

---

---

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

**MASTER EISA – SPÉCIALITÉ DEFI**  
*NORMES COMPTABLES INTERNATIONALES & DIAGNOSTIC FINANCIER*  
**Premier devoir**

**Année 2004-05**

**Akim A. TAÏROU**

---

---



Vous êtes consultant(e) au sein de GANDALF FINANCES qui a été sollicité par le club d'investisseurs HOBBITON INVEST pour une mission particulière. HOBBITON INVEST est un groupe de retraités réunis en club d'investissement et qui a acquis en septembre 2003 des actions de la société Europe Environnement à l'occasion de l'introduction de cette dernière en bourse. Les titres ont été acquis à 6 € l'unité et l'un des membres du club s'inquiète aujourd'hui de l'évolution du cours en bourse. La mission confiée à votre cabinet au début du mois d'avril 2004 consiste à préparer un dossier d'aide à la décision pour ce club d'investissement. En effet, les membres du club se demandent s'ils doivent conserver ou non ces titres, sachant qu'ils les avaient acquis dans une perspective de placement à long terme et de transmission patrimoniale.

M. GOLLUM qui dirige la mission a décidé de vous confier la réalisation de cette étude et s'est appuyé sur plusieurs sources ([www.boursier.com](http://www.boursier.com), [www.boursorama.com](http://www.boursorama.com), [www.europe-environnement.com](http://www.europe-environnement.com)) pour vous exposer ainsi qu'il suit l'activité du groupe et sa stratégie.

### **Activité**

La société Europe Environnement a été créée il y a une dizaine d'années et est l'un des acteurs liés à une technologie nécessaire à de plus en plus d'industriels qui ont l'obligation de l'adopter : celle de la dépollution de l'air et du traitement des effluents gazeux nocifs.

Le groupe compte environ 70 collaborateurs et a développé depuis sa création un savoir-faire mêlant expertise scientifique et conception/fabrication de stations d'épuration de l'air afin de lutter contre les rejets gazeux émis par les industriels de la métallurgie, de la chimie ou encore, entre autres, de l'agroalimentaire. Le groupe exerce 3 métiers :

- **Le génie des procédés chimiques** : la société livre un diagnostic des effluents chimiques à combattre et précise les procédés techniques et les équipements à installer dans un cahier des charges.
- **L'aéraulique** : Europe Environnement fabrique et installe les systèmes d'aspiration et de ventilation des effluents à traiter.

- **La chaudronnerie plastique** : le groupe dispose d'une expertise éprouvée en matière de conception des équipements d'épuration (laveur de gaz, hotte de ventilation, etc...), notamment grâce à sa filiale à 100% Europe-Plast.

L'activité s'articule autour de 2 pôles :

- **Installations clés en main** (77% du CA) : conception et fabrication de laveurs de gaz, de tours d'absorption et de bio-filtres. Le lavage de gaz constitue l'activité principale de la société et s'adresse à une clientèle composée d'industriels (82% des ventes) et de collectivités locales (18%).
- **Équipements de ventilation** (23%) : développement, fabrication et commercialisation de ventilateurs industriels en plastiques (500 unités par an) et d'accessoires destinés à être intégrés dans des installations techniques. La société propose en outre des services d'installation et de fabrication sur mesure.

La société dispose de 2 sites de production en France. 83 % du CA est réalisé en France. Les principaux clients de la société sont des groupes dédiés dans le traitement des eaux et des déchets, les groupes de métallurgie, d'électronique, de chimie ou encore de compostage. Les 5 premiers clients représentent 1/3 des facturations et les 20 premiers, les 2/3. Europe Environnement travaille avec des groupes comme Ondeo, Sollac et Ugine (groupe Arcelor).

## Stratégie

Dans un marché jeune, et qui compterait peu d'intervenants spécialisés, Europe Environnement est une société capable de répondre immédiatement aux exigences réglementaires de plus en plus contraignantes dictées par les directives européennes et leurs transpositions nationales. Le groupe intervient sur un métier porteur dans le sens où les normes environnementales, de plus en plus draconiennes, se sont multipliées depuis 1996 en France notamment, alors que les directives européennes sont nombreuses en cette matière.

Pour vous permettre de mener à bien l'étude, il vous fournit les documents suivants :

- La première page du prospectus simplifié d'introduction en bourse (annexe 1) et quelques extraits de ce prospectus (annexe 2).
- La fiche synoptique de l'introduction en bourse (annexe 3).
- Une note de présentation des différents marchés de la Bourse de Paris (annexe 4).
- Quelques extraits de l'étude financière réalisée par Europe Finance et Industrie Securities en vue de l'introduction en bourse (annexe 5). Les principaux éléments de cette étude ont été repris dans le prospectus simplifié.
- Le conseil de Boursier.com sur l'opération d'introduction en bourse (annexe 6).
- Le résultat de l'offre à prix minimal (annexe 7)
- La lettre N° 21 de la société à ses actionnaires avec les résultats du 1<sup>er</sup> semestre de l'exercice 2003 / 2004 (annexe 8)

- L'évolution du cours en bourse de l'action, comparée aux cours de Sécché Environnement et de Gaudriot (annexe 9). Les graphiques fournis intègrent également l'évolution de l'indice SBF 250 et de l'indice du Nouveau Marché. Quelques indicateurs boursiers vous sont également fournis dans cette annexe.

***Travail demandé :***

Après étude de tous ces documents, vous devez rencontrer prochainement M. GOLLUM pour faire le point sur le dossier et lui proposer une démarche de réalisation de l'étude. En vue de cette réunion, vous devez lui transmettre trois mémos de synthèse.

1. Le premier mémo doit présenter de façon détaillée en deux à trois pages la démarche que vous proposez pour la réalisation de l'étude, ainsi que les données complémentaires dont vous auriez besoin.
2. Le deuxième mémo doit exposer en deux pages environ votre projet de recommandation à HOBBITON INVEST et justifier ce projet de recommandation avec des arguments économiques et financiers. Bien entendu, ce projet de recommandation est un pré-diagnostic basé uniquement sur les documents actuellement en votre possession, et il sera affiné après la réalisation des diligences que vous aurez proposées dans le premier mémo.
3. Le troisième mémo doit indiquer en une page environ l'impact potentiel de l'application des normes IAS sur les comptes de Europe Environnement et les conséquences éventuelles pour l'actionnaire.

## Annexe 1 : Première page du Prospectus simplifié



PROSPECTUS SIMPLIFIÉ

INSCRIPTION AU MARCHÉ LIBRE  
D'EURONEXT PARIS

Le 26 septembre 2003

EUROPE FINANCE ET INDUSTRIE  
ENTREPRISE D'INVESTISSEMENT



EUROPE FINANCE ET INDUSTRIE  
SECURITIES



### Visa de la Commission des Opérations de Bourse

Par application des articles L 412-1 et suivants et L621-8 du Code Monétaire et Financier, la Commission des Opérations de Bourse a apposé sur le présent prospectus le visa n° 03-826 en date du 22 septembre 2003. Ce prospectus a été établi par l'émetteur et engage la responsabilité des ses signataires. Le visa n'implique ni approbation de l'opportunité de l'opération ni authentification des éléments comptables et financiers présentés. Il a été attribué après examen de la pertinence et de la cohérence de l'information donnée dans la perspective de l'opération proposée aux investisseurs.

### AVERTISSEMENT

La Commission des Opérations de Bourse attire l'attention du public sur les éléments suivants : les titres faisant l'objet de la présente opération ne seront pas admis aux négociations sur un marché réglementé et ne bénéficieront donc pas des garanties correspondantes.

La notice légale d'Admission est publiée au BALO du 24 septembre 2003

Page n° 1

## **Annexe 2 : Quelques extraits du prospectus simplifié**

### **4.1.1 Bref historique et évolution de la structure du Groupe pendant les dernières années (pp.29-30)**

1993 : Création de la SA EUROPE ENVIRONNEMENT - Messieurs Jean-Claude REBISCHUNG et Pierre BELLMANN, qui ont déjà une bonne expérience dans différents métiers comme la ventilation ou la chaudronnerie, décident de s'associer pour attaquer un marché en plein devenir dans cette région préoccupée d'écologie au modèle de ses voisins suisse et allemand, celui de la défense et de la préservation de l'environnement, en particulier par la dépollution de l'air.

1995 : après des débuts prudents, l'affaire se développe bien et les deux créateurs décident de mettre en place un réseau d'agents commerciaux. Au 31 mars 1995, EUROPE ENVIRONNEMENT réalise déjà 1,2 million d'euros de chiffre d'affaires.

1996 : pour faire face à la demande grandissante, EUROPE ENVIRONNEMENT déménage dans de nouveaux locaux qu'elle fait construire, regroupant non seulement des bureaux mais aussi des ateliers où sont réalisés ou mis au point les installations fournies.

1997 : lancement d'un programme de R & D trisannuel, pour permettre à la société de mettre au point des appareils et des process adaptés aux demandes du marché. L'entreprise se fixe comme objectif d'investir 5% de son chiffre d'affaires annuels en R & D. Au 31 mars 1997, EUROPE ENVIRONNEMENT réalise plus de 1,5 million d'euros de chiffre d'affaires.

1998 : création d'un nouveau département, EUROP-PLAST, dont l'objet est la vente de ventilateurs spécialisés et d'accessoires de ventilation. L'entreprise met en oeuvre de nouveaux procédés, en particulier celui des biofiltrations. L'entreprise embauche son premier représentant à l'étranger. La société continuant de se développer avec succès acquiert un nouveau terrain de plus de 4300 m<sup>2</sup>, agrandit les ateliers existants, et, faisant le choix des technologies nouvelles au niveau de sa fabrication, met en place ses premiers équipements d'usinage numérique. Au 31 mars 1998, EUROPE ENVIRONNEMENT réalise 2,610 millions d'euros de chiffre d'affaires.

1999 : Création et développement par EUROPE ENVIRONNEMENT de sa première gamme de ventilateurs à sa marque – Implantation d'une première agence, à Paris – Nouvelle extension des locaux existants – Au 31 mars 1999, EUROPE ENVIRONNEMENT réalise 3,922 millions d'euros de chiffre d'affaires.

2000 : EUROPE ENVIRONNEMENT accède à la première place de sa spécialité sur le marché français (par comparaison avec les chiffres publiés par les autres entreprises du secteur) – augmentation du capital qui passe à 2,5 millions de Francs - Au 31 mars 2000, EUROPE ENVIRONNEMENT réalise 5,184 millions d'euros de chiffre d'affaires.

### **4.3 Le savoir faire du groupe EUROPE ENVIRONNEMENT (pp. 33-34)**

#### **Les réglementations environnementales favorisent le développement du groupe**

Le groupe se développe, depuis sa création, en même temps que les normes environnementales se mettent en place et se développent, en France comme à l'étranger.

C'est en effet dans la collecte et le traitement des gaz corrosifs, nocifs ou odorants, marché que se partagent une dizaine d'entreprises seulement dans le monde, que se développe le groupe EUROPE ENVIRONNEMENT.

Son activité, initiée dans les premières années de vie du groupe dans la protection des salariés à l'intérieur des sites de production à risque, s'est rapidement étendue à la réduction des nuisances à l'extérieur.

Depuis 1998, l'application des normes européennes en matière de nuisances a ouvert des perspectives très vastes aux entreprises du secteur, renforcées par le mouvement actuel, plus vaste encore, de lutte pour la préservation de l'environnement et le développement durable.

### **Les trois métiers du groupe**

Avant de traiter un effluent, il faut d'abord le capter. Cette opération est confiée aux systèmes d'aspiration et de ventilation. C'est la raison pour laquelle EUROPE ENVIRONNEMENT crée, fabrique, installe et vend des ventilateurs, adaptés aux contraintes de chaque client : EUROPE ENVIRONNEMENT est ainsi devenu un spécialiste aéraulique.

Auparavant, et avant de mettre en place un système de ventilation, il convient de porter un diagnostic, après avoir identifié et quantifié les polluants pour ensuite déterminer les procédés de collecte et de traitements appropriés : c'est dans ce sens que le groupe EUROPE ENVIRONNEMENT est devenu un spécialiste du génie des procédés chimiques.

Enfin, pour garantir l'anticorrosion de ses systèmes d'aspiration et de ventilation des gaz, EUROPE ENVIRONNEMENT est devenu un spécialiste de la chaudronnerie plastique.

### **Expérience et R & D, facteurs clés du savoir faire du groupe**

Le soucis du « sur mesure » et du « clef en main » a conduit le groupe à chercher sans cesse de nouveaux process, adaptés aux cas rencontrés. Cette recherche constante, dans ses propres installations, ou en partenariat avec des laboratoires extérieurs (École des Mines d'Alès, l'INSA de Lyon) font du groupe EUROPE ENVIRONNEMENT un spécialiste incontournable en EUROPE de la dépollution de l'air et de la réduction des nuisances par des solutions innovantes faisant appel au lavage des molécules, à la biofiltration ou à l'adsorption sur charbon actif et zéolithe, permettant le traitement quasi total des mauvaises odeurs et des rejets toxiques.

#### **4.4.8 Détail de l'offre du groupe EUROPE ENVIRONNEMENT (p. 43)**

Ingénierie, audit et conseil : Réalisations clefs en main, depuis l'écriture du cahier des charges jusqu'à la mise en route, études de mise en conformité, pré étude de faisabilité, prélèvements gazeux, analyses de gaz, contrôles de ventilation et de dépollution, Procédés de lavage et d'absorption, traitement biologique des gaz, ...

Conception, fabrication, Installation, mise en route d'ensembles complexes et d'appareils de traitement des rejets gazeux, corrosifs, nocifs et odorants : laveurs de gaz à pulvérisation (pour les industries de la galvanoplastie, la fabrication de circuits imprimés, la désodorisation de postes de fabrication, etc.), laveurs venturi, tours d'absorption à garnissage (applications en chimie ou pour la désodorisation de postes de fabrication, applications sur SO<sub>2</sub>, H<sub>2</sub>S, HCl, HF, NH<sub>3</sub>, etc.), bio filtres, bio laveurs (COV, désodorisation, etc.) ...

Conception, fabrication et vente de ventilateurs, centrifuges, axiaux, hélicoïdes, moyenne et haute pression, et de réseaux de ventilation, séparateurs de gouttes, caissons à charbon actif, ...

Service Après Vente, Maintenance et dépannage.

#### **4.6 Le marché (p. 46)**

Quelques dix ans après les alarmes du sommet de Rio sur l'état de la planète, un cercle vertueux semble s'être enclenché il y a plusieurs mois à Johannesburg, où mondes des affaires et de la politique se sont rejoints autour du même concept : le développement durable (voir plus haut) qui prend en compte à la fois les hommes et leur environnement.

Le marché mondial de l'environnement, évalué par les spécialistes, en centaines de milliards d'euros (360 au moins en 2000 – source Conseillers du Commerce Extérieurs), sera l'un des plus fabuleux du siècle. Sur ce marché, la France se montre à la fois forte et faible : Faible, car certains pays concurrents, Allemagne en tête, ont une pratique plus ancienne et plus vivante de l'écologie ; forte, grâce au savoir-faire de ses leader mondiaux que sont Veolia Environnement, Suez, etc., grâce aussi à la créativité, au dynamisme et à la réussite de PME comme Europe Environnement.

La part française des éco-activités mondiales s'élève à 8%, soit près de 29 milliards d'euros, du marché mondial (chiffres 2000 – source : CCE International). Les marchés des eaux usées et des déchets sont à égalité, 6,3 milliards d'euros chacun, quand la gestion des ressources en eau compte pour 8,6 milliards et la récupération pour 5,7 milliards. Les autres secteurs se partagent 2,1 milliards d'euros. Le marché de la collecte et du traitement des gaz corrosifs, nocifs ou odorants, fait figure de marché de niche, en comparaison des autres marchés de l'environnement. Ce marché se développe néanmoins rapidement, notamment sous les pressions réglementaires qui se mettent en place, en particulier en Europe, plus particulièrement dans les pays de l'Europe des 25.

#### **4.7 Les principaux concurrents (p. 47)**

Suivant les données du groupe, il existe une dizaine de concurrents dans le monde, 4 à peine pour la seule activité ventilateurs appliqués au domaine d'activité du groupe.

##### **4.7.1. En France**

La concurrence en France est représentée par quelques entreprises...

SOCREMATIC : activité reprise à FIVES LILLE par DEVAUZE VENCLIM, bureau d'étude et installations, Saint Ouen l'Aumône ; derniers chiffres d'affaires connus : 6,7 M€ en 2001, contre 7,2 M€ en 2000.

VENTACID : Wittenheim, activité reprise par la société FEVI International, fabricant de ventilateurs métalliques industriels ; Chiffre d'affaires 6 M€.

AIREPUR INDUSTRIES : Uffholtz, fusionnée avec les sociétés SIFAT et Sériapac ; Chiffre d'affaires 4 M€.

CERMAP : La Varenne ; Chiffre d'affaires 2 M€.

##### **4.7.2. À l'étranger**

La concurrence a été très rude depuis une dizaine d'années entre les leader allemand et suisse et sort très affaiblie de cette lutte...

HÜRNER : filiale du groupe allemand DEUTSCHE STEINZEUG CREMER BREUER AG, coté en bourse ; chiffre d'affaires consolidé : 500 M€ environ ; deux filiales spécialisées : HÜRNER FUNKEN, ventilateurs, et HÜRNER LUFTECHNIK, ensemblier ; 10 M€ de chiffre d'affaires.

COLASIT AG, entreprise d'origine suisse ; chiffre d'affaires : 15 M€ (sites de fabrication de Hollande et de Suisse).

On dénombre par ailleurs quelques concurrents en Italie et en Espagne, de taille beaucoup plus modeste et technologiquement beaucoup moins avancés que le groupe EUROPE ENVIRONNEMENT. On connaît également une entreprise du secteur au Japon et quelques unes aux États Unis, de tailles plus petite et technologiquement très en retrait par rapport au groupe EUROPE ENVIRONNEMENT.

#### **4.9 Recherche & Développement (R&D)**

Pour pouvoir répondre de la manière la plus efficace aux demandes du marché, en particulier pour permettre aux industriels d'être en conformité avec les nouvelles normes environnementales, EUROPE ENVIRONNEMENT a décidé, depuis sa création, de consacrer une part importante de ses dépenses à la R & D, en fixant comme objectif de fonctionnement de consacrer 5 % environ de son chiffre d'affaires à la R & D.

Les travaux de R & D du groupe se développent autour de deux axes, recherche appliquée et recherche développement, dans un sens commun qui est la mise au point de procédés nouveaux (bio lavage ...), de traitements innovants (en particulier des composés organiques volatils (COV) ou des oxydes d'azote (NOX)), de matériels nouveaux et performants (turbines, ventilateurs, etc.)...

Pour progresser dans ses recherches, le groupe collabore avec l'École des Mines d'Alès et a conclu une convention avec l'ADEME (Agence de l'Environnement et de la Maîtrise de l'Énergie).

#### **4.11 Brevets et marques**

Néant.



# Inscription au Marché Libre d'Euronext Paris

Le 26 septembre 2003

## Capital Social

1 000 000 € divisé en 1 000 000 actions de 1 € de nominal chacune

## Modalités d'inscription

Mise à disposition du public de 100.000 titres  
Soit 10% du capital et 5,26 % des droits de vote

## Procédure d'admission des titres

Offre à Prix Minimal à 6 € par action

Code ISIN FR0010019117

## Eléments d'appréciation du prix de l'offre (source EUROPE FINANCE ET INDUSTRIE SECURITIES)

K€	31/03/02 **	31/03/03 **	31/03/04 (p)	31/03/05 (p)
CA	9 148	9 136	10 929	12 446
RN	485 5,3%	44 0,5%	610 5,6%	820 6,6%
BNPA	0,48 €	0,04 €	0,61 €	0,82 €
P/E au prix d'offre	12,4x	NS	9,8x	7,3x
Dividende net (€)	0,09	0,09	0,09	0,18
Rendement global	2,28%	2,28%	2,25%	4,50%

\*\*comptes consolidés

EUROPE FINANCE ET INDUSTRIE  
N° 1 DE L'INTRODUCTION EN BOURSE



EUROPE FINANCE ET INDUSTRIE  
SECURITIES

Une notice légale d'Admission est publiée au BALO du 24 septembre 2003

## **Annexe 4 : Présentation des marchés de la Bourse de Paris (Euronext Paris)**

### **Le Premier Marché**

Ce marché s'adresse à des sociétés ayant un stade de maturité suffisant. Lors de l'introduction, au moins 25 % du capital devra être proposé au public. Bien qu'aucun chiffre n'ait été officiellement fixé, on considère que la capitalisation boursière doit être d'au moins 200 millions d'euros.

### **Le Second Marché**

Créé en 1983, le Second Marché regroupe des petites et moyennes entreprises qui ont besoin de nouveaux financements. Les conditions d'admission sont relativement souples. Seulement 10 % du capital doit être diffusé dans le public et l'historique de comptes n'est à fournir que sur deux ans.

### **Le Nouveau Marché**

Créé en février 1996 sur le principe du Nasdaq américain, le Nouveau Marché regroupe les jeunes entreprises innovantes (moins de trois exercices d'ancienneté) ayant besoin de capitaux propres pour alimenter leur forte croissance. Leur activité se situe essentiellement dans des domaines high-tech comme l'informatique, les biotechnologies ou Internet. Les conditions d'admission sur ce marché sont légères : disposer de fonds propres d'1,5 millions d'euros minimum, s'engager à diffuser dans le public au moins 100 000 titres (représentant au minimum 5 Millions d'euros) et être parrainé par une société introductrice. Cela sans obligation de présenter des comptes antérieurs.

### **Le Marché Libre OTC**

Ouvert en septembre 1996, le Marché Libre accueille les sociétés ne voulant ou ne pouvant pas être admises sur les marchés réglementés de la Bourse de Paris à cause de leur trop grande jeunesse ou de leur trop petite taille. Pour la société voulant y entrer, aucun capital minimal ni aucune communication financière n'est exigé.

## Annexe 5 : Extraits de l'étude financière de Europe Finance et Industrie Securities

### Comparaisons boursières (p. 11)

Le groupe EUROPE ENVIRONNEMENT n'est directement comparable à aucune autre valeur présente sur la cote française. Aucune entreprise cotée ne présente un tel positionnement et un tel savoir-faire dans le domaine de la dépollution de l'air. Nous avons cependant voulu établir une comparaison de la société avec des entreprises ayant une activité dans le domaine de l'environnement. Nous avons retenu SECHE ENVIRONNEMENT et GAUDRIOT.

Créé en 1981, SECHE ENVIRONNEMENT est spécialisé dans la valorisation, le traitement et le stockage des déchets ultimes, domestiques et industriels. Le groupe est organisé autour de la filière amont (tri, transfert et valorisation amont de tous types de déchets au sein de centres de tri – recyclage - valorisation et de centres de regroupement et de transfert), de la filière DID (traitement, valorisation énergétique ou matière, incinération et stockage de Déchets Industriels Dangereux (DID) et boues industrielles résidus d'incinération (REFIOM), scories), et de la filière DIB-OM (valorisation d'Ordures Ménagères (OM), valorisation de Déchets Industriels Banals (DIB)). Le Groupe exerce en outre une activité de transport des déchets, en accompagnement des activités de traitement et de stockage.

Créé en 1936, GAUDRIOT est une société de services et de conseil en environnement qui intervient sur trois marchés : l'eau, l'énergie et l'aménagement. GAUDRIOT propose des prestations d'étude et d'ingénierie, intervenant à tous les niveaux de la filière environnement, marché qui a représenté environ 2Mds d'Euros. GAUDRIOT occupe le premier rang des sociétés indépendantes sur le marché de l'analyse et la conception des projets d'investissements. La société intervient auprès des constructeurs en maîtrise d'oeuvre. Dans la phase d'exploitation, elle apporte un service dans l'étude de la maintenance et l'optimisation des ouvrages. Sur tous les sites susceptibles de stocker des matières polluantes, elle analyse les risques ou la nature des pollutions pour proposer des solutions de réhabilitation.

Sociétés	CA 2003 (p)	Marge d'exploitation		Marge Nette	
	M€	2003	2004	2003	2004
<b>SECHE ENVIRONNEMENT</b>	380,0	9,9%	11,0%	-0,9%	1,2%
<b>GAUDRIOT</b>	69,0	10,7%	11,2%	4,8%	5,3%
<b>Moyenne</b>		<b>10,3%</b>	<b>11,1%</b>	<b>2,0%</b>	<b>3,3%</b>
<b>EUROPE ENVIRONNEMENT</b>	<b>10,9</b>	<b>10,6%</b>	<b>12,8%</b>	<b>5,6%</b>	<b>6,6%</b>

Source : IDMIDCAPS

Nous avons appliqué deux ratios boursiers aux résultats de EUROPE ENVIRONNEMENT : VE/RE<sup>1</sup> et PER<sup>2</sup>. Les moyennes des ratios ont été décotées de 20% pour tenir compte du compartiment de marché et de la taille de la société (cours des actions au 08/09/03).

<sup>1</sup> VE/RE : Valeur économique / Résultat d'exploitation correspond sensiblement au ratio CPNE / RE.

<sup>2</sup> PER : Price Earning Ratio : Cours en bourse / résultat net.

Sociétés	Marché	Cours €	Capi. M€	VE/RE	
				2003	2004
SECHE ENVIRONNEMENT	SM	25,8	207,4	12,2	9,4
GAUDRIOT	SM	13,3	29,3	6,9	6,0
Moyennes				9,5	7,7
<b>Ratios décotés de 20% (1)</b>				7,6	6,2
Résultats d'expl. EUROPE ENV. (2)				1 157	1 596
Dettes nettes (3)				2 779	2 330
Valorisation induite (1x 2 - 3)				5 945	7 409
<b>Moyennes avec VE/RE (K€)</b>				<b>6 677</b>	

Sociétés	Marché	Cours €	Capi. M€	PER	
				2003	2004
SECHE ENVIRONNEMENT	SM	25,8	207,4	14,5	9,2
GAUDRIOT	SM	13,3	29,3	7,6	6,6
Moyennes				11,0	7,9
<b>Ratios décotés de 20% (4)</b>				8,8	6,3
Résultats Nets EUROPE ENV. (5)				610	820
Valorisation induite (4 x 5)				5 391	5 190
<b>Moyennes avec PER (K€)</b>				<b>5 291</b>	

#### Valorisation moyenne avec comparables boursiers : 5 984 K€

##### Actualisation des flux (p. 12)

Selon cette méthode, la valeur de l'entreprise est égale à la somme des flux futurs de trésorerie actualisés disponibles après financement de la croissance. Le business plan est fourni par EUROPE ENVIRONNEMENT, la période suivante est estimée par EUROPE FINANCE ET INDUSTRIE SECURITIES. Les hypothèses retenues sont les suivantes :

- La croissance du chiffre d'affaires ralentit progressivement jusqu'à 5% en fin de période.
- La marge d'exploitation est fixée à 12% à partir de 2005/2006.
- Après la période du business plan, les investissements sont fixés à 3%.
- La valeur de sortie étant sensible au taux de croissance à l'infini des cash flow, nous avons fait varier ce taux de 0,5% à 2,5%.

Calcul du taux d'actualisation		
OAT 10 ans	4,2%	
Prime de risque	15,0% Taux d'emprunt (OAT par défaut)	4,3%
β spécifique	1,0 Taux d'IS moyen	39%
<b>Coût du capital</b>	<b>19,2% Taux d'emprunt net</b>	<b>2,6%</b>
Fonds propres 2003/2004 (K€)	2 059 Dette financière 2003/2004 (K€)	2 880
<b>Coût du capital pondéré</b>	<b>8,0% Coût de la dette pondérée</b>	<b>1,5%</b>
<b>Coût moyen pondéré du capital</b>		<b>9,5%</b>

**Business Plan****Période intermédiaire normée**

K€	31/3/04	31/3/05	31/3/06	31/3/07	31/3/08	31/3/09	31/3/10	31/3/11	31/3/12
Chiffre d'affaires	10 929	12 446	14 064	15 611	17 172	18 546	19 844	21 035	22 086
Taux de croissance	20%	14%	13%	11%	10%	8%	7%	6%	5%
Résultat d'exploitation	1 157	1 596	1 800	1 873	2 061	2 226	2 381	2 524	2 650
Marge d'exploitation	10,6%	12,8%	12,8%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Taux d'IS	34%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%	39%
Impôts	-397	-629	-702	-731	-804	-868	-929	-984	-1 034
Amortissements d'exploitation	541	521	563	624	687	556	397	421	442
en % du CA	4,9%	4,2%	4,0%	4,0%	4,0%	3,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Cash Flow d'exploitation net	1 301	1 488	1 661	1 767	1 944	1 914	1 849	1 960	2 058
Investissements	270	530	422	468	515	556	595	631	442
en % du CA	2%	4,3%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	2,0%
Variation du BFR	-145	93	281	156	172	185	198	210	221
en % du CA	-1,3%	0,7%	2,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
Cash Flow d'expl. disponibles	1 176	865	957	1 143	1 257	1 172	1 056	1 119	1 396
Cash Flow libre actualisés	1 124	755	763	832	836	712	586	567	646

**Calcul de la valeur de sortie (K€)**

Taux de croissance des CF à l'infini	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
CF d'exploitation en année 2012p	1 403	1 410	1 417	1 424	1 431
Taux d'actualisation en dernière année	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%	9,5%
Valeur de sortie	15 607	16 609	17 736	19 013	20 473
Valeur de sortie actualisée	7 223	7 686	8 208	8 799	9 474

**Calcul de la valorisation**

Taux de croissance des CF à l'infini	0,5%	1,0%	1,5%	2,0%	2,5%
Somme des CF actualisés	6 821	6 821	6 821	6 821	6 821
Valeur de Sortie actualisée	7 223	7 686	8 208	8 799	9 474
Valeur d'entreprise	14 044	14 507	15 029	15 620	16 296
- Dettes nettes exercice en cours	2 880	2 880	2 880	2 880	2 880
Valeur	11 164	11 627	12 149	12 740	13 416
<b>Moyenne (K€)</b>	<b>12 219</b>				

**Conclusion (p. 13)**

Un objectif de valorisation de l'ordre de 9,1 M€, soit 9,1 € par action, est très envisageable.

	résultats : € / action	Capitalisation en K€
Comparaisons boursières	6,0	5 984
Discounted Cash Flow	12,2	12 219
<b>Objectif de valorisation</b>	<b>9,1</b>	<b>9 101</b>

Le prix d'offre de 6 € des titres EUROPE ENVIRONNEMENT laisse apparaître un potentiel de progression de l'ordre de 50%, ce qui semble très conservateur compte tenu des perspectives qui s'offrent au groupe dans une demande mondiale en très forte croissance. Au prix d'offre, le groupe capitalise 9,8x le bénéfice net de l'exercice en cours et 7,3x le bénéfice de l'exercice suivant.

## Annexe 6 : Conseil de Boursier.com sur l'introduction en bourse

### Introduction sur le Marché Libre de Europe Environnement

Une petite société valorisée 6 ME

24/09/2003 - 11h35

NOTRE AVIS : NEUTRE

**Marché porteur.** Europe Environnement est une jeune société qui évolue dans le domaine de la lutte contre la pollution de l'air. Ses principaux clients sont des groupes industriels comme Usinor, Dassault, Pechiney ou SoiTec. La société intervient à la fois dans l'ingénierie du diagnostic de traitement des gaz nocifs et dans la fabrication et l'installation des systèmes d'aspiration et des équipements d'épuration des effluents gazeux. Les 2/3 du chiffre d'affaires de la société proviennent de la technologie du lavage de gaz qui correspond à solubiliser un polluant gazeux dans un liquide. Plus de 80% des facturations sont réalisées en France.

**Forte croissance en vue.** La création de la filiale d'Euro-Plast a déséquilibré les comptes du dernier exercice qui se clôture au 31 mars de chaque année. Europe Environnement a investi plus de 2 Millions d'Euros, ce qui explique la baisse de rentabilité en 2002-2003. Sur l'exercice en cours, Europe Environnement table sur une croissance de 20% de son chiffre d'affaires à un peu moins de 11 ME, avec des marges rétablies aux niveaux historiques de la société, soit plus de 8% en exploitation et plus de 5% de marge nette.

**Le problème de l'endettement.** L'introduction sur le Marché Libre doit se faire dans le cadre d'une offre à prix minimal de 6 Euros portant sur 10% du capital (100.000 titres). Europe Environnement est valorisée 6 Millions d'Euros au prix proposé. Ces titres proviennent d'une cession des deux actionnaires fondateurs. Il est prévu de verser plus de 15% du résultat net sous forme de dividendes. La situation financière est assez lourde compte tenu des derniers investissements industriels consentis, l'endettement dépasse assez largement les fonds propres.

**Décote minimaliste.** Les ratios de valorisation, à 0,6 fois le CA et 10 fois les bénéfices de l'exercice en cours n'offrent pas de décote sur les comparables cotés sur des marchés réglementés comme Gaudriot. Le secteur d'activité de Europe Environnement qui est lié aux préoccupations environnementales et à l'intensification des réglementations en vigueur est sans conteste très porteur. Les sociétés opérant dans ce secteur ne sont pourtant pas valorisées généreusement en Bourse. Sur le Marché Libre, une société comme Europlasma par exemple a vu son cours de bourse perdre la moitié de sa valeur depuis son introduction il y a deux ans. Dans ces conditions, nous conseillons par prudence d'attendre la confirmation du redressement de la rentabilité d'Europe Environnement sur l'exercice 2003-2004 avant de s'y intéresser.

**Attendre les premières cotations**

Cours à la date du conseil : 6,00 €

©2003-2004 Boursier.com

## Annexe 7 : Résultat de l'offre à prix minimal

39 rue Cambon  
75001 PARIS

# MARCHE LIBRE



**Réf : ML/2003/0138**

**26 septembre 2003**

### EUROPE ENVIRONNEMENT

Première négociation des actions de la société sur le Marché Libre

Résultat de l'offre à prix minimal annoncée par la note ML/2003/0136 et ML/2003/0137 du 24 septembre 2003

#### 1. RESULTAT DE L'OFFRE A PRIX MINIMAL

La première négociation des actions EUROPE ENVIRONNEMENT s'est effectuée le 26 septembre 2003 selon la procédure d'offre à prix minimal.

EURONEXT PARIS SA a constaté que pour 100 000 actions offertes au prix d'offre minimal de 6,00 €, 35 411 titres au total étaient demandés de 6,00 € à 10 €.

EURONEXT PARIS SA a coté un cours de 6 €

A ce cours de 6€, 35 411 actions ont été servies et tous les ordres d'achat ont été répondus à concurrence de 100%.

#### 2. REGLEMENT / LIVRAISON

Dès ce jour 26 septembre 2003 la valeur est admise dans la filière bourse RELIT et les opérations de règlement livraison seront compensées et garanties.

#### 3. COTATION

La cotation des actions EUROPE ENVIRONNEMENT sera poursuivie le 29 septembre 2003 sur le système NSC, en Fixing, sur le groupe de valeur 10.

##### Dispositions particulières:

Le 29 septembre 2003, le cours de référence sera le prix de l'OPM, soit 6 €.

Le seuil de cotation est fixé à 20 % du cours de référence.

Dans l'hypothèse d'un déséquilibre du marché ne permettant pas de coter dans le seuil de 20 % de variation, EURONEXT PARIS SA informera les intervenants de marché du nouvel horaire de cotation et procédera à une nouvelle tentative de cotation en prenant comme cours de référence le niveau de la réservation auquel il sera appliqué une variation maximale supplémentaire de 20 %. Le cas échéant une nouvelle tentative sera de nouveau effectuée avec une variation maximale supplémentaire de 10%.

Dès lors qu'aucun cours n'aura pu être coté sur la valeur, les dispositions particulières ci-dessus mentionnées resteront applicables dès le jour de bourse suivant.

Après la cotation d'un cours, la cotation s'effectuera dès le jour de bourse suivant selon les marges de variation habituelles.

Code ISIN : FR0010019117

Mnémonique :MLENV

---

***Euronext met à la disposition des opérateurs sans engagement de sa part en termes de contenu ou d'exhaustivité, les informations portées à sa connaissance sur les opérations financières relatives aux valeurs négociées sur le marché libre***

---

# La lettre aux actionnaires

## 21

Janvier 2004

Donner au Groupe les moyens de son développement et devenir leader mondial ! C'est la stratégie adoptée pour les 10 ans à venir !

Global First 10



1<sup>er</sup> semestre  
2003 / 2004



### Récapitulatif

Exercices clos au :	31/3/03 (12 mois)	30/9/03 (6 mois)
Chiffre d'affaires (€)	9 135 598	5 333 606
Résultat d'exploitation	216 325	174 973
RE / CA	2,37%	3,28 %
Résultat courant	76 072	113 927
Résultat Net consolidé	43 960	66 663
RN / CA	0,48%	1,25%
Effectifs (personnes)	71	73
CA Export	1 554 142	1 066 169
Export/ CA Total	17,01%	19,99 %

### Points clés du 1<sup>er</sup> semestre :

- Progression importante du CA,
- Amélioration sensible du résultat net
- Forte progression du carnet de commandes +22 %

### Actions engagées au 2<sup>ème</sup> semestre :

- Equilibre des comptes de la filiale EUROP-PLAST
- Mise en place d'une gestion budgétaire avec contrôle de gestion par trimestre
- Mise en place d'une politique achat de groupe
- Organisation de la production en 2 x 8
- Progression de la part export
- Amélioration de la rentabilité

### Fiche signalétique

- Code ISIN : FR0010019117--MLENV
- Capitalisation boursière : 6 millions d'euros
- Secteur d'activité : Environnement et Services aux collectivités
- Marché : Marché Libre - OTC
- Place de cotation : Euronext Paris
- Mode de cotation : Fixing B
- Nombre de titres : 1 000 000

Madame, Monsieur, chers actionnaires,

Le premier semestre 2003 a été marqué par une forte progression de l'activité et des résultats de votre société. Le carnet de commande est en augmentation de 21,73 % par rapport au premier semestre 2002. Nous repartons sur un rythme de croissance important grâce à l'international et aux efforts d'innovation, de recherche et développement.

Le chiffre d'affaire du premier semestre est de 5.333 K€ soit 49 % de l'objectif annuel fixé (10.929 K€). Le Résultat Net (RN) du premier semestre est en progression : 66 K€ (rappel : RN des 12 mois d'exercice 2002 : 43 K€). L'amélioration des Soldes Intermédiaires de Gestion (SIG) est permanente et doit nous permettre d'atteindre l'objectif 2004/2005 ou nous attendons un résultat de l'ordre de 5 %. Les actions en cours sont de nature positives pour l'amélioration du volume et des marges. La politique intensive commerciale notamment à l'international développe significativement le Chiffre d'Affaires. Le fait d'aborder le marché mondial nous rend moins dépendant de l'Europe.

Les efforts constants des gouvernements et la politique de développement durable nous donnent de grands espoirs pour notre croissance. Les procédures mises en place en vue de la certification ISO améliorent notre performance pour permettre d'atteindre l'excellence.

EUROP-PLAST : lancée en 2002/2003 après des débuts difficiles, la filiale est sur la bonne voie. L'impact sur le groupe étant significatif au niveau des résultats, nous avons engagé plusieurs actions correctives afin d'équilibrer les comptes et de prendre l'envol par une participation active aux résultats du groupe. Modification du management par la nomination d'un nouveau gérant, mise en place d'un manager technique et reprise en main des achats par une politique de groupe. Les travaux administratifs étant aussi recentrés sur la holding. Toutes ces modifications sont de nature à optimiser les ratios actuels.

EUROPE-ENVIRONNEMENT : les premiers fruits d'une politique d'achat renforcée se font sentir ; il était important d'accentuer cette volonté pour compenser une éventuelle baisse des prix de vente du fait d'une compétition mondiale accrue. Cette politique globale d'amélioration des SIG est en permanence suivie par des tableaux de bord précis qui nous permettent de constater et de corriger les actions en cours.

Toutes ces actions lancées en septembre pour EUROPE-ENVIRONNEMENT et en décembre pour EUROP-PLAST, contribuent à la progression du RN ; son calcul mensuel est en constante amélioration. L'objectif 2004/2005 sera atteint sans difficulté, néanmoins pour l'exercice 2003/2004 nous n'aurons fait qu'une partie du chemin mais nous serons déjà à hauteur de 2,5% du CA pour atteindre 5% en 2004/2005.

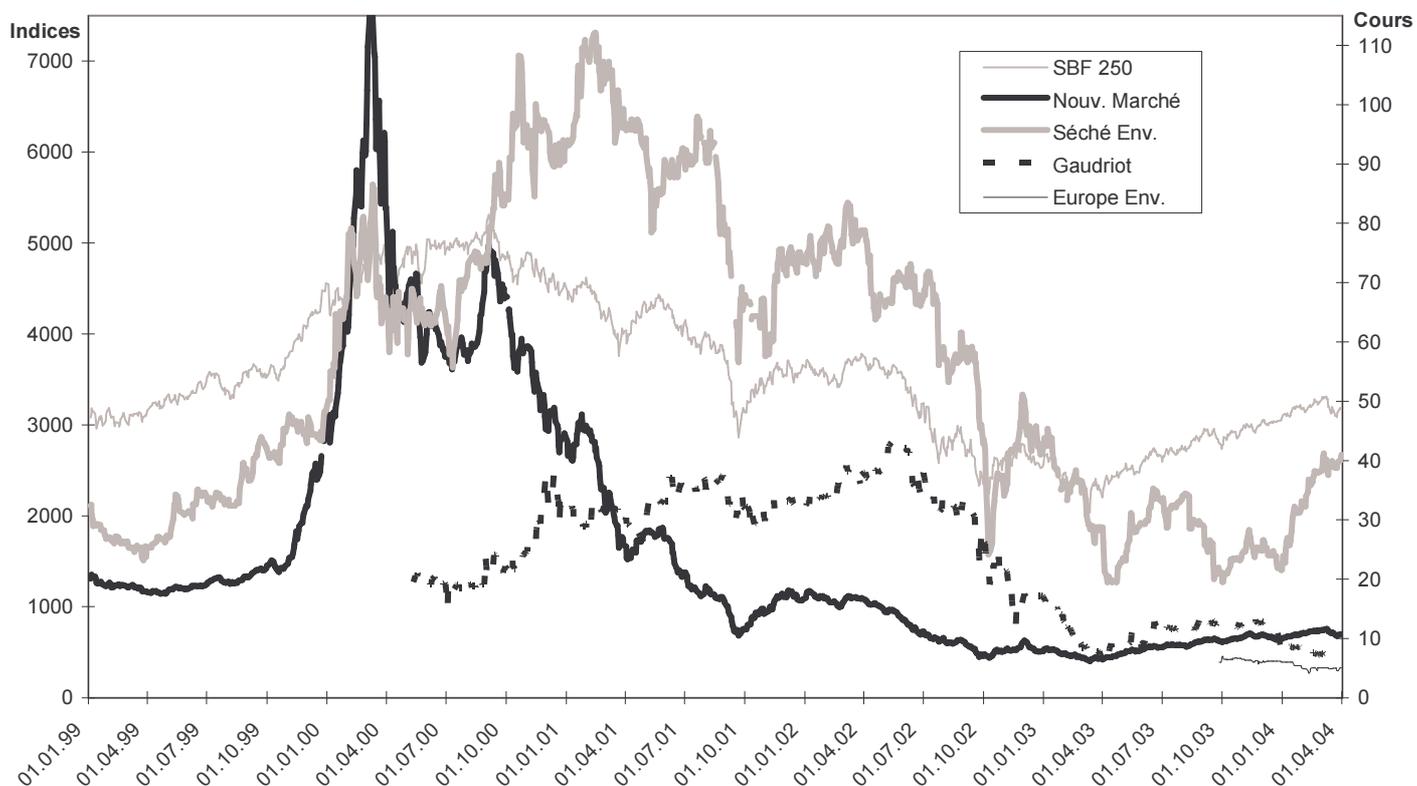
Vous pouvez compter sur nos équipes pour l'atteinte des objectifs fixés et vous permettre de participer à notre formidable aventure, de faire progresser notre titre et de vous compter parmi nous pour une politique durable, signe de stabilité et de croissance.

Jean-Claude Rebischung PDG



## Annexe 9 : Données boursières

### Évolution des cours du 01.01.1999 au 31.03.2004



	Séché	Gaudriot	Europe Env.
Bêta 01.01.1999 - 31.12.1999	+ 0,018		
Bêta 01.01.2000 - 31.12.2000	- 0,003	- 0,018	
Bêta 01.01.2001 - 31.12.2001	+ 0,029	- 0,001	
Bêta 01.01.2002 - 31.12.2002	+ 0,027	+ 0,014	
Bêta 01.01.2003 - 31.12.2003	- 0,008	+ 0,005	- 0,002
Bêta 01.01.2004 - 31.03.2004	+ 0,043	- 0,003	- 0,003
Bêta 01.01.1999 - 31.03.2004	+ 0,022	+ 0,005	- 0,004
Évolution de 09.2003 à 03.2004			
Cours au 26.09.2003	21,20 €	12,35 €	6,00 €
Cours au 31.03.2004	40,99 €	6,70 €	5,05 €
Plus Haut	41,18 €	14,18 €	6,99 €
Plus Bas	19,51 €	6,60 €	4,20 €
Cours moyen	29,21 €	9,99 €	5,75 €
Variation brute des cours	+ 93,35%	- 45,75%	- 15,83%
Rendement journalier moyen	+ 00,51%	- 00,47%	- 00,13%
Variation brute SBF 250		+ 13,69%	
Rendement journalier moyen		+ 00,10%	
Variation brute Nouv. Marché		+ 12,35%	
Rendement journalier moyen		+ 00,09%	

### Évolution des cours du 26.09.2003 au 31.03.2004

