

Cas Générale de Santé

Eléments de corrigé

Préalable

1/ Procédez à une rapide analyse financière de Générale de Santé

- La société est en forte croissance (chiffre d'affaires +12,6% par an en moyenne).
- En jouant sur l'effet d'échelle, elle améliore d'année en année ses marges. Ainsi la marge d'exploitation passe de 5,3% à 6,4% en deux ans.
- Le BFR est négatif (et représente donc une source de fonds) mais a tendance à se réduire en valeur absolue. Cette évolution du BFR (difficile à expliquer avec les éléments du cas) doit donc être financée (en tout environ 50 M€ à financer en 3 ans).
- La croissance de l'activité nécessite des investissements importants. Hormis en 2003 (année durant laquelle Générale de Santé a cédé son activité maisons de retraites), les flux d'exploitation ne sont pas suffisants pour couvrir les investissements importants de la société.
- La société est relativement endettée (dette nette / EBITDA supérieur à 3x)
- Pour financer ses investissements, la société doit accroître sensiblement son niveau d'endettement sur la période (+160 millions d'euros)
- Néanmoins, grâce à l'amélioration des marges et la croissance de l'activité, le ratio Dette nette / EBITDA reste stable
- Les capitaux propres augmentent car la société ne verse qu'une part mineure de son résultat en dividendes
- Le niveau de rentabilité économique est moyen mais en croissance sensible grâce à l'amélioration des marges. Ainsi la rentabilité économique passe de 5,7% en 2003 à 6,8% en 2005. La rentabilité économique en 2005 est supérieure au coût du capital (celui-ci est nécessairement inférieur au taux de rentabilité exigé par les actionnaires qui est de $4\% + 4,19\% * 0,67 = 6,81\%$)
- Générale de Santé joue l'effet de levier (6,4% d'effet de levier en 2005, soit un doublement de la rentabilité économique !), en effet la société a une dette relativement importante et une rentabilité économique sensiblement supérieure au coût de la dette après impôt. L'effet de levier s'accroît au cours du temps compte tenu de l'augmentation du levier et de la rentabilité économique.

2/ Procédez à une analyse boursière de Générale de Santé

Les performances boursières suivent les performances financières avec presque un triplement du cours de bourse sur 3 ans.

Le dividende par action croît légèrement en valeur absolue (+0,05€ par an). Compte tenu de la forte croissance du bénéfice net (et du bénéfice net par action étant donné que le nombre d'actions est resté identique), le taux de distribution chute fortement (de 60% en 2003 à 33% en 2005) et devient en fin de période en ligne avec ce que l'on peut attendre pour une société de croissance. Le rendement est faible (1,2%) ce qui est logique compte tenu des anticipations fortes de croissance.

Le PER 2005 de 27,5x est élevé ce qui est logique au regard de la forte croissance de l'activité et du faible risque opérationnel (comme le démontre le faible bêta, 0,67)

Le taux de rentabilité exigé par les actionnaires (6,81% cf. question précédente) est inférieur à la rentabilité des capitaux propres ; Générale de Santé crée de la valeur pour ses actionnaires. On peut le vérifier en constatant que le Price to Book Ratio est de 3,7x.

3/ Calculez le multiple de l'excédent brut d'exploitation (sur la base des données comptables 2005 et de la dernière capitalisation boursière)

Valeur de l'actif économique = 1034 + 575 = 1609

Valeur de l'actif économique / EBE = 1609 / 179 = 9,0

Analyse de l'investissement

4/ Pensez vous qu'il vaut mieux pour Générale de Santé investir dans son secteur ou se diversifier comme le suggère l'analyste pour réduire le risque de la société

Les investisseurs ne rémunèrent pas la diversification pour un groupe (car ils peuvent le faire aussi bien dans leur portefeuille). Ils ne valorisent que les opérations de croissance externe porteuses de synergies. Cela dit, si l'objectif des dirigeants est de réduire le risque de la société, la diversification est une réponse appropriée.

5/ Compte tenu d'une valeur d'entreprise de 430 millions d'euros, quel est le multiple du résultat d'exploitation payé par Générale de Santé pour Hexagone.

Valeur de l'actif économique = 430

Valeur de l'actif économique / Résultat d'exploitation = 430 / 29,4 = 14,6x

6/ Quelle devrait être le montant annuel des synergies pour que l'acquisition soit payée sur la base du même multiple que Générale de Santé

Si Générale de Santé est évaluée sur la base de 9 fois l'EBE et que Hexagone doit être acquise sur la base de ce même multiple, synergies incluses, alors l'EBE de la cible synergies incluses est de 430/9 soit 47,8. Comme l'EBE de la cible est de 41, les synergies doivent être de 47,8 - 41 = 6,8 M€

Analyse de l'augmentation de capital

7/ Les fonds issus de l'augmentation de capital viendront rembourser le crédit relais mis en place par la société pour acquérir Hexagone. A quelle condition, l'augmentation de capital est elle dilutive pour le BPA. Calculez la dilution du BPA en supposant que le taux d'intérêt du crédit relais est de 3% avant impôt. Pensez vous que ce soit la manière correcte de raisonner ici ?

L'augmentation de capital est dilutive si $1/PER > \text{taux d'intérêt après impôt}$

ici on a

$$1/PER = 1/27,5 = 3,64\%$$

$$\text{Taux d'intérêt après impôt} = 3\% * (1-35\%) = 1,95\%$$

Donc l'augmentation de capital sera dilutive du BPA.

Calcul de la dilution :

$$\text{BPA avant} = 1,05 \text{ €}$$

$$\text{Résultat net pro-forma} = 41 + 3\% * 65\% * 300 = 46,85 \text{ M€}$$

$$\text{BPA proforma} = 46,85 / (39,0+14,6) = 0,87 \text{ €}$$

$$\text{Dilution} = 0,87 / 1,05 - 1 = -17\%$$

Ce n'est pas la bonne façon de raisonner car le montant de l'augmentation de capital va in fine être utilisé pour investir dans Hexagone qui a une très bonne rentabilité (résultat net de 18,6 M€ pour un investissement de 430 M€, soit une rentabilité immédiate de l'investissement de 4,33% après impôt supérieure à l'inverse du PER).

Par ailleurs et quand bien même que le produit de l'augmentation de capital serve à rembourser la dette, la dilution du BPA qui en résulterait trouverait une compensation dans un moindre niveau de risque de l'action, compte tenu de la baisse de la dette.

8/ Quelle est la valeur théorique du droit préférentiel de souscription. Quelle devrait théoriquement être le cours de bourse après détachement du DPS ?

$$\text{Valeur du DPS} = (26,5 - 20,5) / (1 + 8/3) = 1,64 \text{ €}$$

Cours théorique post détachement du coupon = $26,5 - 1,64 = 24,86$ (soit une baisse mécanique de 6% du cours)

9/ Quelle est la dilution du contrôle qui suit l'augmentation de capital à hauteur des droits préférentiels de souscription qu'il reçoit ? Et pour celui qui cède tous ses droits sans souscrire ? Quelle est la dilution pour un actionnaire qui n'investit ni ne perçoit aucun cash lors de l'augmentation de capital (cession d'une partie des DPS pour exercer le reste) ?

Pour celui qui suit à hauteur de ses droits : pas de dilution par définition de la dilution ¹

Pour celui qui ne participe pas et qui vend ses droits : dilution = $14,6 \text{ M} / (14,6 \text{ M} + 39,0 \text{ M}) = 27\%$

¹ Réduction des droits d'un actionnaire pour qui l'augmentation de capital ne se traduit par aucune entrée ou sortie de cash.

Pour celui qui ne sort pas de cash : dilution = $300 \text{ M€} / (1\,034 \text{ M€} + 300 \text{ M€}) = 22\%$

J'ai 1000 actions. Je touche 1000 droits (valeur 1640€) j'en cède 824 pour 1352€, il m'en reste 176 qui me permettent de souscrire à $176/8*3=66$ actions nouvelles pour 1353€.

Ma part au capital passera donc de $1000 / 39\,000\,000 = 0,00256\%$ à $1066 / 53\,635\,000 = 0,00199\%$ soit une dilution de 22%

10/ Que pensez vous de la décision d'Efibanca et du Dr Ligresti de participer à l'augmentation de capital ?

C'est un signal positif. En effet, les deux actionnaires de référence, représenté au conseil d'administration, participent à l'augmentation de capital donc ils pensent que l'action n'est pas surévaluée.

n.b. le signal est d'autant plus positif que le Dr Ligresti est une personne physique et devra vraisemblablement s'endetter pour participer à l'opération. Par ailleurs, il sacrifie encore un peu son potentiel de diversification de son portefeuille.

11/ Quel est le signal lié à cette augmentation de capital ?

A priori, le signal lié à une augmentation de capital est négatif. Cependant deux éléments viennent atténuer (voir annuler totalement) ce signal négatif :

- les actionnaires de référence participent à l'opération
- l'augmentation de capital est utilisée pour un investissement précis (acquisition d'Hexagone), créateur de valeur à en croire le potentiel de synergies mis en avant par le management de la société

Conclusion

12/ Quelle sera l'impact de l'opération prise dans sa globalité (acquisition et augmentation de capital) sur

Constatons tout d'abord qu'a priori le risque économique ne change pas car l'acquisition se fait exactement dans le même secteur d'activité que Générale de Santé.

Par ailleurs, ainsi que l'analyste le fait remarquer, post acquisition et augmentation de capital, le groupe sera financé dans les mêmes proportions de dette et de capitaux propres qu'avant les deux opérations (1/3 – 2/3). Donc le risque financier ne change pas.

- **le coût des capitaux propres**

Aucun impact (risque financier et risque opérationnel inchangé)

- **le coût de la dette**

Aucun impact (risque financier et risque opérationnel inchangé)

- **le coût moyen pondéré du capital**

Aucun impact (risque opérationnel inchangé)