

## **PROPOSITION DE CORRIGE DU CAS ASF**

### Première partie : **Analyse financière et structure de financement**

A l'aide des états financiers et des éléments d'information fournis ci-dessus :

#### 1. Vous procéderez à une analyse financière d'ASF sur la période 1999-2002<sup>e</sup>.

*Activité / Marge* : La croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires est de 5,4% sur la période. Elle s'explique davantage par un effet volume (cf informations page 6 de l'énoncé : augmentation du trafic + construction de nouveaux tronçons) que par un effet prix (idem). La diminution du rythme de croissance en 2001 est liée à un phénomène exogène (réforme du régime de TVA), alors que la croissance du trafic a été particulièrement forte.

La marge d'exploitation reste forte, même si elle subit en 2001 les conséquences de la réforme du régime de TVA (effet ciseau négatif liée à la baisse brutale [bien que modérée] des revenus). Sans cet élément, la marge n'aurait pas baissé dans ces proportions.

Il reste que les coûts semblent avoir été moins bien maîtrisés en 2001 (achats et autres charges externes et frais de personnel augmentent de 16%). Cause : augmentation des dépenses de réparation et d'entretien, mise en place des 35 heures.

La marge d'exploitation progresse à nouveau en 2002, ce qui laisse à penser que la baisse de 2001 était « conjoncturelle ».

La marge nette subit en 2001 la baisse du résultat d'exploitation, mais revient dès 2002 à son niveau de 2000, grâce à la baisse des frais financiers (liés à l'augmentation de capital) et à la baisse du taux d'imposition.

*Investissements* : Les investissements de la société représentent chaque année l'équivalent de 7 à 10% de son actif immobilisé net de début de période, et sont nettement supérieurs aux dotations aux amortissements. L'effort d'investissement semble avoir été particulièrement fort entre 1999 et 2002 (construction de plusieurs centaines de kilomètres supplémentaires d'autoroutes).

Le BFR de la société est fortement négatif : les clients paient comptant, stocks négligeables, alors que les fournisseurs (constructeurs d'autoroutes et Etat pour impôts et taxes) consentent un délai de règlement.

Au total, CA/AE reste constant à 0,2x, niveau faible représentatif du caractère fortement capitalistique de l'activité.

*Financement* : La société a financé son développement essentiellement par endettement. Résultat : ASF est fortement endetté (gearing 2001 = 420%). Cette dette est peu chère (en partie contractée auprès d'établissements semi publics adhoc), et peu risquée (l'Etat est actionnaire de référence, visibilité très forte de l'activité).

*Rentabilité / Valeur* : La société dégagne de fortes marges, mais ces marges élevées sont le fruit d'investissements très lourds  $\Rightarrow$  la rentabilité économique est relativement faible (un peu en-dessous du CMPC entre 1999 et 2002). Cependant l'effet de levier joue à plein (coût de la dette très bas, inférieur à la rentabilité économique), et la rentabilité des capitaux propres est supérieure au coût des capitaux propres.

## 2. Vous procéderez à une rapide analyse du risque opérationnel d'ASF.

Risque très faible : les principaux facteurs de risque cités page 5 de l'énoncé sont limités. Concession = exclusivité de l'exploitation du réseau, forte visibilité, même si l'activité de la société est très encadrée par les clauses du contrat de concession.

Risque du secteur : besoin de transport en croissance, liée à la conjoncture économique globale.

## 3. Commentez brièvement le plan d'affaires de la société, et portez un jugement sur les perspectives de croissance des résultats d'ASF.

Croissance modérée mais continue du chiffre d'affaires ; croissance de l'EBE et du Résultat d'Exploitation plus forte que celle du chiffre d'affaires ; forte croissance du résultat net liée aux variations du niveau d'endettement. La rentabilité économique progresse régulièrement.

Commentaire général : cela confirme que la société présente un risque opérationnel peu élevé. Croissance du chiffre d'affaires liée à la croissance du trafic et des tarifs, et levier pour améliorer le niveau de marge opérationnelle = maîtrise des coûts.

## Deuxième partie : Valeur

### **Nota Bene :**

- > Pour les besoins de l'analyse et des calculs, il a été considéré que les flux de trésorerie tombaient au 31 décembre de chaque année.
- > Les calculs d'actualisation ont été réalisés au 31 décembre 2002 (première année d'actualisation : 2003 ; dette nette considérée au 31 décembre 2002).
- > Il a par ailleurs été considéré que la valeur de marché de la dette était égale à son montant comptable.

### **1. Actualisation des flux de dividendes**

Calcul du coût des capitaux propres : Voir annexe 1

Actualisation des dividendes : Voir résultats annexe 2.

Cette méthode d'évaluation paraît particulièrement adaptée à ASF, qui dispose d'une concession jusqu'en 2037 : horizon fini d'évaluation, forte visibilité  $\Rightarrow$  flux prévisibles ; risque faible. La rémunération des actionnaires peu donc s'apparenter à celle d'un porteur d'obligation, et la valeur de l'action devient alors la valeur actuelle des flux revenant aux actionnaires jusqu'en 2037.

- > D'une façon générale (en oubliant ASF), quelles sont les limites de la méthode ?

Principal biais = hypothèse faite en matière de taux de distribution, qui impacte directement la valeur de l'action.

NB : Calcul de la valeur terminale : il a été fait l'hypothèse qu'en 2037, la société remboursait à ses actionnaires les capitaux propres, alors qu'elle leur rembourserait dans la réalité seulement le cash restant (déduction faite des frais de liquidation).

## 2. Actualisation des flux de trésorerie disponibles

Voir résultats annexe 3.

## 3. Multiples boursiers

Voir résultats annexe 4.

Toutes les sociétés, à l'exception d'Autostrade, sont de taille nettement inférieure à celle d'ASF.

*Taux d'intérêt* : équivalent pour les 5 sociétés, toutes cotées en Europe

*Risque* : Les betas de l'actif économique sont très proches. Toutes les sociétés sont nettement moins endettées qu'ASF (mais seul ASF a l'Etat comme actionnaires principal).

*Perspectives de croissance* : 3 groupes apparaissent :

- le premier est Acesa, qui croît très faiblement (la société affiche d'ores et déjà les marges les plus élevées de l'échantillon) ;
- le second est constitué d'Aurea, Autostrade et Brisa, qui affichent de fortes perspectives de croissance ;
- ASF, qui se situe dans une position intermédiaire, plus proche du second groupe cependant. La plus forte progression anticipée du résultat net pour ASF s'explique par son niveau d'endettement actuel supérieur.

⇒ **Niveaux de multiples** :

ASF affiche les multiples d'EBE les plus élevés. Ils sont notamment sensiblement supérieurs à ceux d'Autostrade, de taille plus importante mais qui croît légèrement moins vite. L'écart important entre multiples d'EBE et PER s'explique pour ASF par son fort niveau d'endettement.

ASF affiche également et logiquement les niveaux de PER les plus élevés, malgré un risque financier plus élevé.

Conclusion : rien, au niveau du risque ou des perspectives de croissance, ne justifie qu'ASF se négocie sur la base de multiples plus élevés que ses comparables. Explication : caractère spéculatif de la valeur (voir tableau d'actionariat et commentaire en-dessous), avec Vinci et Eiffage en embuscade).

## 4. Synthèse :

A l'aide des résultats obtenus grâce aux trois méthodes décrites ci-dessus, vous porterez un jugement global sur la valorisation d'ASF. Votre conclusion répondra aux questions suivantes :

- Sur la base du cours actuel, recommandez-vous de vendre, de conserver ou d'acheter des titres ASF ?

**Cours actuel = 28 euros**

DCF : 27,44 (= cours de bourse)

Dividendes : 28,2 (= cours de bourse)

Multiples : ASF se négocie plus cher que les comparables

Le cours semble valoriser justement les perspectives de croissance des résultats de la société. « Tout le potentiel est dans le cours ».

Par ailleurs, le cours intègre également une dimension spéculative, et donc une partie de la prime éventuelle qu'un acheteur serait prêt à payer.

Sur ces bases :

- Soit je vends car je pense que le cours a atteint un sommet, qu'il n'y a pas de potentiel de hausse car celui-ci est déjà intégré dans le cours.
- Soit je conserve en considérant ASF comme une valeur de rendement (à terme, car premiers dividendes attendus en 2003) ou en attendant l'OPA avec une prime plus forte.

## Annexe 1 : Calcul du Coût des Capitaux Propres

### Calcul du coût des capitaux propres d'ASF

Taux sans risque (OAT 10 ans)	5,217%
Beta de l'action	0,75
Prime de risque de marché	4,0%

**Coût des capitaux propres 8,2%**

*Pour information : calcul du Coût Moyen Pondéré du Capital*

	Pays	Beta des capitaux propres	Dette nette / Capitalisation boursière	Beta de l'actif économique
Acesa	Espagne	0,84	59,2%	0,62
Aurea	Espagne	0,90	56,7%	0,67
Autostrade	Italie	0,70	36,6%	0,57
Brisa	Portugal	0,68	52,4%	0,52
Moyenne				<b>0,60</b>

Le taux d'impôt sur les sociétés est de 40% en Espagne, Italie et Portugal

### Calcul du Coût Moyen Pondéré du Capital d'Autoroutes du Sud de la France

Beta sectoriel	0,60	
Structure financière cible :	40,00%	= dette nette / capitaux propres
	28,57%	= dette nette / (dette nette + capitaux propres)
Taux d'impôt	35,43%	
Beta des capitaux propres	0,75	
Taux sans risque (OAT 10 ans)	5,217%	
Prime de risque de marché	4,0%	
<u>Coût des capitaux propres</u>	<u>8,2%</u>	
<u>Coût de la dette avant impôt</u>	<u>5,9%</u>	
<b>Coût Moyen Pondéré du Capital</b>	<b>6,95%</b>	

NB :

- Remarque possible sur le choix d'un levier cible de 40% (trop faible comparé à structure actuelle ?) :
  - a) ASF, comme toute société industrielle, n'a pas vocation à rester structurellement endettée à 250%, et dégagera dans le futur des cash flows qui lui permettront de réduire sa dette (c'est le raisonnement normalement suivi par les banquiers). Ce n'est donc pas la structure actuelle qui importe, mais la structure cible.
  - b) Le CMPC reste constant quelque soit la structure financière, car il mesure l'exigence de rentabilité de l'ensemble des pourvoyeurs de fonds de la société, compte tenu du niveau de risque de l'actif économique. Or ce dernier est indépendant de son mode de financement.
- Dans le cas d'ASF, la méthode APV aurait sans doute été appropriée, afin de valoriser l'économie d'impôt liée à l'endettement.

## Annexe 2 : Actualisation des flux de dividendes

€M	2002e	2003e	2004e	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e
Résultat Net N-1	211	286	338	373	425	477	535	563	600	638	680
Taux de distribution	0%	40%	40%	40%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
<b>Dividende</b>	<b>0</b>	<b>115</b>	<b>135</b>	<b>149</b>	<b>255</b>	<b>286</b>	<b>321</b>	<b>338</b>	<b>360</b>	<b>383</b>	<b>408</b>
Année d'actualisation	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<b>Dividende actualisé</b>	<b>0</b>	<b>106</b>	<b>116</b>	<b>118</b>	<b>186</b>	<b>193</b>	<b>200</b>	<b>194</b>	<b>191</b>	<b>188</b>	<b>185</b>
Capitaux propres fin de période (*)	2 785	2 957	3 160	3 385	3 555	3 745	3 959	4 184	4 424	4 680	4 952

	2013e	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e
Résultat Net	707	735	765	795	827	860	895	931	959	987	1017
Taux de distribution	80%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
<b>Dividende</b>	<b>566</b>	<b>735</b>	<b>765</b>	<b>795</b>	<b>827</b>	<b>860</b>	<b>895</b>	<b>931</b>	<b>959</b>	<b>987</b>	<b>1017</b>
Année d'actualisation	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21
<b>Dividende actualisé</b>	<b>237</b>	<b>285</b>	<b>274</b>	<b>264</b>	<b>253</b>	<b>243</b>	<b>234</b>	<b>225</b>	<b>214</b>	<b>204</b>	<b>194</b>
Capitaux propres fin de période	5 093	5 093	5 093	5 093	5 093	5 093	5 093	5 093	5 093	5 093	5 093

	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e
Résultat Net	1047	1079	1111	1145	1179	1214	1251	1276	1301	1327	1354
Taux de distribution	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
<b>Dividende</b>	<b>1047</b>	<b>1079</b>	<b>1111</b>	<b>1145</b>	<b>1179</b>	<b>1214</b>	<b>1251</b>	<b>1276</b>	<b>1301</b>	<b>1327</b>	<b>1354</b>
Année d'actualisation	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32
<b>Dividende actualisé</b>	<b>185</b>	<b>176</b>	<b>167</b>	<b>159</b>	<b>151</b>	<b>144</b>	<b>137</b>	<b>129</b>	<b>122</b>	<b>115</b>	<b>108</b>
Capitaux propres fin de période	5 093	5 093	5 093	5 093	5 093	5 093	5 093	5 093	5 093	5 093	5 093

	2035e	2036e
Résultat Net	1 381	1 408
Taux de distribution	100%	100%
<b>Dividende</b>	<b>1 381</b>	<b>1 408</b>
Année d'actualisation	33	34
<b>Dividende actualisé</b>	<b>102</b>	<b>96</b>
Capitaux propres fin de période	5 093	5 093

(\*) Base de départ : Capitaux propres 2001 après augmentation de capital

Coût des capitaux propres 8,2%

Somme des dividendes actualisés	6 097
Valeur terminale	322

= Valeur actuelle des capitaux propres comptables en 2037

<b>Valeur des capitaux propres</b>	<b>6 419</b>
------------------------------------	--------------

Nombre d'actions 228

<b>Valeur de l'action</b>	<b>28,2</b>
---------------------------	-------------

### Hypothèses taux de croissance du résultat net

2002e-2008e : plan d'affaires

2008e-2012e : 6,5%

2012e-2020e : 4,0%

2030e-2036e : 3,0%

2020e-2030e : 2,0%

### Annexe 3 : Actualisation des flux de trésorerie disponibles

	2002e	2003e	2004e	2005e	2006e	2007e	2008e	2009e	2010e	2011e	2012e	2013e
Résultat d'exploitation	849	917	970	1 069	1 147	1 240	1 284					
- Impôt normatif	-301	-325	-344	-379	-406	-439	-455					
+ Dotations aux Amortissements	406	432	478	494	513	510	553					
- Variation du BFR	40	22	-186	2	-32	-40	-45					
- Investissements	-769	-777	-708	-646	-728	-801	-660					
<b>Flux de trésorerie</b>	<b>225</b>	<b>269</b>	<b>211</b>	<b>540</b>	<b>494</b>	<b>471</b>	<b>676</b>	<b>750</b>	<b>801</b>	<b>900</b>	<b>1000</b>	<b>1100</b>
Année d'actualisation	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
<b>Coût Moyen Pondéré du Capital</b>	<b>6,95%</b>											
Coefficient d'actualisation	0,00	0,93	0,87	0,82	0,76	0,71	0,67	0,62	0,58	0,55	0,51	0,48
<b>Flux actualisés</b>	<b>0</b>	<b>252</b>	<b>184</b>	<b>441</b>	<b>378</b>	<b>336</b>	<b>452</b>	<b>468</b>	<b>468</b>	<b>491</b>	<b>511</b>	<b>525</b>

	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Flux de trésorerie</b>	<b>1200</b>	<b>1300</b>	<b>1350</b>	<b>1400</b>	<b>1450</b>	<b>1500</b>	<b>1650</b>	<b>1850</b>	<b>1900</b>	<b>2191</b>	<b>2258</b>	<b>2315</b>
Année d'actualisation	12	13	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23
Coefficient d'actualisation	0,45	0,42	0,39	0,36	0,34	0,32	0,30	0,28	0,26	0,24	0,23	0,21
<b>Flux actualisés</b>	<b>536</b>	<b>542</b>	<b>527</b>	<b>511</b>	<b>495</b>	<b>478</b>	<b>492</b>	<b>516</b>	<b>495</b>	<b>534</b>	<b>515</b>	<b>493</b>

	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e	2036e	2037e
<b>Flux de trésorerie</b>	<b>1962</b>	<b>2090</b>	<b>2160</b>	<b>2395</b>	<b>2491</b>	<b>2515</b>	<b>2515</b>	<b>2000</b>	<b>1500</b>	<b>1000</b>	<b>500</b>	<b>0</b>
Année d'actualisation	24	25	26	27	28	29	30	31	32	33	34	35
Coefficient d'actualisation	0,20	0,19	0,17	0,16	0,15	0,14	0,13	0,12	0,12	0,11	0,102	0,10
<b>Flux actualisés</b>	<b>391</b>	<b>389</b>	<b>376</b>	<b>390</b>	<b>379</b>	<b>358</b>	<b>335</b>	<b>249</b>	<b>174</b>	<b>109</b>	<b>51</b>	<b>0</b>

Somme des flux actualisés 2003e-2037e 13 841

**Valeur d'entreprise 13 841**

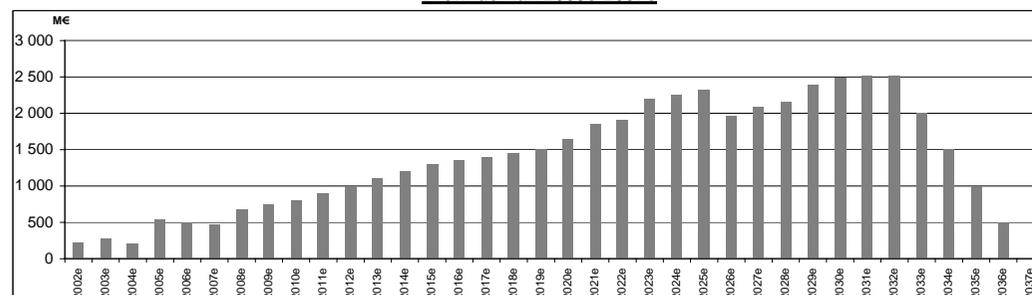
- Dette nette au 31/12/02e -7 584

**Valeur des capitaux propres 6 256**

Nombre d'actions 228,0

**Valeur de l'action 27,44**

Profil de flux 2009e-2037e



## Annexe 4 : Multiples boursiers

	<b>Acesa</b>	<b>Aurea</b>	<b>Autostrade</b>	<b>Brisa</b>	<b>Autoroutes du Sud de la France</b>
Cours de bourse	11,12	23,82	8,55	5,21	28
Capitalisation boursière	2 158	1 602	9 116	2 588	6 384
Dette nette	1277	908	3338	1355	7584
Valeur d'entreprise	3 435	2 510	12 454	3 943	13 969
<b>Chiffres d'affaires</b>					
2001	682	360	2127	477	1930
2002e	701	415	2282	538	2087
2003e	710	440	2454	590	2215
2004e	724	480	2583	643	2352
<b>EBE</b>					
2001	522	273	1262	357	1151
2002e	522	315	1406	406	1256
2003e	522	339	1580	453	1349
2004e	522	374	1730	502	1448
<b>Résultat net</b>					
2001	210	101	506	134	211
2002e	220	125	603	161	286
2003e	225	136	701	191	338
2004e	230	154	772	220	373
<b>Valeur d'entreprise / EBE</b>					
2001	6,6 x	9,2 x	9,9 x	11,0 x	12,1 x
2002e	6,6 x	8,0 x	8,9 x	9,7 x	11,1 x
2003e	6,6 x	7,4 x	7,9 x	8,7 x	10,4 x
2004e	6,6 x	6,7 x	7,2 x	7,9 x	9,6 x
<b>Capitalisation boursière / Résultat Net</b>					
2001	10,3 x	15,9 x	18,0 x	19,4 x	30,2 x
2002e	9,8 x	12,9 x	15,1 x	16,0 x	22,3 x
2003e	9,6 x	11,7 x	13,0 x	13,5 x	18,9 x
2004e	9,4 x	10,4 x	11,8 x	11,8 x	17,1 x
<b>Croissance annuelle moyenne 2001-2004e</b>					
EBE	0,0%	11,1%	11,1%	12,1%	8,0%
Résultat Net	3,1%	15,0%	15,1%	18,1%	20,9%
<b>Taux de marge EBE</b>					
2001	76,5%	75,8%	59,3%	74,8%	59,6%
2002e	74,5%	76,0%	61,6%	75,5%	60,1%
2003e	73,5%	77,0%	64,4%	76,8%	60,9%
2004e	72,1%	78,0%	67,0%	78,1%	61,6%
<b>Risque</b>					
Dette nette / capitalisation boursière	59,2%	56,7%	36,6%	52,4%	118,8%
Beta de l'actif économique	0,62	0,67	0,57	0,52	0,60