

Évaluation du groupe Pardat - Partie 1

Panolat SA est le leader dijonnais de la maçonnerie spécialisée employant plus de 600 personnes et réalisant un chiffre d'affaires (CA) en N de 102 millions d'euros. Panolat réalise la totalité de son CA en France et son principal client ne représente pas plus de 8 %. La société est gérée de manière saine avec un endettement extrêmement faible. Pour développer ses activités, Panolat a créé deux filiales détenues à 100 % :

- Panolat Bourgogne qui s'occupe de la réfection des grands bâtiments industriels, des collectivités et des matériels de chantiers ;
- Panolat FAV pour les constructions des petits chantiers privés et pour les services d'accompagnement et de formation.

Ces deux filiales réalisent un chiffre d'affaires négligeable. Néanmoins, toutes les activités sont consolidées en normes IFRS au niveau des documents comptables fournis en annexe et l'on peut considérer que les comptes de la SA Panolat se confondent avec les comptes du groupe Panolat.

Monsieur Scalpont est le principal actionnaire et dirigeant de la SA Panolat qu'il détient à 100 %. Âgé de 65 ans et sans héritier, il souhaite se retirer et assurer la pérennité de son entreprise tout en préservant l'autonomie de cette dernière. Plusieurs cadres de l'entreprise ont manifesté leur intérêt pour reprendre l'activité. Pour cela, ils vont réunir leurs apports financiers qui se composent de 2 500 000 € d'économies et de 2 000 000 € empruntés à titre personnel dans un holding (dénommé groupe CASUP) animée et dirigée par Monsieur Houtlet, l'ancien directeur de la production.

Monsieur Scalpont et Monsieur Houtlet sont bien décidés à parvenir à un accord. Pourtant, le montant de l'apport de Groupe CASUP (4 500 000 €) est très insuffisant au regard du prix demandé par Monsieur Scalpont concernant la vente de sa société. Pour remédier à ce problème, ils vont faire appel à un conseil commun, la société Arena Partners, qui va être mandaté pour l'ensemble du montage financier même si elle fait appel à des experts, pour les dues diligences (avocats fiscalistes, auditeurs, experts divers, etc.).

Deux dossiers complémentaires sont à l'étude chez Arena Partners :

- **Dossier 1** : Le diagnostic opérationnel et financier. Il s'agit de réaliser et de valider les différentes étapes de due diligence jusqu'à l'évaluation financière de la société Panolat (partie 3, chapitres 8 et 9 ; partie 6, chapitre 19) ;
- **Dossier 2** : La proposition d'un montage financier. Il s'agit de négocier avec les différents partenaires financiers les modalités d'investissement et de sortie auprès de la société Panolat (partie 6, chapitre 19).

Les indicateurs suivants (*EBITDA* et *Free cash-flow*) sont extraits des comptes annuels N en IFRS :

Autofinancement	Année N
CA	102 456 768
Achats et variation de stocks	- 35 037 440
Personnel	- 10 278 922
Impôts et taxes	- 15 010 458
Coût de l'endettement net	- 3 032 854
autres produits et charges	- 8 054 210
Dividendes	- 10 142 234
Autofinancement	20 900 650

Free cash flows	Année N
Autofinancement	20 900 650
Neutralisation du coût d'endettement brut	7 067 415
Neutralisation des dividendes	10 142 234
Variation du BFR	- 7 076 652
Financement acquisition immobilisation corporelle	- 5 345 221
Free cash flows	25 688 426

EBITDA	Année N
CA	102 456 768
Achats et Var. stocks	- 35 037 440
Personnel	- 10 278 922
Impôts et taxes	- 2 907 896
EBITDA	54 232 510

Free cash flows	Année N
EBITDA	54 232 510
impôt	- 12 102 562
produits trésorerie	4 034 561
autres P&C	- 8 054 210
Variation du BFR	- 7 076 652
Financement acquisition immobilisation corporelle	- 5 345 221
Free cash flows	25 688 426

QUESTIONS

1. Calculer la rentabilité économique des capitaux employés (ROCE) prévisionnelle de la SA Panolat en fonction des éléments extraits du *business plan* (annexes 2, 3 et 4).
2. Calculer la rentabilité financière (ROE) de Panolat pour l'année N.
3. Évaluer la société Panolat par la méthode des flux de trésorerie actualisés ou DCF (*discounted cash flows*). Pour cela, on utilisera les free cash flows qui sont reconstitués à partir de l'EBITDA (voir annexes 4 et 5).

ANNEXE 1

Données comptables du groupe panolat - année N

Compte de Résultat IFRS - par nature	N
Chiffre d'affaires	102 456 768
Achats consommés	21 286 992
Charges de personnel	10 278 922
Charges externes	8 895 666
Impôts et taxes	2 907 896
Dotation aux amortissements	4 089 651
Dotation aux provisions	2 901 678
Variation de stocks de produits en cours et de produits finis	4 854 782
Résultat opérationnel courant	47 241 181
Autres produits et charges opérationnels	8 054 210

Compte de Résultat IFRS - par nature	N
Résultat opérationnel	39 186 971
Produits de trésorerie et d'équivalents de trésorerie	4 034 561
Coût de l'endettement financier brut	7 067 415
Coût de l'endettement financier net	- 3 032 854
Charge d'impôt	12 102 562
Résultat net avant résultat des activités arrêtées ou en cours de cession	24 051 555
Résultat net d'impôt des activités arrêtées ou en cours de cession	0
Résultat net de l'exercice	24 051 555

Compte de résultat IFRS - par fonction	N
Chiffre d'affaires	102 456 768
Coûts des ventes	25 098 750
Frais de recherche et développement	5 652 532
Frais commerciaux	12 563 908
Frais généraux	11 900 397
Résultat opérationnel courant	47 241 181
Autres produits et charges opérationnels	8 054 210
Résultat opérationnel	39 186 971
Produits de trésorerie et d'équivalents de trésorerie	4 034 561
Coût de l'endettement financier brut	7 067 415
Coût de l'endettement financier net	- 3 032 854
Charge d'impôt	12 102 562
Résultat net avant résultat des activités arrêtées ou en cours de cession	24 051 555
Résultat net d'impôt des activités arrêtées ou en cours de cession	0
Résultat net de l'exercice	24 051 555

Bilan IFRS - Groupe Panolat	N
Actifs non courants	
Immobilisations incorporelles	23 567
Immobilisations corporelles	223 679 356
Titres de participations	21 896 289
Total des actifs non courants	245 599 212

Bilan IFRS – Groupe Panolat		N
Actifs courants		
Stocks		19 891 542
Créances		35 780 906
Valeurs mobilières de placement – Équivalents de trésorerie		47 650 562
Trésorerie		18 000 647
Total des actifs courants		121 323 657
Total des actifs		366 922 869
PASSIFS		N
Capitaux propres		
Capital social		100 000 000
Réserves		163 523 938
Résultat net de l'exercice		24 051 555
Total capitaux propres		287 575 493
Passifs non courants		
Provisions à long terme		10 672 568
Dettes financières à long terme		34 672 678
Total passifs non courants		45 345 246
Passifs courants		
Fournisseurs		25 678 345
Provisions à court terme		5 432 909
Partie à court terme des emprunts à long terme		2 890 876
Total passifs courants		34 002 130
Total des capitaux propres et des passifs		366 922 869

Tableau de Flux de Trésorerie – IFRS – Méthode indirecte		N
Résultat net		24 051 555
+/- dotations nettes aux amortissements et provisions		6 991 329
-/+ plus et moins-values de cession d'actifs		0
= CAF après coût de l'endettement financier net et impôt		31 042 884
+ coût de l'endettement financier net		3 032 854
+/- charges d'impôt		12 102 562
= CAF avant coût de l'endettement financier net et impôt		46 178 300

Tableau de Flux de Trésorerie – IFRS – Méthode indirecte	N
- impôts versés	- 10 789 643
+/- variation du BFR	7 076 652
Flux net de trésorerie généré par l'activité	42 465 309
- Décaissements liés aux acquisitions d'immobilisations corporelles	- 5 345 221
+ Encaissements liés aux cessions d'immobilisations corporelles	0
Flux de trésorerie provenant des activités d'investissement	- 5 345 221
+ Sommes reçues des actionnaires lors d'augmentation de capital	0
- Dividendes versés aux actionnaires	- 10 142 234
+ Encaissements liés aux nouveaux emprunts	30 568 543
- Remboursements d'emprunts	- 1 186 545
- Intérêts financiers nets versés	- 3 032 854
Flux de trésorerie provenant des activités de financement	16 206 910
Variation de trésorerie nette	53 326 998
<i>Trésorerie en début de période</i>	<i>10 324 211</i>
<i>Trésorerie en fin de période</i>	<i>65 651 209</i>

ANNEXE 2

Données prévisionnelles du groupe panolat (business plan) en k€

COMPTES DE RÉSULTAT PRÉVISIONNELS SUR 5 ANS						
	Année N	Année N+1	Année N+2	Année N+3	Année N+4	Année N+5
Chiffre d'affaires	102 456 768	122 948 122	143 849 302	162 549 712	175 553 688	184 331 373
Achats et Var. Stocks	35 037 440	41 344 179	47 959 248	52 755 173	54 337 828	60 858 367
Personnel	10 278 922	12 129 128	14 069 788	15 476 767	15 941 070	17 853 999
Taxes d'exploitation	2 907 896	3 431 317	3 980 328	4 378 361	4 509 712	5 050 877
Charges à décaisser	48 224 258	56 904 624	66 009 364	72 610 301	74 788 610	83 763 243
EBITDA	54 232 510	66 043 497	77 839 938	89 939 411	100 765 079	100 568 130

Autres informations	Année N	Année N+1	Année N+2	Année N+3	Année N+4	Année N+5
Acquisitions d'immobilisations corporelles	5 345 221	6 414 265	7 504 690	8 480 300	10 600 375	13 250 469
Impôt sur les sociétés (IS normatif)	12 102 562	18 637 410	22 617 098	26 720 141	30 419 082	29 919 584

IMMOBILISATIONS ET BESOIN EN FONDS DE ROULEMENT DU GROUPE PANOLAT						
	Année N	Année N+1	Année N+2	Année N+3	Année N+4	Année N+5
Immobilisations nettes	245 599 212	250 944 433	257 358 698	264 863 388	273 343 689	283 944 064
Variation du BFR	7 076 652	8 350 449	9 686 521	10 655 173	10 974 829	12 291 808
BFR	29 994 103	38 344 552	48 031 074	58 686 247	69 661 076	81 952 884

ANNEXE 3

Ratios de rentabilité

La rentabilité économique des capitaux engagés (ROCE) correspond au résultat économique après impôt divisé par le capital économique. Elle peut être définie comme suit :

$$ROCE = Reco = EBITDA / \text{Capital économique}$$

Le capital économique ou capitaux engagés correspond à la somme des immobilisations pour leur valeur comptable nette et du besoin en fonds de roulement (ou au montant des capitaux propres et des dettes financières brutes). La rentabilité économique nette après impôt (IS) est égale à :

$$Reco' = Reco \times (1 - T)$$

La rentabilité financière ou *Return On Equity* (ROE) correspond au résultat net de l'ensemble consolidé divisé par le montant des capitaux propres (intérêts minoritaires compris)

$$ROE = Rfin = \text{Résultat net} / \text{Capitaux Propres}$$

ANNEXE 4

Information pour le CMPC

Pour obtenir le taux d'actualisation, vous devez calculer le CMPC (coût moyen pondéré du capital). Le coût du capital est obtenu par le MEDAF avec pour paramètre :

- Taux d'intérêt sans risque : 5%
- Prime de risque du marché : 3,95%
- Bêta du secteur du bâtiment : 1,25

Selon nos calculs, le coût de la dette existante en N de l'entreprise Panolat est de 4,8%.

ANNEXE 5

Méthodes d'évaluation par les flux de trésorerie actualisés (*discounted cash-flows*)

Pour le calcul de la valeur terminale, on retiendra l'actualisation à l'infini du flux de l'année qui suit immédiatement la dernière année de l'horizon explicite de prévision après ajustement des impacts éventuels des cycles économiques et des cycles d'investissement de l'entreprise.

Il est en effet essentiel d'ajuster l'estimation de ce flux pour ne fonder des prévisions à l'infini ni sur un point haut (ou bas) d'un cycle économique ni sur un point extrême d'un cycle d'investissement (avec pour conséquence des dotations aux amortissements qui ne correspondraient pas à la situation moyenne de la firme).

Ainsi, selon les hypothèses retenues :

- le flux normatif ou terminal a été estimé à 38,42 M€ ;

- le taux de croissance à l'infini a été fixé à 0,5 %. Il correspond à une hypothèse de maturité du secteur et à une inflation minimum des prix de vente et des coûts d'achats.

Les prévisions en M€ au niveau du compte de résultat de Panolat sont les suivantes :

Millions €	Année N	Année N+1	Année N+2	Année N+3	Année N+4	Année N+5
Chiffre d'affaires	102,45	122,94	143,84	162,54	175,55	184,33
EBITDA	54,23	66,04	77,83	89,93	100,76	100,56
Résultat net	24,05	19,78	23,05	26,73	29,47	26,61

Par ailleurs, le dernier montant de la dette financière nette de Panolat au 31.12.N est de 79,35 M€ (soit 45 345 246 € + 34 002 130 € – 79 347 376 €). On rappelle qu'il faut retirer la trésorerie pour obtenir le montant de la dette financière nette. Les provisions (à court terme et à long terme) sont considérées comme des charges à payer, et donc déjà intégrées dans les éléments de l'exploitation.

Pour le calcul de la valeur des fonds propres, on ne retient que le montant connu de l'année N.

Les flux de trésorerie disponibles sont calculés à partir de l'EBITDA compte tenu de l'imposition de la société et diminué dans le cas présent des produits de trésorerie et des autres produits et charges. Les prévisions des *free cash flows* de Panolat sont les suivantes :

	Année N	Année N+1	Année N+2	Année N+3	Année N+4	Année N+5
EBITDA	54 232 510	66 043 497	77 839 938	89 939 411	100 765 079	100 568 130
Impôt (IS)	- 12 102 562	- 18 637 410	- 22 617 098	- 26 720 141	- 30 419 082	- 29 919 584
produits trésorerie	+ 4 034 561	4 236 289	4 448 104	4 670 509	4 904 034	5 149 236
Autres produits & charges	- 8 054 210	- 8 698 547	- 9 394 431	- 10 145 985	- 10 957 664	- 11 834 277
Variation du BFR	- 7 076 652	- 8 350 449	- 9 686 521	- 10 655 173	- 10 974 829	- 12 291 808
Ft investissements	- 5 345 221	- 6 414 265	- 7 504 690	- 8 480 300	- 10 600 375	- 13 250 469
Free cash flows	+ 25 688 426	28 179 115	33 085 301	38 608 320	42 717 163	38 421 228