

Eléments de corrigé

1. Faites une analyse financière de Stéria.

Steria est un groupe en forte croissance (+13 % par an), cette croissance est visiblement à la fois interne et externe (acquisition de Mummert en 2005).

Grâce à cette croissance, Steria bénéficie d'économies d'échelle, sa marge d'EBE augmente donc sur la période. La marge économique augmente d'autant plus que les dotations aux amortissements sont stables, elle double presque en 3 ans. Au total, le résultat d'exploitation est multiplié par 2,5.

Steria bénéficie d'un taux d'imposition réduit en 2004 et 2005, celui-ci revient à la normal en 2006 (30%).

Le besoin en fonds de roulement augmente plus rapidement que le chiffre d'affaires et pèse ainsi sur les flux de trésorerie.

Steria réalise un très fort investissement en 2005 (acquisition de Mummert). En 2004 et 2006 les investissements sont très faibles (1% du chiffre d'affaires), ceci s'explique par la faible importance des immobilisations corporelles dans ce secteur de services. Les 2/3 des actifs correspondent à des goodwill liés à des acquisitions.

En 2004, Steria est financé quasi exclusivement par des capitaux propres ; l'endettement net représente alors moins de 0,4x l'EBE. En 2005, l'acquisition est financée par les flux d'exploitation et par de la dette (Steria ne réalisant pas d'augmentation de capital). L'endettement net devient alors significatif (2x l'EBE), en particulier dans un secteur relativement risqué (cf. beta de la société). En 2006, les flux de trésorerie disponibles générés permettent d'abaisser la dette à un niveau beaucoup plus raisonnable (inférieur à 1x l'EBE).

La rentabilité économique du groupe est moyenne, et ne devient supérieure au coût moyen pondéré du capital qu'en 2006. Les acquisitions récentes (cf. l'évolution des immobilisations incorporelles) mettent un petit peu de temps avant d'être rentabilisées. Néanmoins, la rentabilité des capitaux propres bénéficie d'un effet de levier positif (particulièrement en 2005).

2. Faites une analyse boursière de Stéria.

Le cours de bourse de Steria est très volatil, ce qui reflète le risque de la société perçu par les investisseurs.

Le rendement et le taux de distribution sont faibles, ce qui a priori n'est pas étonnant compte tenu de la forte croissance de la société. Notons néanmoins, que l'autofinancement n'est justifié que si la société a des opportunités de croissance externe (les investissements récurrents étant plus que largement autofinancés), ce qui est le cas présent.

Le PER 2005 est élevé (22), ce qui est justifié a posteriori par la croissance de la société en 2005/2006. Le PER se réduit fortement pour devenir inférieur à celui du marché. Ceci ne peut s'expliquer que par le fort risque perçu par les actionnaires (béta de 1,9), et certainement par la réduction des opportunités de croissance à venir.

La rentabilité exigée par les actionnaires (env. 11%) est inférieure à la rentabilité des capitaux propres. La société crée donc de la valeur. Ceci est confirmé par le fait que la capitalisation boursière est supérieure aux capitaux propres (PBR de 2x).

Acquisition de Xansa

- 3. Calculez le montant en M€ de la prime de contrôle payée par Stéria pour acquérir 100 % de Xansa.**

Montant de l'acquisition : 660 M€ incluant une prime de 69,9% par rapport au cours. Soit une prime de 272 M€ par rapport à une capitalisation boursière de 388 M€ avant prime (660 / 1,699).

- 4. Calculez le coût du capital de Stéria sachant que le coût de la dette est de 5 % avant impôt à 35 %.**

Calcul du coût moyen pondéré du capital

$$k_{cp} = 4,15\% + 3,67\% \times 1,86 = 10,98\%$$

$$k_d = 5\% \text{ (avant IS)}$$

$$k = 10,98\% \times 637 / (637+80) + 5\% \times (1-35\%) \times 80 / (637 + 80) = 10,1\%$$

- 5. Calculez la valeur des synergies, nettes des coûts de mise en œuvre, en retenant un taux d'actualisation égal au coût du capital de Stéria et en supposant que les synergies avant impôt restent constantes à l'infini à 53 M€ / an.**

Synergies avant IS :

2008	: 24 M€
2009	: 49 M€
2010	: 53 M€ puis constante à 53 M€
...	

$$\text{VAN (après IS)} = 321 \text{ M€}$$

Si l'on tient compte des coûts de mise en place des synergies (49 M€ étalés sur 2 ans)

$$\text{VAN (après IS)} = 294 \text{ M€} = 321 - 24,5 \times (1-35\%) / 1,101 - 24,5 \times (1-35\%) / 1,101^2$$

- 6. En supposant que le cours de Xansa soit un cours d'équilibre avant l'annonce de l'offre de Stéria, cette opération apparaît-elle comme une opération créatrice de valeur pour Stéria ? Pourquoi ?**

Créatrice de valeur, en effet, la valeur créée par les synergies est supérieure à la prime payée. Il devrait y avoir théoriquement environ $294 \text{ M€} - 272 \text{ M€} = 22 \text{ M€}$ de création de valeur.

Compte tenu de l'évolution du cours de bourse après l'annonce de l'opération, les investisseurs ne semblent pas croire au montant de synergies...

Financement de l'acquisition de Xansa

7. Quel est le montant de l'investissement réalisé par Stéria dans Xansa (en valeur des fonds propres et en valeur d'entreprise) en supposant le succès à 100 % de son offre ?

Valeur de capitaux propres : 660 M€

Valeur d'entreprise : 731 M€ (compte tenu des 71 M€ de dette de Xansa)

8. Stéria a financé cette acquisition dans un premier temps par un crédit relais. Cette situation est-elle durable ? Quelles sont les options de financement à long terme ?

L'EBE proforma est de 154 M€ (avant synergies) et de 178 M€ si l'on tient compte des synergies 2008.

L'endettement net avant refinancement est = 80 + 731 = 811 M€.

Endettement net / EBE est compris entre 4,5x et 5,2x. Ce niveau est très élevé, en particulier dans un secteur très risqué.

Une augmentation de capital est donc impérative.

9. Comment Stéria envisageait initialement la répartition du financement de l'acquisition entre les différents produits (Cf communiqué de juillet) ?

Stéria avait initialement prévu de réaliser une augmentation de capital pour un montant d'environ € 330 M€ (50% du montant de l'acquisition)

10. Comment Stéria va-t-elle financer finalement cette acquisition ? Pourquoi ce changement ?

Financement :

Augmentation de capital : 201 M€

Obligations convertibles : 152 M€

Endettement : 307 M€

Total : 660 M€

Une part de l'augmentation de capital initialement prévue a été remplacée par des obligations convertibles. La chute du cours de bourse entre l'annonce et le refinancement a incité les actionnaires à limiter au maximum l'augmentation de capital...

11. Dans l'absolu, vous semble-t-il que Stéria doive se financer plutôt par capitaux propres ou par dette ? Pourquoi ?

Capitaux propres compte tenu du risque économique déjà fort du secteur dans lequel la société évolue.

Analyse de l'obligation convertible

12. Quel niveau le cours de bourse de l'action Stéria doit-il atteindre pour que les investisseurs convertissent les obligations convertibles ? Quelle prime cela représente-t-il par rapport au dernier cours de bourse actuel ?

37,36 € soit une prime de 18,6% par rapport au cours de bourse (31,49 €). Cette prime ne paraît pas très élevée compte tenu du coût des capitaux propres de Stéria (11%), du rendement faible (1%) et de la maturité de l'option de conversion 5 ans.

13. Listez les caractéristiques qui rapprochent l'obligation convertible Stéria des capitaux propres.

- Pas d'obligation ferme de paiement des intérêts (si la société ne verse pas de dividendes).
- Pas d'obligation de remboursement
- En cas de liquidation, remboursement après désintéressement des autres créanciers (subordination)
- Caractérisation en capitaux propres en comptabilité !

14. Listez les caractéristiques qui rapprochent l'obligation convertible des dettes financières.

- Intérêt fixé
- En cas de liquidation, remboursement avant les capitaux propres
- Remboursement probable dans 5 ans (cf ci-dessous)

15. Sur la base d'un EURIBOR de 4,72%, le taux des intérêts des obligations convertibles serait de 12,72%. Comment jugez-vous le coût des obligations convertibles. Quel serait alors la décision financière intelligente pour Stéria après 2012 ?

12,72% (8 % + 4,72%)

Le coût des convertibles devient prohibitif à partir de 2013 (coût supérieur au coût des capitaux propres)

Il est alors financièrement plus intéressant de les rembourser et ce, même si le remboursement n'est pas contractuellement obligatoire, quitte à se refinancer par un autre endettement qui coûtera moins cher.

16. Le traitement comptable de cette émission (cf communiqué de presse du 13 novembre) vous paraît-il alors justifié ?

Non, en effet, le remboursement étant très probable, il s'agit d'une dette, le traitement à 100% en capitaux propres ne reflète donc pas la réalité financière du produit.

Augmentation de capital

17. Quelle est la valeur théorique du DPS le jour de son détachement ?

$$(31,49 - 23,20) / (1 + 9/4) = 2,55 \text{ €}$$

18. Quel est le cours théorique de l'action après détachement du DPS ?

$$31,49 - 2,55 = 28,94 \text{ €}$$

19. Comment interprétez-vous l'intention de Jean Carteron au regard de cette augmentation de capital ? Votre réponse est elle influencée par le fait que Jean Carteron soit une personne physique et que l'essentiel de son patrimoine soit constitué par les actions Stéria qu'il détient ?

Le signal est mitigé (neutre ou négatif) : Jean Carteron va se diluer lors de l'opération (en effet, il ne participe pas à la hauteur de sa participation actuelle), néanmoins, il ne monétisera pas ses DPS.

Le fait que ce soit une personne physique qui ait l'essentiel de son patrimoine dans la société nuance ce signal négatif, en effet, il n'a peut être pas de liquidité supplémentaire à investir. Par ailleurs la théorie financière devrait le pousser à diversifier ses investissements.

20. En supposant que l'acquisition de Xansa et la mise en place de son financement aient eu lieu le 01.01.2007, quel aurait été le BPA 2007 de Stéria après cette opération en supposant 24 M€ de synergies en 2007, un résultat net 2007 de Xansa de 16 M€ et en ne tenant pas compte des frais de mise en œuvre des synergies ? Qu'en pensez-vous ?

Résultat Net 07 de Stéria	=	19,5 x 2,9 =	56 M€
+ Résultat net 07 de Xansa			16 M€
+ Synergie post IS			15,6 M€ (24 M€ x 65 %)
- intérêts dette			10 M€ (307 x 5% x 65%)
- intérêts OC			5,6 M€ (152 M€ x 5,7% x 65%)

$$\text{Résultat Net 07 proforma} = 72 \text{ M€}$$

$$\text{Nombre d'actions} = 28,2 (19,5 + 8,7)$$

$$\text{BPA 07 proforma} = 2,6 \text{ €}$$

$$\text{Dilution :} = -11\% (2,6 / 2,9 - 1)$$

Il est impossible de porter un jugement sur un rapprochement à l'aune du seul BPA de la première année car l'investissement portera progressivement ses fruits (cf. l'évolution de la réalisation des synergies). Si on avait pris pour synergies le montant en rythme de croissance (53 M€), on aurait obtenu une relation du BPA de 11 %.