

Cas MEDICA

Éléments de corrigé (octobre 2010)

1. Faites une analyse financière de MEDICA

MEDICA est une entreprise qui connaît une croissance importante de son chiffre d'affaires (+ 25% en 2 ans) qui s'explique à la fois par de la croissance organique (création de nouvelles cliniques) et par acquisition.

Cette croissance de l'activité est bien gérée car elle s'accompagne d'une montée progressive des marges (+ 1 % pour l'excédent brut d'exploitation en pourcentage du chiffre d'affaires) ; même chose pour le résultat d'exploitation.

MEDICA profite d'une taille croissante pour obtenir de meilleures conditions au niveau de son besoin en fonds de roulement qui ne cesse de se réduire au pourcentage de son chiffre d'affaires de moins 37 jours à moins 49 jours en 2009.

Les actifs immobilisés qui constituent l'essentiel de l'actif économique ont un taux de croissance inférieur au chiffre d'affaires de la société, ce qui montre l'efficacité de celle-ci.

MEDICA, en raison d'un endettement lourd, lié à sa situation de société sous LBO, ne dégage pas un flux de trésorerie d'exploitation, frais financiers inclus, significatif. Dès lors, les investissements auxquels elle procède, qui sont plus importants que sa dotation aux amortissements, sont financés par un accroissement de l'endettement net.

Les ratios d'endettement sont très lourds mais propres à la situation de LBO sous laquelle MEDICA se trouve et s'améliorent légèrement : dette / EBE en 2007 = 10,3 et 9,2 en 2009. Cela dit, comme l'entreprise ne dégage aucun flux de trésorerie d'exploitation après charges financières, au contraire, l'endettement ne peut pas être remboursé autrement que par une restructuration de la structure financière de la société ou par des cessions importantes d'actifs.

La rentabilité économique est extrêmement faible, même si elle s'améliore à la marge. Elle est probablement artificiellement faible car à l'actif du bilan figure des immobilisations incorporelles massives qui s'expliquent probablement par la situation de LBO dans laquelle se trouve MEDICA.

La rentabilité des capitaux propres est négative et il ne faut probablement pas y attacher une importance démesurée. Autrement dit, ces chiffres ne sont pas trop significatifs.

2. Parmi les sociétés comparables à MEDICA mentionnées en annexe 2, quelle est celle qui vous paraît le plus comparable à MEDICA ? Pourquoi ?

La société qui paraît la plus comparable à MEDICA est KORIAN puisque MEDICA a un taux de croissance en volume de 8,5 % et KORIAN, des trois autres, est celle qui a le taux le plus faible à 10,1 % et donc le plus proche de celui de MEDICA.

Calculez pour elle le multiple d'EBE 2009, le multiple du résultat d'exploitation 2009 et le PER 2009.

Multiple EBE 2009 de KORIAN = $(627 + 542) / 92 = 12,7$

Multiple du résultat d'exploitation 2009 de KORIAN = $(627 + 542) / 63 = 18,5$

PER 2009 de KORIAN = $627 / 24 = 26,1$

3. Déduisez-en une fourchette de valorisation pour l'action MEDICA, sachant qu'il existe 14,2 M d'actions émises.

Valorisation de l'action MEDICA en utilisant le multiple de l'excédent brut d'exploitation 2009 de KORIAN, minoré forfaitairement de 1 point pour tenir compte d'une croissance plus faible de MEDICA par rapport à KORIAN : $11,7 \times 83 - 769 = 202 \text{ M€}$ / 14,2 millions d'actions = 14,2 €.

Valorisation de l'action MEDICA en utilisant le multiple du résultat d'exploitation 2009 de KORIAN, minoré forfaitairement de 2 points pour tenir compte d'une croissance plus faible de MEDICA par rapport à KORIAN : $16,5 \times 64 \text{ M€} - 769 \text{ M€} = 287 \text{ M€}$ / 14,2 millions d'actions = 20,2 €.

Il n'est pas possible d'utiliser le PER de KORIAN pour valoriser l'action MEDICA car celle-ci fait en 2009 des pertes. Ceci illustre bien que pour qu'un PER donné puisse être utilisé, il faut que, non seulement le secteur et la taille soient similaires mais aussi que la structure financière soit proche. En effet, le PER s'appliquant au résultat net, donc après frais financiers, tient compte de la structure financière.

4. Sans refaire les calculs, regardez attentivement dans l'annexe 3 les actualisations de flux de trésorerie extraites de 4 notes d'analystes différentes. Quelle(s) valorisation(s) ne vous semble(nt) pas présenter d'erreur méthodologique majeure. Quelles sont les erreurs commises par les autres analystes ? Pourquoi est-ce des erreurs ?

Sur le plan méthodologique, seule l'évaluation par DCF de l'analyste 4 est correcte. En effet :

- L'analyste 1 n'actualise pas les flux de trésorerie disponible au CMPC mais au coût des fonds propres uniquement sans tenir compte du coût de la dette et oublie d'actualiser la valeur terminale en 2019 à aujourd'hui.
- L'analyste 2 ne retranche pas la valeur de l'endettement bancaire et financier net et les intérêts minoritaires de la valeur de l'actif économique pour trouver la valeur des capitaux propres.
- L'analyste 3 se trompe dans le calcul des flux de trésorerie. Il inclut à tort dans leur calcul les charges financières liées à l'endettement qui n'ont pas à être prises en compte puisque la méthode DCF est une méthode d'évaluation indirecte qui repose d'abord sur l'estimation de la valeur actuelle des flux de trésorerie d'exploitation (c'est-à-dire avant prise en compte de la structure financière). De plus, il oublie également de prendre en compte les variations du BFR qui doivent être financées et donc intégrées au calcul des flux.

5. Choisissez dans l'annexe 3 le modèle d'évaluation des flux de trésorerie qui vous paraît pertinent et testez la sensibilité de la valeur calculée de l'action MEDICA à :

- une variation de $\pm 0,81 \%$ du coût du capital
- une variation de $\pm 0,25 \%$ du taux de croissance à l'infini
- une variation de $\pm 7,6 \text{ M€}$ du flux de trésorerie disponible en 2020

Qu'en pensez-vous ?

Vous pouvez télécharger les modèles d'évaluation de l'action MEDICA sur le site www.vernimmen.net, onglet quizz, cas.

Valeur de l'action	Coût du capital	Taux de croissance à l'infini	Flux de trésorerie disponibles 2019
17,3 €	8,13 %	2,5 %	76 M€
8,0 € (- 54 %)	8,13 % + 10 % = 8,94 %	2,5 %	76 M€
29,8 € (+ 72 %)	8,13 % - 10 % = 7,32 %	2,5 %	76 M€
19,3 € (+ 12 %)	8,13 %	2,5 % + 10 % = 2,75 %	76 M€
15,5 € (- 11 %)	8,13 %	2,5 % - 10 % = 2,25 %	76 M€
21,7 € (+ 25 %)	8,13 %	2,5 %	76 + 10 % = 83,6 M€
13,0 € (- 25 %)	8,13 %	2,5 %	76 - 10 % = 68,4 M€

La valeur de l'action est très sensible au choix du taux d'actualisation. Cela s'explique par le fait que, l'entreprise étant très endettée, les fluctuations de la valeur de l'actif économique sont démultipliées par le niveau d'endettement qui est fixe quel que soit le taux d'actualisation retenu.

6. Compte tenu des différents calculs que vous avez effectué, dans quel niveau de fourchette de prix proposez-vous d'introduire l'action MEDICA en bourse en janvier 2010 ? Pourquoi ?

Dans la mesure où le DCF donne une valeur de 17,3 € et où le comparable le plus proche donne une fourchette de valorisation de 14 € à 20 €, une fourchette raisonnable semble être entre 14 € et 20 €. Dans la réalité, les analystes, ayant plus d'informations que données dans ce cas, sont arrivés à une fourchette entre 16 € et 19,50 €.

C'est avec cette fourchette que MEDICA et ses banquiers sont allés à la rencontre des investisseurs et ont commencé la procédure d'introduction en bourse en janvier 2010. Comme les conditions du marché se sont dégradées pendant cette période et pour permettre à la société de s'introduire en bourse, lui permettant de se désendetter, le prix a été abaissé à 13 €, deux jours avant la clôture de l'opération. Si cette baisse n'avait pas été opérée, la société n'aurait pas trouvé d'investisseurs prêts à acheter la société dans la fourchette initiale.

L'environnement de marché ayant changé, la société devait, soit adapter les conditions financières de son opération, soit retirer l'introduction en bourse et la reporter à de meilleurs jours.

7. Quel sera l'impact de l'introduction en bourse sur le bilan et le compte de résultat de MEDICA ?

Puisque l'introduction en bourse a eu lieu par augmentation de capital et non par cessions d'actions existantes de la part des actionnaires actuels, l'introduction en bourse se traduira par une baisse de la dette de 260 M€ et par une augmentation des capitaux propres comptables du même montant.

Au niveau du compte de résultat, les frais financiers seront réduits du fait d'un endettement moindre qui permettra au demeurant à la société de renégocier les conditions de ces lignes de crédit, ce qui lui permettra de bénéficier d'un double effet de réduction des frais financiers à la fois à cause d'une assiette moindre et d'un taux d'intérêt facturé moindre.

Si l'introduction en bourse avait eu lieu par cessions d'actions existantes et non pas par augmentation de capital impliquant la création d'actions nouvelles, votre réponse aurait-elle été différente ? Pourquoi ?

Si l'introduction en bourse avait eu lieu par cessions d'actions existantes, l'opération aurait été totalement neutre au niveau de MEDICA, dont ni le bilan ni le compte de résultat n'auraient été affectés.