
UNIVERSITE PIERRE MENDES France
FACULTE DES SCIENCES ECONOMIQUES
(TELE ENSEIGNEMENT)

DESS DEFI
ANALYSE ET DÉCISIONS FINANCIÈRES
Corrigé du deuxième devoir

Année 2002-03

Akim A. TAÏROU



0. Note liminaire

Contrairement au premier devoir, le cas Séché a pour but la rédaction d'un rapport et ne demande donc aucun calcul. Les étudiants sont libres de faire des calculs complémentaires par rapport aux données fournies s'ils le souhaitent, mais le cas doit surtout mettre en évidence les capacités d'analyse et de synthèse dans le cadre d'un diagnostic financier.

La principale difficulté du cas consiste à « prendre rapidement connaissance » des données disponibles. Cette prise de connaissance ne consiste pas à lire de façon détaillée l'intégralité de l'énoncé. Il s'agit de faire une lecture rapide en diagonale, crayon ou surligneur à la main, afin de repérer toutes les informations significatives qui sont communiquées pour pouvoir en faire une synthèse et une analyse dans le rapport.

Au niveau de la forme, il n'y a pas un nombre imposé de pages, mais 4 à 5 pages sont relativement suffisants pour réaliser une bonne analyse. La rédaction doit être claire, aérée, précise et concise. Les marges doivent être suffisantes pour les annotations.

Au niveau du plan, le nombre de possibilités est quasiment illimité. L'une de celles-ci (peut-être la plus simple), consiste à utiliser le plan implicitement indiqué dans le sujet :

- Les sociétés, le secteur et l'activité
- La rentabilité économique et boursière
- La structure financière
- Les perspectives d'avenir

Concernant le contenu même du rapport, il est évidemment fondamental que celui-ci soit organisé de façon à apporter une réponse claire et précise à la question posée. Vous devez donc émettre une recommandation qui peut être « achat », « vente » ou « conservation ». Il n'y a pas de réponse juste pour la recommandation à émettre, mais celle-ci doit être justifiable compte tenu de l'analyse menée.

Les principaux éléments à évoquer dans chacune des parties du rapport sont développés ci-après. Pour des exemples de rédaction de rapport, veuillez vous reporter aux annales corrigées disponibles sur DEFI.Net.

1. Note de synthèse et recommandation

Objectif : Recommandation sur titres Séché environnement.

Contexte : Rapprochement des sociétés Séché et Tredi

Recommandation : « Conservation » ou « Achat » dans une perspective d'investissement à long terme. Rapprochement potentiellement générateur de valeur. Solidité de Séché et complémentarité des deux sociétés. Recommandation à nuancer car peu de données sur les valeurs boursières.

Réserves du fait de l'indisponibilité de certaines informations :

- Données de comparaison entre les réglementations des pays développés en matière de déchets et perspectives d'évolution de ces réglementations et des normes environnementales en général.
- Confirmation des données de CA du nouvel ensemble : annonce d'un CA combiné de 350 MEur, pour un CA Séché de 108 MEur (2001) et un CA Tredi de 169 MEur (2001).
- Perspectives en matière de dépollution, décontamination, démantèlement : préoccupation croissante dans le monde entier.
- Justification de la faible rentabilité de Tredi par rapport à Séché.
- Quelle est la valeur économique réelle des charges à répartir ?
- Climat social de Tredi ? Impact à long terme du mouvement social du printemps 2001 ?
- Données boursières non disponibles sur les deux titres.

2. Sociétés, secteur et activité

Sociétés

- Société absorbante : Séché environnement. Capitalisation boursière de 381 MEur. CA de 83 MEur (108 MEur en 2001). Capitaux propres de 54 MEur. Résultat de 15 MEur. Effectif d'environ 300 personnes. ISO 14001 pour 2 sites (sur combien de sites ?)
- Société absorbée : Tredi. Capitalisation boursière de 236 MEur. CA de 160 MEur (169 MEur en 2001). Capitaux propres de 93 MEur. Résultat de 4 MEur. Effectif d'environ 1 300 personnes.

Secteur

- Traitement et valorisation des déchets. Après le rapprochement, 69 % de l'activité du groupe sera réalisée dans ce domaine. CA combiné de 350 MEur.
- Secteur a priori porteur : préoccupations croissantes pour l'environnement, problématique du développement durable, etc.

Activité

- Séché : forte croissance du CA (41 MEur en 1997 et 108 MEur en 2001). 63 % collectivités et 37 % industrie. Traitements des déchets (72 %), Transport de déchets

(19 %), Dépollution (8 %), Divers (1 %).

- Tredi : croissance régulière du CA (136 MEur en 1998 et 169 MEur en 2001). Conseil et services (22 %), Traitements et valorisation (57 %), International (21 %).

Résultats à attendre du rapprochement :

- Complémentarité des métiers. Séché = Traitement et valorisation de déchets industriels spéciaux et banaux, d'ordures ménagères + Tri et valorisation amont + Transport de déchets. Tredi = Incinération et valorisation des déchets (notamment toxiques) sur les marchés industriels.
- Complémentarité des marchés : Séché = forte présence dans les collectivités (63 % du CA) ; Tredi = forte présence auprès des clientèles industrielles.
- Complémentarité géographique : Séché = Ouest et Sud-Est ; Tredi = Est + International.
- Transfert de savoir-faire de Séché vers Tredi pour l'optimisation de la gestion et l'amélioration de la rentabilité et de la profitabilité.

3. Rentabilités économique et boursière

Séché

- Rentabilité financière : tendance stable et légèrement croissante, avec une moyenne autour de 24-25 % jusqu'en 2000, et une baisse à environ 20 % en 2001.
- Idem pour la profitabilité avec une moyenne autour de 15-16 %, et une légère baisse à environ 14 % en 2001.
- Contrôle du ratio Frais de personnel / CA qui reste relativement stable (voire décroît) jusqu'en 2000, mais fait un bon de 4 points en 2001 pour dépasser 15 %.
- Maintien du résultat par action en 2001, malgré l'intégration de Alcor.

Tredi

- Rentabilité financière : relativement volatile avec une moyenne autour de 6-7 %.
- Idem pour la profitabilité avec une moyenne autour de 4-5 %.
- Stabilité du ratio Frais de personnel / CA aux environs de 30 %. Niveau supérieur au double de celui de Séché : pourquoi ? impact de l'activité Conseil et Services qui requiert un personnel plus qualifié ?

Valeurs boursières

- Comportement boursier des deux titres relativement comparable. Volatilité plus faible que celle du marché (SBF250).
- PBR (capitalisation boursière / capitaux propres) : Séché = 7 ; Tredi = 2,5. Pourquoi un tel écart ? Capitaux propres de Séché sous-évalués ? Existence d'un potentiel plus fort chez Séché ? Sanction d'un mauvais management de Tredi par le marché ?

- PER (Capitalisation boursière / résultat) : Séché = 25 ; Tredi = 60. Écart à justifier (semble contradictoire avec le PBR). Le cours de Tredi reflète peut-être des transactions spéculatives (anticipation d'un rapprochement avec une autre entreprise : hypothèse confirmée par la suite avec la fusion avec Séché).
- Peu de données pour mener une analyse boursière pertinente.

4. Structure financière

Séché

- Structure financière solide et faible endettement, mais très forte augmentation en 2001 du fait de l'intégration de Alcor.
- Ratio Capitaux propres / Passif total = 56 % en 2000 et 34 % en 2001 (juste au dessus des normes courantes). Ces ratios considèrent que les charges à répartir ont une valeur économique réelle. Dans l'hypothèse où elles seraient des charges fictives, le niveau de ces ratios serait sensiblement modifié. Impact non chiffré car montant des charges à répartir non disponible. À l'inverse, l'intégration de la valeur nette d'impôt des subventions d'investissement dans les capitaux propres devrait améliorer ces ratios, mais l'incidence ne devrait pas être significative (faible montant des subventions concernées < 1 MEur). Les provisions pour risques et charges en sont pas intégrées dans les capitaux propres car elles constituent a priori des dettes probables.
- Trésorerie confortable en 2000 (44 MEur) et sensiblement en baisse en 2001 (30 MEur). La baisse étant liée à des opérations d'investissement et de désendettement, elle est plutôt positive.

Tredi

- Structure financière plus fragile et endettement assez élevé.
- Ratio Capitaux propres / Passif total = 36 % en 2000. En légère dégradation en 2001 tout en restant conforme aux normes courantes

5. Perspectives d'avenir

- Renforcement de la position concurrentielle et meilleure couverture du marché.
- Traduction en chiffre d'affaires des synergies attendues : 500 MEur de CA en 2005.
- Accroissement de la rentabilité de l'ensemble grâce aux économies d'échelle et aux transferts de savoir-faire.
- Surveiller la dégradation de la structure financière du groupe du fait de la fusion l'évolution de l'endettement, et celle de la politique en matière de gestion du risque de taux compte tenu de l'exposition croissante (66 % de l'endettement à taux variable).