50 par les deux partenaires, représente un investissement total de 1 Md USD sur 10 ans, dont une première phase estimée à 400 MUSD. Le terminal est entré en exploitation en 2017.

CMA-CGM ne manifeste aucune inquiétude pour les opérations du port de Mundra car l'actif est hautement rentable et génère d'abondantes liquidités. Il estime cependant, que l'affaire risque d'impacter l'expansion du groupe Adani, en limitant sa capacité à s'endetter pour de nouveaux projets. En particulier, Adani Ports avait prévu de construire de nouveaux terminaux (5 et 6) dans le port de Mundra, et la faisabilité de ces projets est maintenant plus qu'incertaine.

A priori, les banques françaises seraient également peu engagées dans le financement du groupe. Le Crédit Agricole, dont le représentant en Inde s'est entretenu avec nous, nous a indiqué que la banque était très faiblement exposée sur ATPL (cf. supra) dans des opérations hors-bilan et à court terme, pour de faibles montants (cautions). Société Générale et BNP Paribas seraient en revanche plus exposées sur les activités vertes du groupe Adani, mais le montant de leur engagement n'est pas connu à ce jour.

Annexe 4 : la nébuleuse des filiales du « Groupe Adani »

