

Corrigé du cas SYCOM

Avril 2019

1. Procédez à une analyse financière de SYCOM.

SYCOM regroupe 5 affaires rachetées en faillite et redressées. Du fait de sa diversification géographique (60 % du CA environ se fait à l'export) et sectorielle (5 niches industrielles), l'activité de SYCOM ne semble pas cyclique ni saisonnière.

1) Analyse des marges

Le CA passe de 6,7 M€ en 2013 à 9 M€ en 2017 soit un TCAM de 8 % ce qui est plutôt positif étant donné la nature de l'activité et la croissance économique mondiale. Cette croissance est due à une augmentation des volumes de ventes et à l'intégration des entreprises acquises et redressées. Pour 2018, la croissance attendue du CA est de 14,5 %.

L'entreprise est bien internationalisée et en 2017 le CA provient pour 62 % de l'export. A noter que la part du CA France a globalement augmenté sur la période (de 32 à 38 %).

Les achats restent plutôt stables en dessous des 50 % du CA, il en est donc de même pour la marge brute.

Les charges externes en % du CA diminuent de 2,5 % ce qui permet une légère augmentation de la valeur ajoutée.

On ne prêtera pas trop d'attention à la dégradation de la marge d'EBE en 2017, probablement expliquée par la reprise de la cinquième division, à 15,7 % en 2017. Dès le premier semestre 2018, on retrouve les plus hauts atteints à 21 %, ce qui est un niveau très satisfaisant pour une industrie légère d'assemblage de composants. Cela montre le succès de l'intégration de cette nouvelle division au sein de SYCOM.

2) Analyse des investissements

Les investissements industriels sont constants sur la période et représentent au total près de 2 M€. Nous sommes en phase de sous-investissement puisque les investissements sont plus faibles que les dotations aux amortissements (39% en moyenne).

L'outil industriel ne montre pas de vétusté marquée (Immobilisations corporelles nettes hors terrain/ immobilisations corporelles brutes = 54 % en 2017).

Toutefois, nous pouvons souligner un effort constant de R&D, puisque 5 % du chiffre d'affaires y est consacré.

Le BFR d'exploitation s'améliore de 2013 à 2016 (- 8 jours) mais se dégrade fortement en 2017 (+13 jours) en raison d'une augmentation de 30 % des stocks de matières premières. On remarque également que le stock de produits finis augmente fortement. On peut présumer que c'est un effet de l'acquisition en 2017 de la 5^{ème} division de SYCOM puisqu'à la mi-2018, les ratios de BFR reviennent à leur niveau de fin 2016.

Au total sur la période 2013 - S1 2018, le BFR d'exploitation se réduit de 5 jours grâce à une baisse des délais clients, la montée des stocks étant compensée par des délais fournisseurs plus longs, ce qui montre une bonne gestion.

3) Analyse du financement

SYCOM dégage un flux d'exploitation toujours positif sur la période pour un total de 7,6 M€ qui permet donc largement d'autofinancer les investissements de 1,7 M€ et le versement de dividendes pour 1,9 M€.

Ainsi SYCOM augmente sa trésorerie nette de 4 M€ qui atteint 2,3 M€ en juin 2018. N'ayant pas de dette nette positive, SYCOM n'a pas de problème de solvabilité. La liquidité n'est pas non plus un sujet avec un ratio actifs circulants / passifs circulants de l'ordre de 3.

4) Analyse des rentabilités

La rentabilité économique est très stable sur la période et se situe autour de 11 %, ce qui est supérieur au cout du capital de 10 %. Si les chiffres du second semestre 2018 confirment ceux du premier semestre, la rentabilité économique pourrait se situer entre 15 et 20 %, retrouvant le niveau de 2016 (16 %), après une année 2017 probablement pénalisée par l'intégration de la nouvelle division.

Un levier financier négatif fait que la rentabilité des capitaux propres est bien sûr plus faible que la rentabilité économique, 10 % en moyenne sur la période, 8,4 % en 2017, mais 17 % en rythme annualisé au premier semestre 2018.

Conclusion :

La croissance de SYCOM a été plutôt bien gérée et la société a pu se désendetter pour se retrouver avec 6 M€ de trésorerie à disposition, ce qui lui permettra de réaliser de nouveaux investissements et de saisir de nouvelles opportunités.

La rentabilité économique est bonne et la société crée de la valeur. Il n'y a pas de risque de non-remboursement des dettes.

2. Que pensez-vous du niveau de valorisation en Bourse de SYCOM si vous prenez l'hypothèse que les résultats 2018, pas encore publiés à ce jour, seront le double de ceux du premier semestre ?

Il est faible avec un multiple du REX de : $(5\ 568 - 2\ 307) / (2 \times 857) = 1,9$, un chiffre bien inférieur à la moyenne des sociétés cotés sur Euronext. Le PBR étant même inférieur à 1 (0,8). C'est en effet étonnant en regard à la croissance réalisée et à la rentabilité dégagée.

3. Qu'est-ce qui explique ce niveau à votre avis ?

Quasiment pas de flottant (2 %), pas de suivi par les analystes, petite taille (capitalisation boursière de 5,5 M€), fonds d'investissement qui semblent vouloir sortir à n'importe quel prix, tout ceci explique le niveau de cours très très bas.

4. Comment prendriez-vous en compte, dans la valorisation de SYCOM, du terrain et de l'usine de Clamart ?

Vue l'importance des actifs immobiliers (3 600 m² à 13 km de Paris) au regard de la taille de SYCOM, ils ne peuvent pas ne pas être pris en compte de façon spécifique.

A cet effet, il convient d'utiliser la méthode Opco-Propco, en supposant que SYCOM se verse un loyer analytique à elle-même au titre de ses actifs immobiliers qui sont, alors, valorisés par ailleurs en tenant compte de la fiscalité latente.

Le résultat d'exploitation est grossi de la dotation aux amortissements sur l'ensemble immobilier et réduit du loyer analytique. Il peut alors être multiplié par un multiple ou intégré dans un calcul de flux de trésorerie disponible. L'ensemble immobilier est valorisé à part sur la base d'une expertise immobilière, en tenant compte de la fiscalité latente, dont la valeur vient se rajouter à celle de la partie opérationnelle.

- 5. En imaginant que l'ensemble immobilier (terrain + usine) vaille 6 M€ (contre une valeur nette comptable de 2 M€, avec une dotation annuelle aux amortissements de 0,140 M€), qu'un taux de rendement sur cet actif de 5 % soit raisonnable, que l'impôt sur les plus-values soit de 28 % et que le multiple du résultat d'exploitation de SYCOM soit de 5 fois compte tenu de la taille de SYCOM, quelle valorisation de ses capitaux propres trouvez-vous ?**

(Résultat d'exploitation 2018 + dotation aux amortissements de l'immobilier - loyer théorique)
x 5 + trésorerie nette + (valeur du terrain et bâtiment après impôt sur la plus-value)

$$(0,857 \times 2 - 5 \% \times 6 + 0,140) \times 5 + 2,307 + (6 - 4 \times 28 \%) = 15 \text{ M€}$$

- 6. Quel(s) conseil(s) pourriez-vous donner au dirigeant de SYCOM si vous pensez qu'il poursuivra sa stratégie de reprendre pour des sommes symboliques des petites entreprises à la barre du tribunal de commerce ?**

Dans le cadre d'une poursuite de la stratégie actuelle d'acquisition de petites sociétés à la barre du tribunal de commerce, et dans la mesure où SYCOM dispose d'une trésorerie abondante ainsi que sa société mère, la holding K, la cotation en bourse n'apporte rien puisque l'entreprise n'a pas besoin, dans ce cadre-là, de capitaux propres supplémentaires. Au contraire la cotation boursière entraîne des coûts, des contraintes et des pertes de temps, ainsi que l'inconvénient d'avoir un cours très bas et très détaché de la valeur réelle de l'action qui empêche toute opération de fusion ou de rachat payée en actions SYCOM.

Dans ces conditions, le mieux est probablement une sortie de bourse, la holding K utilisant ses liquidités pour acheter les trois fonds d'investissement dont on sait qu'ils sont sortants à court terme, et le flottant qui ne représente que 2 % du capital. Sur la base d'une valeur réévaluée de 15 M€, l'investissement nécessaire serait de 4,5 M€ que K peut financer avec ses disponibilités (1,9 M€) et un crédit relais de 2,6 M€ dont le remboursement s'effectuera naturellement par une petite partie de la trésorerie de SYCOM (6,2 M€) qu'elle récupérera une fois qu'elle aura acquis le contrôle intégral de SYCOM.

- 7. Quel(s) conseil(s) pourriez-vous donner au dirigeant de SYCOM si vous pensez que, l'appétit venant en mangeant, qu'il poursuivra sa stratégie de reprendre des entreprises à la barre du tribunal de commerce d'une taille nettement plus grande ?**

Si le dirigeant de SYCOM, capitalisant sur sa compétence démontrée de redressement d'affaires en faillite, voulait exercer son talent sur des entreprises de taille plus importante, il pourrait alors avoir besoin d'un financement plus important que celui dont il dispose actuellement dans la société.

À cet effet, il pourrait avoir besoin de réaliser des augmentations de capital profitant d'un niveau actuel de détention de 70 % des actions qui lui laisse une marge de manœuvre pour émettre de nouvelles actions tout en continuant de contrôler à plus de 50 % SYCOM. Pour ce faire, il faudrait vraiment animer la cotation boursière de SYCOM pour que la quasi absence de transactions sur cette société n'entraîne pas un cours de bourse massivement sous-évalué.

SYCOM devrait ainsi :

- susciter un suivi d'analyse financière de cette entreprise par au moins un analyste financier, quitte à ce qu'il soit payé par la société comme cela se fait souvent pour les petites entreprises cotée en bourse.
- reclasser la participation des trois fonds d'investissement qui sont structurellement vendeur à court terme contenu de leurs contraintes de liquidation en 2019 et en 2020. Les laisser vendre en Bourse conduit à peser sur le cours et à pérenniser une situation de sous-évaluation car leur sensibilité à la valeur de SYCOM semble très faible puisqu'ils savent que leurs clients investisseurs ne reviendront pas pour un nouveau fonds maintenant que l'avantage fiscal ISF a disparu. Pour eux, la liquidité compte plus que le prix où ils pourraient l'obtenir. À cet effet, on pourrait imaginer que la holding K rachète leurs actions et progressivement les recède dans le marché une fois que les résultats de la totalité de l'année 2018, qui devraient pourraient très bons compte tenu du redressement de la dernière acquisition de SYCOM et des très bons résultats du premier semestre, seront connus et qu'un suivi par un analyste financier de l'entreprise aura été mis en place.