



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) |
| = Production | 299 416 | 310 518 | 313 415 | 304 698 | 309 927 |
| - 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 |
| = Valeur ajoutée | 87 637 | 86 758 | 90 958 | 90 145 | 97 885 |
| - 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 |
| = Excédent brut d'exploitation | 19 850 | 17 506 | 15 635 | 16 721 | 23 344 |
| - Dotations aux amortissements | 11 439 | 10 852 | 9 979 | 9 539 | 10 421 |
| = Résultat d'exploitation | 8 411 | 6 654 | 5 656 | 7 182 | 12 923 |
| - 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) |
| = Résultat avant impôt | 2 006 | 250 | 1 502 | 3 599 | 7 422 |
| - 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 | - | |
| = Résultat net | (2 237) | (2 620) | 2 326 | 5 756 | 10 358 |
| - Intérêts minoritaires | 210 | 160 | 28 | 1 | 113 |
| = Résultat net part du groupe | (2 447) | (2 780) | 2 298 | 5 755 | 10 245 |

| 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% |
| = Production | 100% | 100% | 100% | 100% | 100% |
| - 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% |
| = Valeur ajoutée | 29,3% | 27,9% | 29,0% | 29,6% | 31,6% |
| - 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% |
| = Excédent brut d'exploitation | 6,6% | 5,6% | 5,0% | 5,5% | 7,5% |
| - Dotations aux amortissements | 3,8% | 3,5% | 3,2% | 3,1% | 3,4% |
| = Résultat d'exploitation | 2,8% | 2,1% | 1,8% | 2,4% | 4,2% |
| - 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% |
| = Résultat avant impôt | 0,7% | 0,1% | 0,5% | 1,2% | 2,4% |
| - 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% |
| = Résultat net | -0,7% | -0,8% | 0,7% | 1,9% | 3,3% |
| - Intérêts minoritaires | 0,1% | 0,1% | 0,0% | 0,0% | 0,0% |
| = Résultat net part du groupe | -0,8% | -0,9% | 0,7% | 1,9% | 3,3% |

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) |
| = Capacité d'autofinancement | (661) | 3 013 | 7 959 | 14 166 | 17 602 |
| - Variation du besoin en fonds de roulement | (2 539) | (577) | (6 499) | 2 088 | 6 230 |
| = Flux d'exploitation (1) | 1 878 | 3 590 | 14 458 | 12 078 | 11 372 |
| - 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) |
| = Flux d'investissement (2) | (12 863) | 2 669 | (6 282) | (9 392) | (16 613) |
| Flux de trésorerie disponible après charges financières (1)+(2) | (10 985) | 6 259 | 8 176 | 2 686 | (5 241) |
| + Augmentation (réduction) de capital | - | - | - | - | - |
| - Dividendes | 550 | 595 | 661 | 983 | 1 510 |
| = Réduction (augmentation) de l'endettement net | (11 535) | 5 664 | 7 515 | 1 703 | (6 751) |

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 |
| = Actifs immobilisés (1) | 132 483 | 122 769 | 123 475 | 128 445 | 135 728 |
| 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 |
| = Besoin en fonds de roulement (2) | 45 672 | 46 380 | 40 593 | 41 777 | 48 364 |
| Actifs hors exploitation | - | - | - | - | - |
| - Passifs hors exploitation (provisions non courantes) | 6 044 | 7 329 | 8 041 | 7 137 | 7 494 |
| = BFR hors exploitation (3) | (6 044) | (7 329) | (8 041) | (7 137) | (7 494) |
| Actif économique = (1)+(2)+(3) | 172 111 | 161 820 | 156 027 | 163 085 | 176 598 |
| 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 |
| = Capitaux propres (3) | 89 338 | 84 711 | 86 433 | 95 194 | 93 647 |
| 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 |
| = Endettement bancaire et financier net (4) | 82 773 | 77 109 | 69 594 | 67 891 | 82 951 |
| Capitaux investis = (3)+(4) | 172 111 | 161 820 | 156 027 | 163 085 | 176 598 |

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

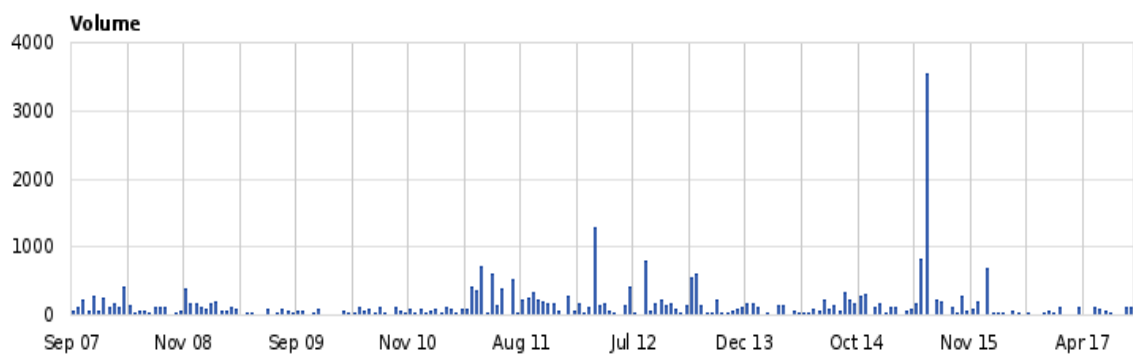
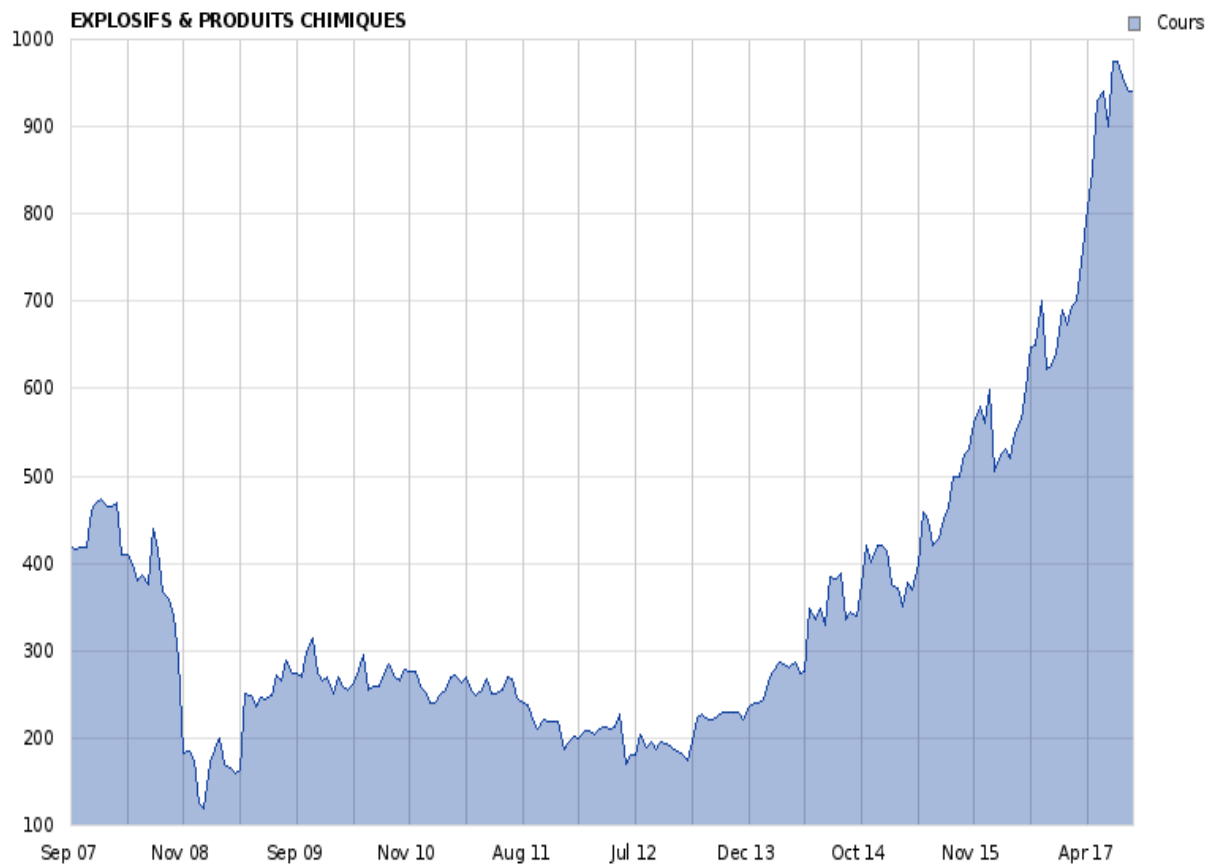
| | |
|----------------------|------------------------------------|
| Famille fondatrice : | 67,46 %, via une société holding |
| Candel & Partners : | 10,55 % |
| Flottant : | 12,43 % |
| Autodétention : | 9,56 % (16 102 actions ordinaires) |
| Total : | 100 % |

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 |
| | 0 | 0 | 0 | 0 | 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 en M | Dettes bancaires financières nettes en M | Ventes 2016 | Ventes 2017 | Ventes 2018 | EBE 2016 | EBE 2017 | EBE 2018 | Résultat | Résultat | Résultat | Résultat | Résultat | Résultat |
|--------------|----------------|-----------|-------------------------------------|--|----------------|----------------|----------------|-------------|-------------|-------------|------------------------|------------------------|------------------------|-------------|-------------|-------------|
| | | | | | | | | | | | d'exploitation 2016 | d'exploitation 2017 | d'exploitation 2018 | net 2016 | net 2017 | net 2018 |
| AECI | Afrique du Sud | ZAR | 1630 | 2658 | 1534 | 18596 | | 1043 | | | 135 | | | | 77 | |
| ENAEX | Chili | US\$ | 524 | 988 | 193 | 692 | | 61 | | | 28 | | | | 5 | |
| Omnia | Afrique du Sud | ZAR | 105 | 388 | 90 | 774 | | 1562 | | | 189 | | | | 02 | |
| Orica | Australie | AUS\$ | 1500 | 7529 | 190 | 139 | 5063 | 5144 | 908 | 922 | 74 | 42 | 54 | 88 | 00 | 07 |
| IncitecPivot | Australie | AUS\$ | 500 | 1023 | 194 | 357 | | 73 | | | 28 | | | | 95 | |
| EPC | France | € | 930 | | 41 | 370 | 390 | 32,3 | 2,6 | 3,7 | 9,3 | 9,6 | 0,7 | 10,2 | | |
| 1ZAR | | | 0,06€ | | | | | | | | | | | | | |
| 1US\$ | | | 0,84€ | | | | | | | | | | | | | |
| 1AUS\$ | | | 0,67€ | | | | | | | | | | | | | |