



# Cas Evaluation EPC

Ce cas traite d'une société cotée en bourse et s'appuie intégralement sur de l'information publique. Pour le traiter, il n'est pas besoin de faire appel à d'autres informations que celles contenues dans ce document.

## **Table des annexes**

Annexe 1 : Etats financiers de EPC

Annexe 2 : Analyse financière de EPC

Annexe 3 : Actionnariat de EPC

Annexe 4 : Evolution du cours de Bourse de EPC depuis 2007

Annexe 5 : Quelques éléments sur le traitement des co-entreprises mises en équivalence

Annexe 6 : Projections financières de EPC

Annexe 7 : Données financières de groupes cotés actifs dans le secteur des explosifs

## Compte de résultat

(Clôture des comptes le 31 décembre de chaque exercice)

En milliers d'euros	2012	2013	2014	2015	2016
Chiffre d'affaires	297 189	309 595	313 165	304 534	310 012
+ Production immobilisée	1 555	1 214	251	592	51
+ Variation des stocks de produits finis	672	(291)	(1)	(428)	(136)
<b>= Production</b>	<b>299 416</b>	<b>310 518</b>	<b>313 415</b>	<b>304 698</b>	<b>309 927</b>
- Consommation de matières	139 806	148 796	151 385	143 318	133 926
- Charges externes	71 973	74 964	71 072	71 235	78 116
<b>= Valeur ajoutée</b>	<b>87 637</b>	<b>86 758</b>	<b>90 958</b>	<b>90 145</b>	<b>97 885</b>
- Charges de personnel	69 080	68 770	69 029	70 416	71 476
- Impôts et taxes ( y compris la CVAE)	4 142	4 371	4 241	4 039	4 395
+/- Autres produits/ charges	5 435	3 889	(2 053)	1 031	1 330
<b>= Excédent brut d'exploitation</b>	<b>19 850</b>	<b>17 506</b>	<b>15 635</b>	<b>16 721</b>	<b>23 344</b>
- Dotations aux amortissements	11 439	10 852	9 979	9 539	10 421
<b>= Résultat d'exploitation</b>	<b>8 411</b>	<b>6 654</b>	<b>5 656</b>	<b>7 182</b>	<b>12 923</b>
- Coût de l'endettement net	3 480	3 825	3 203	2 803	2 741
+ Autres éléments financiers	(1 515)	(1 021)	(108)	(926)	(2 586)
+ Eléments non récurrents	(1 410)	(1 558)	(843)	146	(174)
<b>= Résultat avant impôt</b>	<b>2 006</b>	<b>250</b>	<b>1 502</b>	<b>3 599</b>	<b>7 422</b>
- Impôt sur les bénéfices exigible	2 727	2 222	1 454	1 366	2 300
- Impôt sur les bénéfices différé	1 431	545	449	617	
+ Part des sociétés mises en équivalence	1 847	1 420	2 674	4 140	5 236
+ Résultat des activités abandonnées	(1 932)	(1 523)	53	-	
<b>= Résultat net</b>	<b>(2 237)</b>	<b>(2 620)</b>	<b>2 326</b>	<b>5 756</b>	<b>10 358</b>
- Intérêts minoritaires	210	160	28	1	113
<b>= Résultat net part du groupe</b>	<b>(2 447)</b>	<b>(2 780)</b>	<b>2 298</b>	<b>5 755</b>	<b>10 245</b>

En % du chiffre d'affaires	2012	2013	2014	2015	2016
Chiffre d'affaires	99,3%	99,7%	99,9%	99,9%	100,0%
+ Production immobilisée	0,5%	0,4%	0,1%	0,2%	0,0%
+ Variation des stocks de produits finis	0,2%	-0,1%	0,0%	-0,1%	0,0%
<b>= Production</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>
- Consommation de matières	46,7%	47,9%	48,3%	47,0%	43,2%
- Charges externes	24,0%	24,1%	22,7%	23,4%	25,2%
<b>= Valeur ajoutée</b>	<b>29,3%</b>	<b>27,9%</b>	<b>29,0%</b>	<b>29,6%</b>	<b>31,6%</b>
- Charges de personnel	23,1%	22,1%	22,0%	23,1%	23,1%
- Impôts et taxes ( y compris la CVAE)	1,4%	1,4%	1,4%	1,3%	1,4%
+/- Autres produits/ charges	1,8%	1,3%	-0,7%	0,3%	0,4%
<b>= Excédent brut d'exploitation</b>	<b>6,6%</b>	<b>5,6%</b>	<b>5,0%</b>	<b>5,5%</b>	<b>7,5%</b>
- Dotations aux amortissements	3,8%	3,5%	3,2%	3,1%	3,4%
<b>= Résultat d'exploitation</b>	<b>2,8%</b>	<b>2,1%</b>	<b>1,8%</b>	<b>2,4%</b>	<b>4,2%</b>
- Coût de l'endettement net	1,2%	1,2%	1,0%	0,9%	0,9%
+ Autres éléments financiers	-0,5%	-0,3%	0,0%	-0,3%	-0,8%
+ Eléments non récurrents	-0,5%	-0,5%	-0,3%	0,0%	-0,1%
<b>= Résultat avant impôt</b>	<b>0,7%</b>	<b>0,1%</b>	<b>0,5%</b>	<b>1,2%</b>	<b>2,4%</b>
- Impôt sur les bénéfices exigible	0,9%	0,7%	0,5%	0,4%	0,7%
- Impôt sur les bénéfices différé	0,5%	0,2%	0,1%	0,2%	0,0%
+ Part des sociétés mises en équivalence	0,6%	0,5%	0,9%	1,4%	1,7%
+ Résultat des activités abandonnées	-0,6%	-0,5%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>= Résultat net</b>	<b>-0,7%</b>	<b>-0,8%</b>	<b>0,7%</b>	<b>1,9%</b>	<b>3,3%</b>
- Intérêts minoritaires	0,1%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>= Résultat net part du groupe</b>	<b>-0,8%</b>	<b>-0,9%</b>	<b>0,7%</b>	<b>1,9%</b>	<b>3,3%</b>

**Tableau des flux de trésorerie**

En milliers d'euros	2012	2013	2014	2015	2016
Résultat net	(2 237)	(2 620)	2 326	5 756	10 358
+ Dotation aux amortissements	11 439	10 852	9 979	9 539	10 421
- Résultat mis en équivalence	(1 847)	(1 420)	(2 674)	(4 140)	(5 236)
+ Dividendes reçus de sociétés mises en équivalence	1 688	1 899	2 890	3 028	4 372
+ Charges et produits sans incidence sur la trésorerie	(9 704)	(5 698)	(4 562)	(17)	(2 313)
<b>= Capacité d'autofinancement</b>	<b>(661)</b>	<b>3 013</b>	<b>7 959</b>	<b>14 166</b>	<b>17 602</b>
- Variation du besoin en fonds de roulement	(2 539)	(577)	(6 499)	2 088	6 230
<b>= Flux d'exploitation (1)</b>	<b>1 878</b>	<b>3 590</b>	<b>14 458</b>	<b>12 078</b>	<b>11 372</b>
- Investissements industriels nets	14 909	7 562	6 757	9 266	8 921
+ Produits nets des cessions	2 046	1 521	1 151	1 126	2 066
+ Variation des prêts et avances		2 858	(1 993)	646	922
+ Variations de périmètre et de %	-	11 568	(2 669)	(606)	(8 836)
<b>= Flux d'investissement (2)</b>	<b>(12 863)</b>	<b>2 669</b>	<b>(6 282)</b>	<b>(9 392)</b>	<b>(16 613)</b>
<b>Flux de trésorerie disponible après charges financières (1)+(2)</b>	<b>(10 985)</b>	<b>6 259</b>	<b>8 176</b>	<b>2 686</b>	<b>(5 241)</b>
+ Augmentation (réduction) de capital	-	-	-	-	-
- Dividendes	550	595	661	983	1 510
<b>= Réduction (augmentation) de l'endettement net</b>	<b>(11 535)</b>	<b>5 664</b>	<b>7 515</b>	<b>1 703</b>	<b>(6 751)</b>

**Bilan**

En milliers d'euros	2012	2013	2014	2015	2016
Immobilisations incorporelles (goodwill)	31 698	30 552	26 594	27 351	30 422
Immobilisations incorporelles (autres)	787	699	777	1 373	1 718
+ Immobilisations corporelles	91 356	82 119	70 538	72 259	75 427
+ Immobilisations financières	4 314	5 665	6 644	6 434	6 278
+ Sociétés mise en équivalence	4 328	3 734	18 922	21 028	21 883
<b>= Actifs immobilisés (1)</b>	<b>132 483</b>	<b>122 769</b>	<b>123 475</b>	<b>128 445</b>	<b>135 728</b>
Stocks	30 616	28 483	28 050	25 368	29 178
+ Clients	86 114	86 999	84 000	87 616	93 169
+ Autres actifs d'exploitation	12 753	13 372	17 046	17 371	18 457
- Fournisseurs	55 925	54 173	56 980	57 455	59 080
- Autres dettes d'exploitation	27 886	28 301	31 523	31 123	33 360
<b>= Besoin en fonds de roulement (2)</b>	<b>45 672</b>	<b>46 380</b>	<b>40 593</b>	<b>41 777</b>	<b>48 364</b>
Actifs hors exploitation	-	-	-	-	-
- Passifs hors exploitation (provisions non courantes)	6 044	7 329	8 041	7 137	7 494
<b>= BFR hors exploitation (3)</b>	<b>(6 044)</b>	<b>(7 329)</b>	<b>(8 041)</b>	<b>(7 137)</b>	<b>(7 494)</b>
<b>Actif économique = (1)+(2)+(3)</b>	<b>172 111</b>	<b>161 820</b>	<b>156 027</b>	<b>163 085</b>	<b>176 598</b>
Capitaux propres part du groupe	95 813	89 947	92 497	100 462	101 525
+ Intérêts minoritaires	2 197	2 093	768	662	328
- Impôts différés actifs	10 062	9 067	8 566	8 009	10 039
+ Impôts différés passifs	1 390	1 738	1 734	2 079	1 833
<b>= Capitaux propres (3)</b>	<b>89 338</b>	<b>84 711</b>	<b>86 433</b>	<b>95 194</b>	<b>93 647</b>
Dettes financières LT	21 688	24 807	36 036	31 402	38 705
+ Valeur actuelle des engagements de retraite	58 693	59 463	62 644	62 101	66 939
- Valeur des actifs de retraite	43 617	43 815	46 351	46 345	45 326
+ Provisions dépollution	15 078	12 611	11 879	11 783	13 735
+ Dettes financières CT	49 911	44 275	19 622	20 507	22 965
- Trésorerie et équivalents de trésorerie	18 980	20 232	14 236	11 557	14 067
<b>= Endettement bancaire et financier net (4)</b>	<b>82 773</b>	<b>77 109</b>	<b>69 594</b>	<b>67 891</b>	<b>82 951</b>
<b>Capitaux investis = (3)+(4)</b>	<b>172 111</b>	<b>161 820</b>	<b>156 027</b>	<b>163 085</b>	<b>176 598</b>

## Annexe 2 : Analyse financière de EPC

EPC est un groupe actif dans des secteurs à maturité (explosifs, démolitions, chimie de spécialité), et qui, au delà d'une faible croissance apparente de son chiffre d'affaires (1% par an en moyenne depuis 2012), connaît une mutation avec l'arrivée d'un nouveau dirigeant : ventes des filiales de l'Europe de l'Est sans position stratégique forte, implantation dans de nouveaux territoires (Côte d'Ivoire, Pérou, Canada).

Parallèlement, les pays traditionnels de EPC (France, Italie, Espagne, Irlande) sont restructurés pour redresser les résultats qui étaient devenus très faibles en 2014 : 1,8 % pour la marge d'exploitation. En deux ans, cette marge gagne 2,4 points à 4,2 % grâce à une amélioration parallèle de la valeur ajoutée qui peut s'expliquer par une amélioration des services rendus aux clients et des processus de fabrication / logistique, par l'arrêt d'activités déficitaires (activités abandonnées au compte de résultat) et la cession des filiales les moins profitables. Par ailleurs, on ne peut pas exclure que le contexte depuis 2014 de baisse des prix des matières premières et d'amélioration de la conjoncture économique aient aidé EPC.

Le gros des frais de restructuration et de cessions de filiales s'achève en 2014 et ne pèse plus sur les résultats qu'ils obéraient auparavant à hauteur de 1 % du chiffre d'affaires annuel. On notera l'importance inhabituelle des résultats des sociétés mises en équivalence due aux filiales détenues conjointement (Irlande, USA) et minoritairement qui représentent, en 2016, 70 % du résultat avant impôt.

Sans surprise du fait de la faible croissance de EPC, les investissements industriels (39 M€, nets des cessions) sont inférieurs aux dotations aux amortissements (52 M€), si bien que les immobilisations corporelles nettes ne représentent plus que 36 % des immobilisations brutes en 2016 (contre 40 % en 2012), ce qui n'est pas encore inquiétant dans un secteur industriel de la « vieille économie ».

Le BFR représente moins de 30 % de l'actif économique et est stable autour de 45 jours de chiffre d'affaires, ce qui montre sa bonne gestion. Cette stabilité se retrouve au niveau des trois composantes du BFR, et si le niveau des délais clients est bien élevé autour de 85 jours, il en est de même pour le créancier fournisseurs à 80 jours, ce qui ne montre pas de position de faiblesse de EPC.

De 2012 à 2016, le cumul des flux de trésorerie d'exploitation (43 M€) a complètement financé les investissements nets des cessions (39 M€), dégagant un excédent (4 M€) qui a servi à financer le dividende payé aux actionnaires (4 M€, soit 30 % du résultat net de la période). Ainsi l'endettement net est-il resté stable à environ 80 M€. Sa composition montre une part diminuante des dettes à court terme nette des disponibilités, de 37 % du total à 11 %, ce qui réduit d'autant le risque de liquidité de EPC.

Hors les engagements de retraite et de dépollution, qui sont des engagements à très long terme, le niveau d'endettement de 2016, à 2,0 fois l'EBE 2016 est raisonnable, d'autant qu'il vient de 2,7 en 2012. L'amélioration des marges vue plus haut explique entièrement cette évolution. Compte tenu des engagements de retraites et de dépollution, le ratio dettes nettes / EBE est plus fort à 3,6 et intègre un portefeuille composé à 54 % en actions en couverture des engagements de retraite, ce qui lui donne naturellement une certaine volatilité.

Compte tenu de l'importance des sociétés mises en équivalence dans les résultats de EPC, la rentabilité économique ne peut être mesurée que sans ces filiales. Elle est certes en amélioration, passant de 3,5 % en 2012 à 5,8 % en 2016, mais demeure probablement inférieure au coût du capital du groupe. La rentabilité de ces filiales est, quant à elle, tout à fait excellente à 24 % en 2016. La rentabilité des capitaux propres du groupe, qui bénéficie de l'effet de levier et de la contribution des

filiales mises en équivalence, se monte à 10 % en 2016, ce qui doit la rapprocher du coût des capitaux propres du groupe.

En conclusion, l'amélioration des résultats de EPC suite au changement de dirigeant en 2014 et l'amélioration générale de la conjoncture, mettent le groupe dans une meilleure position et un niveau de risque amoindri pour ses prêteurs. Il reste cependant encore du chemin à parcourir au niveau des activités contrôlées pour que celles-ci dégagent une rentabilité économique normale et que EPC cesse de détruire de la valeur.

### Annexe 3 : Actionnariat de EPC

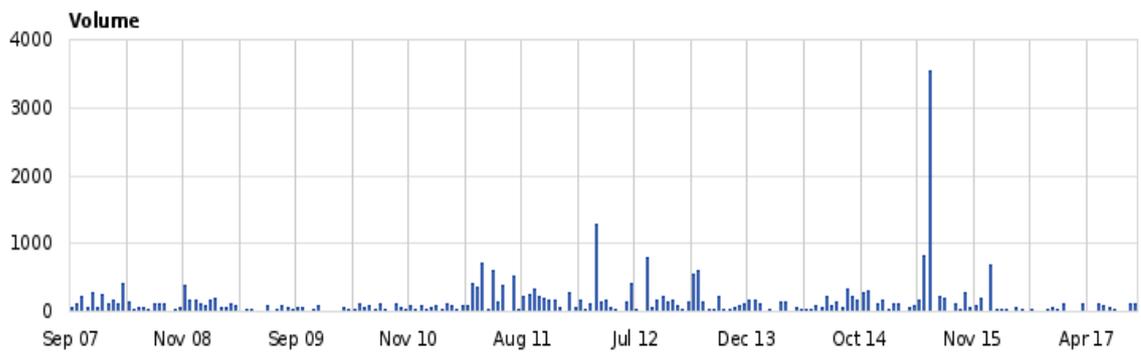
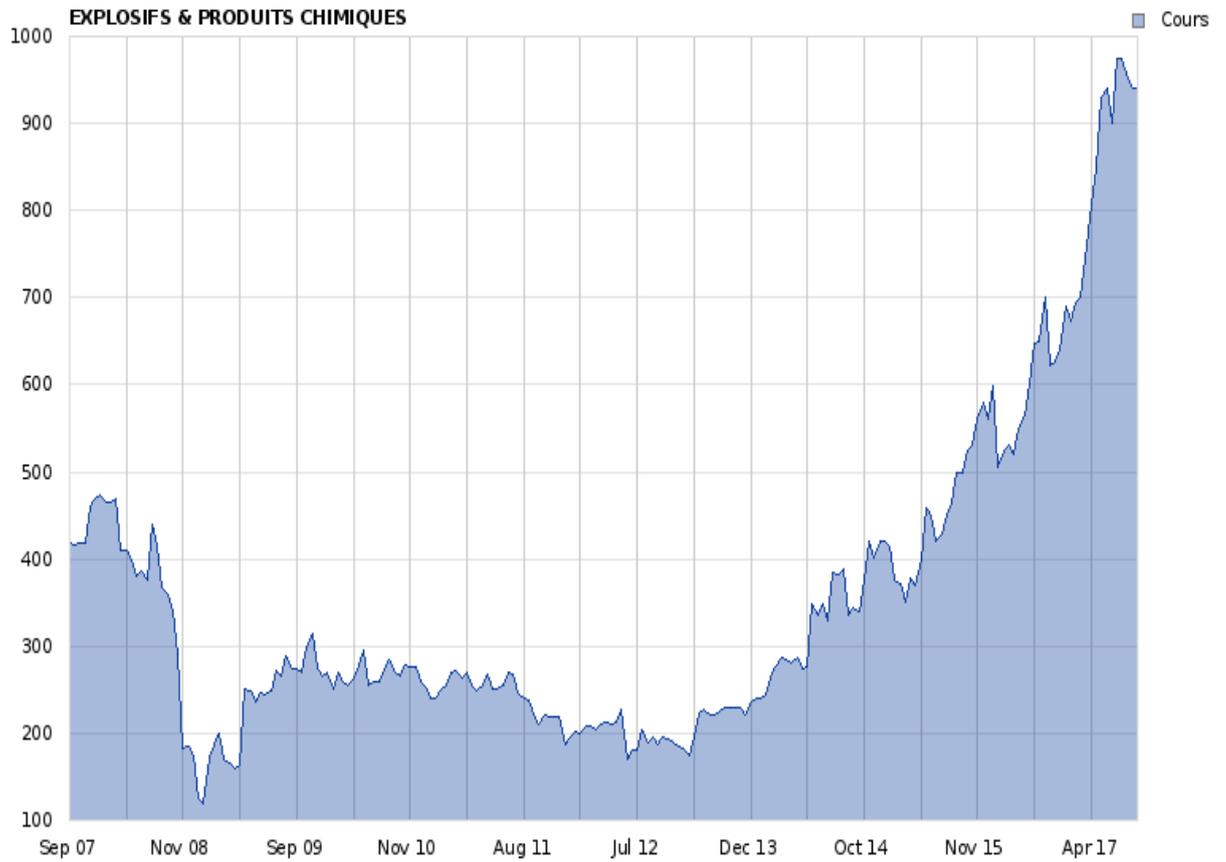
Famille fondatrice :	67,46 %, via une société holding
Candel & Partners :	10,55 %
Flottant :	12,43 %
Autodétention :	9,56 % (16 102 actions ordinaires)
<b>Total :</b>	<b>100 %</b>

Les capitaux propres de EPC sont formés de deux titres :

- 168 400 actions ordinaires,

- et 29 473 parts de fondateur correspondant à des actions sans droit de vote mais qui, dans le cas de EPC, donnent droit au quart du dividende total versé et donneraient lieu à paiement du quart du boni de liquidation en cas de liquidation de EPC (le boni de liquidation correspond à ce qu'il resterait de la vente des actifs, en cas d'arrêt de l'activité décidé ou subi, après paiement de la totalité des dettes).

## Annexe 4 : Evolution du cours de bourse de EPC depuis 2007



## Annexe 5 : Quelques éléments sur le traitement des co-entreprises mises en équivalence

Un certain nombre de filiales de EPC correspondent à ces co-entreprises (*joint-ventures*), avec un partenaire local, dans lesquelles EPC détient 40 % du capital (Arabie Saoudite) ou 50 % (Irlande, Etats-Unis, Guinée). Comptablement en normes IFRS, ces co-entreprises sont comptabilisées comme des sociétés mises en équivalence. Elles ne contribuent au compte de résultat du groupe EPC qu'à hauteur de la part de EPC dans leurs résultats nets ; et au bilan consolidé de EPC qu'à hauteur de leurs capitaux propres puisque qu'au bilan consolidé le prix de revient comptable de ces actions est remplacé par la quote part de EPC dans les capitaux propres de ces filiales.

Comme il se trouve que ces filiales contribuent très significativement aux résultats de EPC, la moitié du résultat net du groupe en 2016, et qu'elles ont une rentabilité bien meilleure que celle des autres parties du groupe (cf. la partie analyse financière), il est nécessaire de se pencher sur le sujet en détail.

Nous sommes aidés par le fait que EPC publie dans les notes à ses comptes annuels, les comptes agrégés de ces sociétés qui peuvent ainsi se résumer pour leur bilan 2016 :

Immobilisations	49,7 M€	Capitaux propres	50,0 M€
BFR	22,1 M€	Endettement bancaire et financier net	21,8 M€
Total	71,8 M€	Total	71,8 M€

Comme en moyenne, EPC détient 44 % de ces sociétés, on peut dire que la part de EPC dans ces sociétés correspond à 44 % des chiffres du bilan simplifié de ces filiales, à savoir donc :

Immobilisations	21,9 M€	Capitaux propres	22,0 M€
BFR	9,7 M€	Endettement bancaire et financier net	9,6 M€
Total	31,6 M€	Total	31,6 M€

Vous remarquez que la part de EPC dans les capitaux propres de ces filiales de 22 M€ correspond au montant des titres mis en équivalence dans le bilan consolidé de EPC de l'annexe 1, ce qui est logique.

Dans l'endettement bancaire et financier net de 9,6 M€, se trouvent 6,3 M€ de prêts de EPC à ces filiales, que l'on retrouve à l'actif immobilisé du bilan consolidé de EPC (annexe 1), qui n'ont pas été éliminés en consolidation pour produire le bilan consolidé de EPC puisqu'ayant trait à des filiales non consolidées globalement, mais simplement mises en équivalence. Il ne faudra pas oublier de réfléchir à ce que vous ferez de ces 6,3 M€ dans le passage de la valeur de l'actif économique à la valeur des capitaux propres.

Le résultat d'exploitation 2016 des co-entreprises mises en équivalence est de 15,3 M€. La part de EPC est de  $15,3 \text{ M€} \times 44 \% = 6,3 \text{ M€}$ . Le résultat d'exploitation en part proportionnelle du groupe est donc de  $12,9 \text{ (cf. annexe 1)} + 6,3 = 19,3 \text{ M€}$

Dans l'annexe qui suit et qui présente les projections financières de EPC, le résultat d'exploitation, les dotations aux amortissements, les investissements, le BFR correspondent à ceux du groupe

consolidés selon les normes IFRS (co-entreprises mises en équivalence), auxquels il a été ajouté 44 % des agrégats correspondants de ces co-entreprises mises en équivalence.

## Annexe 6 : Projections financières de EPC

Les projections qui suivent ont été élaborées par l'auteur de ce cas, sans aucun contact avec le groupe EPC, à des buts uniquement pédagogiques et ne sauraient donc, en aucun cas, être assimilées au plan d'affaires du groupe EPC, ni servir de base à des décisions de vente ou d'achat de l'action EPC.

Il est important, avant de les lire et de les utiliser, de lire l'annexe 5 qui précède.

en M€	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Ventes	1 700	1 890	2 100	2 300	2 500	2 700	2 900	3 000
Taux de croissance des ventes	9%	5%	5%	5%	5%	4%	4%	2%
Résultat d'exploitation	2,9	3,6	4,3	5,0	5,7	6,4	7,1	7,4
+ Résultat d'exploitation des sociétés mises en équivalence	6,7	7,1	7,4	7,8	8,1	8,5	8,9	9,1
= Résultat d'exploitation total	9,6	10,7	11,7	12,8	13,8	14,9	16,0	16,5
marge d'exploitation	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%	5,3%
Dotations aux amortissements, y compris part mise en équivalence	3,0	3,0	3,0	3,2	3,8	4,0	5,0	6,0
Besoin en fonds de roulement, y compris part mise en équivalence	50,1	52,8	55,5	58,3	61,0	63,7	66,4	67,7
Investissements, y compris part mise en équivalence	2,2	2,9	3,5	4,2	4,9	5,5	6,2	6,5
Taux d'impôt sur les sociétés	22%	22%	23%	23%	24%	24%	25%	25%

## Annexe 7 : Données financières de groupes cotés actifs dans le secteur des explosifs

Groupe	Nationalité	Effectifs	Capitalisation boursière	Dettes bancaires financières nettes	Ventes 2016	Ventes 2017	Ventes 2018	EBE 2016	EBE 2017	EBE 2018	Résultat d'exploitation	Résultat d'exploitation	Résultat d'exploitation	Résultat net	Résultat net	Résultat net
											2016	2017	2018	2016	2017	2018
AECI	Afrique du Sud	ZAR	1 630	2 658	1 340	859		043		350				77		
ENAEX	Chili	US\$	524	988	930	692		61		280				65		
Omnia	Afrique du Sud	ZAR	1 050	388	900	774		562		890				02		
Orica	Australie	AUS\$	1 500	752	890	139	506	344	908	222	740	420	554	88	00	07
IncitecPivot	Australie	AUS\$	500	602	394	357		73		280				95		
EPC	France	€	930		41	370	390	32,3	2,6	3,7	9,3	9,6	0,7	10,2		
1 ZAR			0,06													
1 US\$			0,84													
1 AU\$			0,67													