

Évaluation de la Société Marseillaise du Tunnel du Prado-Carénage (SMTPC) dans le cadre de l'offre publique obligatoire annoncée par Vinci et Eiffage, suivie d'une expropriation des actionnaires tiers si les conditions d'un retrait de cote sont réunies

Pascal Quiry, détenteur direct et indirect de 1,95 % de SMTPC, professeur de finance à HEC Paris, titulaire de la chaire BNP Paribas et co-auteur du Vernimmen (Finance d'entreprise, Dalloz)

11 novembre 2021

Résumé

L'offre de Vinci et d'Eiffage de rachat à 21,1 € des actions des actionnaires minoritaires de SMTPC, annoncée le 31 mars 2021, est une offre opportuniste qui sous-évalue significativement l'action, dont nous démontrons ici que la valeur intrinsèque est comprise entre 37,5 € et 40 €.

Cette situation de sous-évaluation tient à **l'asymétrie d'information existante** actuellement sur SMTPC. En effet, aucune estimation précise n'a été publiquement donnée au marché sur le surcroît de chiffre d'affaires entraîné par l'ouverture à l'été 2023 de la bretelle Schlœsing. **Or ce potentiel de croissance est important comme notre étude le démontre.** Une seule analyste financière suit l'action SMTPC, et son modèle ne tient compte, à ce jour, que d'une hausse de 3 % de la fréquentation du tunnel SMTPC suite à l'ouverture de la bretelle Schlœsing, alors que l'entreprise la chiffre dans son plan d'affaires de 2019 à 13,4 %. Par ailleurs, les prévisions de trafic de cette analyste à partir de 2022, hors effet bretelle Schlœsing, sont inférieures de 8 % à celles annualisées observées de mi-mai à fin septembre 2021. En octobre 2021, cette analyste a revalorisé son estimation de la valeur par DCF de l'action SMTPC à 29 €. Quand elle intégrera la hausse de la fréquentation dans son modèle, elle trouvera des chiffres similaires aux nôtres.

Si Vinci et Eiffage n'ont pas donné de raison à la sortie de Bourse de SMTPC, on peut penser que l'ouverture de la bretelle Schlœsing au plus tard à l'été 2023 n'y est pas pour rien. Elle entraînera en effet une hausse de la fréquentation du tunnel SMTPC d'au moins 13 % dont ils ne bénéficieront qu'à 66 %, alors qu'ils supporteront 100 % de la baisse induite de la fréquentation du tunnel adjacent du Prado-Sud qu'ils contrôlent intégralement et qui a été chiffrée à 8,3 %.

Le prix annoncé de 21,1 €, devenu largement inférieur au cours de bourse depuis fin août (25€ actuellement), ne peut se justifier que par des hypothèses irréalistes de la fréquentation du tunnel : **aucune croissance** à l'ouverture de la bretelle Schlœsing, alors qu'elle a été de 11 % dans une situation similaire quand le tunnel adjacent du Prado Sud a ouvert, et que SMTPC la prévoit à 13,4 % dans son dossier d'extension de sa concession ; **couplée** avec une **chute de 19% en 2022 des passages par rapport à leur niveau d'avant la pandémie, tout en restant à ce niveau jusqu'à la fin de la concession.**

Alternativement, si l'on prend pour croissance de la fréquentation du tunnel due à l'ouverture de la bretelle Schlœsing le chiffre de **13,4 %, soit le montant prévu par la SMTPC** dans son dossier d'extension de la concession, il faut alors supposer, pour justifier le prix de 21,1 €, que la fréquentation annuelle du tunnel chute en 2022 de **29 % par rapport à son niveau d'avant la pandémie** et reste à ce niveau jusqu'à la fin de la concession.

Or dans le secteur des concessions autoroutières, et sauf chocs ponctuels comme la pandémie, les variations de la fréquentation sont faibles (environ 1 % l'an). Les baisses de 19 % ou 29 % de la fréquentation requises pour justifier le prix de 21,1 € sont d'autant plus inconcevables que SMTPC a indiqué que sur la seconde partie du T2 2021 (hors confinement mais avec couvre-feu pour l'essentiel) et sur le T3 2021, la fréquentation était sur un rythme annuel de 15,4 M de passages annualisés en progression de 3,4 % par rapport à 2019 (14,9 M).

La simplicité du compte de résultat d'un concessionnaire d'un tunnel urbain avec péage et la très faible volatilité de cette activité font que la modélisation de ses projections financières ne pose pas de difficultés particulières. Par ailleurs, la Métropole d'Aix Marseille Provence a rendu public le plan d'affaires de la SMTPC lié à l'extension de la bretelle Schlœsing.

En partant de taux d'actualisation de marché propres à ces actifs peu risqués (3,7 %) ou de ceux utilisés par Vinci (6,4 % **avant impôt**), et en supposant une fréquentation en 2022 en ligne avec celle de la seconde partie du T2 et du T3 2021 (15,4 M de passages annuels), **on aboutit à une valeur intrinsèque, par actualisation des flux de trésorerie disponible (DCF), de l'action SMTPC comprise en 37,5 € et 40 €,** sans prendre en compte aucune probabilité d'extension de la concession, déjà deux fois prolongée.

On rappelle que la sortie de Bourse d'APRR contrôlée par Eiffage s'est faite avec une prime de 23 % sur la valeur DCF, et de 22 % sur la valeur DCF pour la sortie de côte d'ASF contrôlée par Vinci. Ceci montre le caractère éminemment prudent des projections élaborées par les opérateurs.

L'évaluation par comparaison avec les pairs cotés, aboutit, une fois que l'on tient compte des différences de durée des concessions, à **37,7 €**.

C'est donc un prix compris entre 37,5 € et 40 €, correspondant à la valeur intrinsèque de l'action SMTPC, qui doit être payé par Vinci et Eiffage au titre de leur OPAS obligatoire du fait de leur mise en concert, et de l'expropriation des actionnaires qui pourrait suivre si les conditions du retrait obligatoire sont réunies.

Le TRI pour Vinci et Eiffage de l'expropriation des actionnaires minoritaires à 21,1 € serait de **13,5 %**, soit **3,6 fois** le coût du capital de cet actif. Trois virgule six fois plus que cela n'est justifié dans les conditions de marché présentes.

Au cours actuel de 25 €, ce TRI est de 10,3 %, soit 2,8 fois plus que cela n'est justifié dans les conditions de marché présentes.

Si Vinci et Eiffage ont parfaitement le droit de vouloir retirer de la cote leur filiale commune SMTPC, les règles de marché, en particulier dans le cas d'une offre publique obligatoire suivie d'un retrait obligatoire qui est une expropriation, font qu'ils doivent payer à tous les actionnaires minoritaires la valeur intrinsèque de l'action, comprise entre 37,5 € et 40 €, et non un prix significativement sous-évalué.

Plan

1 - Présentation de SMTPC	3
2 - Évolution de la fréquentation du tunnel du Prado-Carénage	6
3 - Analyse financière de SMTPC	9
4 - Analyse de l'action SMTPC arrêtée au 31 mars 2021	13
5 - Gouvernance de la SMTPC	15
6 - Politique de communication de la SMTPC	24
7 - Analyse des travaux du seul analyste suivant l'action SMTPC	25
8 - Projections financières de SMTPC	26
9 - Méthodes d'évaluation	38
10 - Évaluation de l'action SMTPC	39
11 - Analyse de l'action SMTPC depuis le 31 mars 2021	49
Annexes	51

1 - Présentation de SMTPC¹

La ville de Marseille est traversée par plusieurs tunnels publics construits au fur et à mesure du développement urbain et de la croissance du trafic routier. Ceux-ci ont été complétés par des tunnels gérés par le secteur privé, en particulier permettant de relier les deux autoroutes A50 (à l'est) et A55 (au nord) d'entrée et de sortie de la ville, et de désenclaver les quartiers sud de Marseille. Compte tenu des montants d'investissements en jeu, les autorités locales ont confié la réalisation et l'exploitation de ces tunnels au secteur privé dans le cadre de concession de tunnels routiers urbains, dont celui du Prado-Carénage.

Ces concessions sont des contrats de délégation de service public par lesquels la Métropole d'Aix-Marseille-Provence confie à un opérateur économique, le concessionnaire, le financement, la construction, l'entretien et l'exploitation d'un tunnel routier à ses risques et périls, en contrepartie de la perception de péages pour une durée déterminée. À la fin de cette période contractuelle, il est prévu que les ouvrages soient remis gratuitement par les concessionnaires à la Métropole, qui en devient alors le propriétaire unique.

Le tunnel Prado-Carénage est un tunnel routier d'une longueur totale de 2 450 mètres, à deux niveaux de circulation unidirectionnelle comprenant chacun 2 voies de 3 m de large² ; la vitesse y est limitée à 60 km/h. Il permet de traverser la ville de Marseille facilement et rapidement, le cas échéant sans quitter l'autoroute. En effet, il relie l'autoroute A55 depuis le nord de Marseille à l'autoroute A 50 située à l'est de Marseille et permet de desservir le centre-ville, les quartiers sud de la ville (Stade Vélodrome, plage du Prado, le parc du 26ème Centenaire), le Vieux Port, et la zone Euro Méditerranée – Les Docks – Les Ports.

Après un appel d'offres, la concession du tunnel Prado-Carénage a été confiée le 6 février 1989 à la Société Marseillaise du Tunnel Prado-Carénage (SMTPC), société cotée depuis 2004 sur la bourse de Paris, dont le premier actionnaire est le public avec 33,7 %, aux côtés de Vinci (33,2 %), d'Eiffage (32,9%), et des salariés (0,2 %). En vertu de cette concession, la SMTPC a été chargée du financement,

¹ Sources : SMTPC, Lettre du 21 novembre 2019 de la Commission Européenne à J.-Y. Le Drian.

² Le tunnel est interdit aux poids-lourds et aux bus.

de la conception, de la construction et de l'exploitation du tunnel pour une durée initiale de 30 ans à compter de la mise en service, qui a eu lieu le 18 septembre 1993, soit jusqu'au 18 septembre 2023. Des travaux complémentaires ont entraîné une première extension de la concession de 2 ans, soit au 18 septembre 2025, par décision de la concédante en date du 19 décembre 1994, puis une seconde extension en 2019 jusqu'au 18 janvier 2033.

La réalisation du tunnel Prado-Carénage a été financée exclusivement par des fonds privés, sans contribution ni garantie de l'Etat, de la ville de Marseille, d'autres collectivités territoriales ou des contribuables.

En 2020, 11,7 M³ d'utilisateurs (contre 14,9 M en 2019) ont emprunté le tunnel Prado-Carénage en s'acquittant d'un péage de 2,9 €, à un rythme moyen de 31 902 passages par jour (40 823 en 2019). D'où un chiffre d'affaires de 27,9 M€ (35,3 M€) et un résultat net de 6,9 M€ (12 M€). SMTPC emploie 61 salariés (59 en 2019).

Le prix du péage est indexé sur l'indice des prix à la consommation.



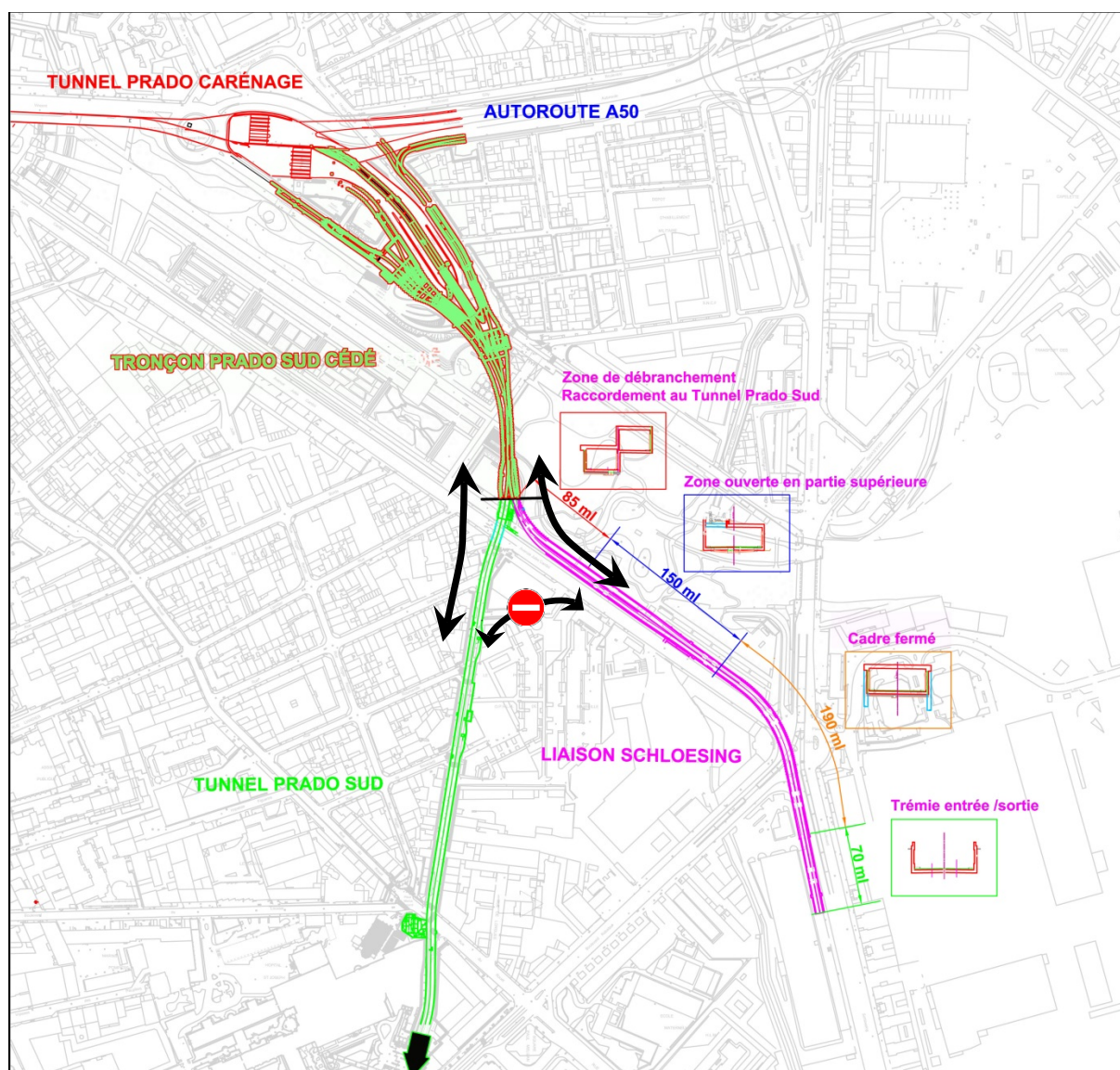
La Bretelle Schœsing

Depuis sa mise en service en 1993, les conditions de circulation dans l'environnement immédiat du tunnel Prado-Carénage ont évolué. La sortie du tunnel Prado-Carénage en centre-ville, vers une rue à

³ M = millions.

faible capacité de trafic, connaît des situations de congestion importante en surface, nécessitant des fermetures temporaires du tunnel pour régulation. Ces situations de congestion pourraient par ailleurs être aggravées par la politique de déplacement urbain de la Métropole qui veut étendre son réseau de tramway, impliquant la destruction de passerelles aériennes dans le quartier voisin du tunnel (place Ferrié, un nœud de congestion majeure à Marseille, et par où transitent quotidiennement 15 000 véhicules), et le report au sol du trafic des passerelles, alors même que la circulation est déjà difficile.

Pour répondre à ces enjeux de mobilité urbaine, combinés à des enjeux de sécurité d'exploitation (réduire les situations accidentogènes liées au trafic, faciliter l'intervention des forces de l'ordre et de sécurité dans le tunnel), la Métropole a souhaité la réalisation d'une bretelle de sortie du tunnel Prado-Carénage vers un boulevard - le boulevard Schlœsing - dont la capacité de trafic est adaptée au flux de circulation du tunnel. L'utilisation de cette bretelle sera gratuite, du fait de la difficulté de justifier un péage sur un ouvrage aussi court (855 mètres) en milieu urbain.



Cet ouvrage offrira un axe bidirectionnel à une voie de circulation par sens reliant directement le boulevard Schlœsing et le tunnel Prado-Carénage. Longue de 855 mètres, la bretelle sera composée de

360 mètres d'une section relevant aujourd'hui du périmètre d'une autre concession, celle de Prado-Sud⁴ - qui sera cédée à la concession Prado-Carénage (« tronçon Prado-Sud ») - et d'une nouvelle section d'environ 495 mètres à construire.

Le coût global de réalisation de la Bretelle Schlœsing (acquisition du tronçon de 360 mètres Prado-Sud pour 49,8 M€ et construction des 495 mètres de la bretelle proprement dite pour 41,7 M€) s'établit à 97 M€ (incluant 5,5 M€ de frais d'études préalables) et sera exclusivement financé par SMTPC, sans contribution ni garantie de la Métropole.

Vinci et Eiffage, qui construisent la Bretelle Schlœsing pour le compte de SMTPC, ont pris le marché à forfait ; un éventuel dépassement du budget des travaux est à leur charge et non à celle de SMTPC.

Le financement des travaux de la Bretelle Schlœsing est assuré :

- par un nouvel endettement bancaire pour 65,5 M€, contracté fin 2019, avec un taux d'intérêt annuel de Euribor + 1,35 % et un remboursement au plus tard le 31 décembre 2030, et
- par autofinancement et utilisation de la trésorerie disponible pour 31,5 M€ (39,4 M€ au 31 décembre 2020).

En contrepartie de la prise en charge de la totalité des travaux de construction de la Bretelle Schlœsing, SMTPC avait obtenu dans un premier temps (21 décembre 2015) une seconde extension de sa concession de 11 ans et 2 mois, avant que cette décision ne soit cassée par le préfet le 18 février 2016.

À budget de travaux identique, SMTPC a ensuite accepté le 18 octobre 2017 une extension de sa concession de 7 ans et 11 mois, avant qu'elle ne soit réduite finalement dans l'accord avec la Commission européenne⁵ du 21 novembre 2019 à 7 ans et 4 mois, la portant au 18 janvier 2033 (contre le 18 septembre 2025). Avec des travaux durant 38 mois et commencés au printemps 2020, la Bretelle Schlœsing devrait ouvrir au public à l'été 2023. Au 31 décembre 2020, 31 % des travaux ont été faits en 7 mois⁶ sur une durée annoncée de construction de 38 mois. il en sera également de même pour la bretelle Schlœsing. Au 30 juin 2021, 61,6 % des travaux de 41,7 M€ (25,7 M€) avaient déjà été réalisés en 13 mois⁷, même si l'objectif d'une ouverture à fin juillet 2023 est indiqué⁸. Notons qu'en 1993 le tunnel avait ouvert 4 mois plus tôt que prévu, et en 2013 le tunnel de Prado Sud avait lui aussi ouvert avec 7 mois d'avance⁹.

Au terme de la concession du tunnel Prado Carénage (incluant depuis 2007 le tunnel Rège), la Métropole d'Aix-Marseille Provence, qui devrait recevoir gratuitement le tunnel de SMTPC, s'est engagée à imposer au délégataire succédant à cette dernière des conditions d'exploitation identiques du tunnel.

2- Évolution de la fréquentation du tunnel du Prado-Carénage

⁴ La construction et l'exploitation du tunnel Prado-Sud ont été confiées à une autre société concessionnaire (la société Prado-Sud, détenue à 58,5 % par Vinci et à 41,5 % par Eiffage) en 2008 pour une durée de 46 années (prolongée d'un an en 2013), le tunnel de 1 500 m de long a été mis en service en novembre 2013. L'exploitation de ce tunnel est assurée par SMTPC aux termes d'un contrat de prestations de services passé avec la société du Prado-Sud.

⁵ Qui statuait en particulier au titre du contrôle des aides d'État.

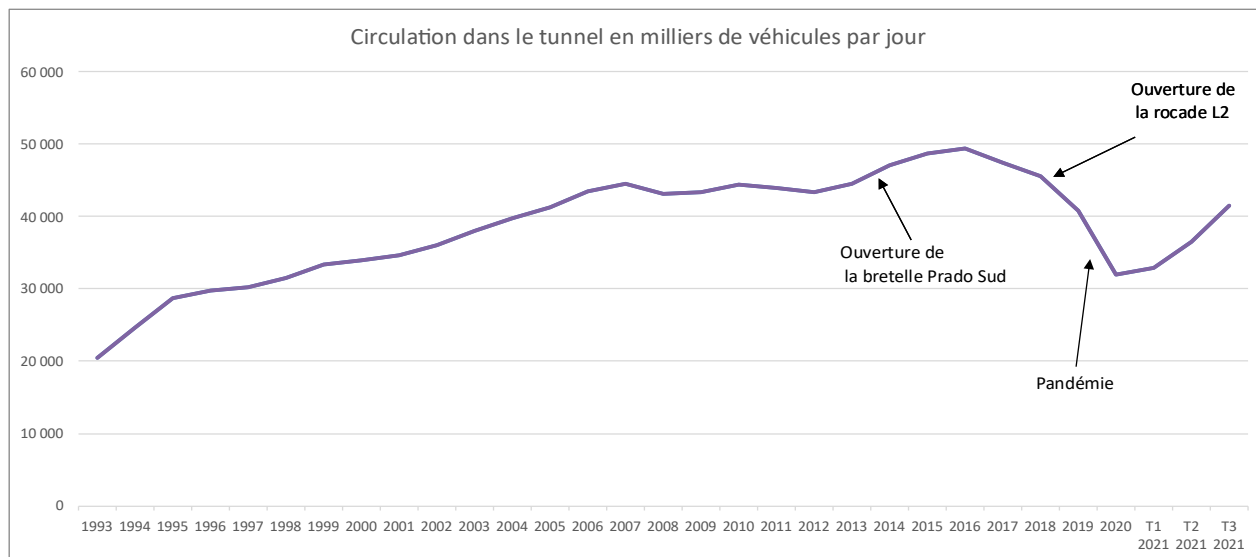
⁶ Page 31 du rapport annuel 2020 de la SMTPC.

⁷ Note 3 des comptes semestriels 2021 de SMTPC.

⁸ Page 6 des comptes semestriels 2021 de SMTPC.

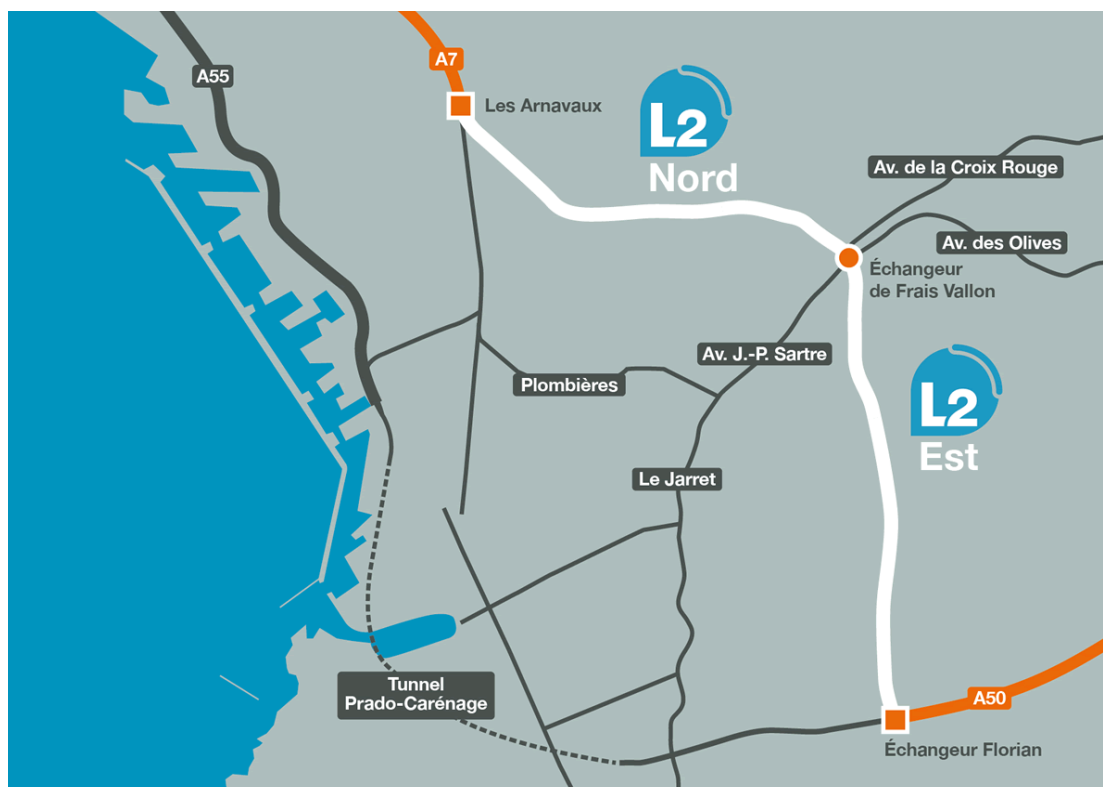
⁹ Dossier de presse de l'inauguration du tunnel Prado Sud, page 19

La fréquentation du tunnel du Prado-Carénage a toujours été orientée à la hausse depuis son ouverture en 1993 jusqu'en 2007, puis a entamé une phase de stabilité qui s'achève avec l'ouverture le 16 novembre 2013 du tronçon Prado-Sud¹⁰. Ce dernier, en prolongeant de 1 500 m le tunnel vers le stade-vélodrome et les plages du Prado, a permis de relancer sa fréquentation : + 5,8 % en 2014, + 3,5 % en 2015, + 1,3 % en 2016 avec 18,013 M de passages, soit un cumul de + 11 % :



L'ouverture le 29 novembre 2016 du tronçon Est, puis du tronçon Nord de la rocade L2 (17 et 25 octobre 2018), qui permettent d'effectuer gratuitement le contournement de Marseille et la jonction entre l'autoroute A50 vers l'est (Nice) et l'A7 vers le nord (Lyon), a alors conduit la SMTPC à perdre l'essentiel de sa clientèle de transit. Le trafic recule ainsi de 3,9 % en 2017, puis de 3,8 % en 2018, puis de 14,3 % sur les 9 premiers mois de 2019.

¹⁰ Propriété de la Société du Prado-Sud, contrôlée intégralement par Vinci et Eiffage, mais exploité par la SMTPC.



Au total, la baisse du trafic liée à l'ouverture de la rocade L2 est de 20,8 %, alors que SMTPC avait prédit une chute de son trafic de 36 %¹¹, ce qui illustre le caractère excessivement prudent des prévisions de trafic qu'elle effectue. Il est vrai qu'elle était en pleine négociation pour la prolongation de sa concession et qu'elle avait un intérêt financier dans ce cadre à minimiser ses estimations de recettes futures.

En effet, au dernier trimestre 2019, la chute du trafic est enrayée puisque celui-ci rebondit de 4,4 % à 3,851 M passages. Sur les deux premiers mois de 2020, la fréquentation accroît son rebond à + 5,5 %, avec 2,405 M de passages, alors même que la seconde quinzaine de février 2020 commence à être impactée par la pandémie¹². Autrement dit, **avant la survenance de la pandémie, la fréquentation annuelle du tunnel est sur un rythme de 15,1 M en passages annuels¹³.**

Puis, compte tenu de la pandémie et des mesures de confinement prises, le trafic est fortement affecté comme en témoigne l'évolution du nombre des passages trimestriels :

T1 2020 : 3,088 M, soit - 11,2 % par rapport au T1 2019, et - 83 % entre le 17 et le 31 mars 2020.

T2 2020 : 2,089 M, soit - 44,9 % par rapport au T2 2019, le T2 étant en confinement.

T3 2020 : 3,656 M, soit - 3,3 % par rapport au T3 2019, le T3 étant hors confinement.

T4 2020 : 2,843 M, soit - 26,2 % par rapport au T4 2019, le T4 étant en confinement.

¹¹ Dans le communiqué de presse du 3 février 2017.

¹² Voir le premier paragraphe de la page 35 du rapport annuel 2020 de SMTPC.

¹³ $(3,851 + 2,405) * 365 / (31 + 30 + 31 + 31 + 28) = 15,1$ M

T1 2021 : 2,963 M, soit - 4,0 % par rapport au T1 2020, le T1 étant hors confinement mais avec des restrictions de circulation.

T2 2021 : 3,317 M, soit + 58,9 % par rapport au T2 2020, le T2 étant pour l'essentiel sous couvre-feu.

T3 2021 : 3,816 M, soit + 4,4 % par rapport au T3 2020, ces deux périodes étant hors confinement ou couvre-feu, et + 0,9 % par rapport au T3 2020.

On remarque que, hors périodes de confinement ou de couvre-feu, au T3 2020 et au T3 2021, la fréquentation du tunnel revient quasiment à son niveau antérieur, -3,3 % par rapport au T3 2019, ou le dépasse, avec + 0,9 % pour le T3 2021. On peut penser qu'une partie de la clientèle du tunnel qui peut télé-travailler une partie de la semaine, l'a fait. Mais les chiffres démontrent que c'est très loin d'être le cas général, ni l'envie de la grande majorité des usagers du tunnel (artisans, livreurs en scooter, moto ou véhicule léger, etc.) dans une ville qui accueille peu de sièges sociaux et de bureaux, mais beaucoup de commerces, d'ateliers et d'usines.

Comme le troisième confinement est intervenu entre le 31 mars 2021 et le 3 mai 2021, l'analyse de la fréquentation est beaucoup plus pertinente sur la seconde moitié du T2 2021 : **du 16 mai au 30 juin 2021, elle est de 1,945 M en retrait de seulement 0,6 % par rapport à la même période de 2019, malgré un couvre-feu qui n'a été levé que le 20 juin¹⁴.**

En annualisant la fréquentation de la seconde partie du T2 2021, pourtant encore sous couvre-feu pour l'essentiel, cumulée à celle du T3 2021, **on aboutit à une fréquentation annuelle de 15,4 M, en hausse de 3,4 % sur 2019.** Alors que la fréquentation du tunnel est très linéaire tout au long de l'année (voir le tableau du bas de cette page), hors le choc de la pandémie, le recul de 0,6 % par rapport à 2019 se réconcilie avec une progression annualisée de 3,4 % par le fait qu'au T2 2019, l'ouverture de la rocade L2 produisait encore ses effets négatifs sur la fréquentation du tunnel du Prado-Carénage (baisse de la fréquentation de 14,3 % au T2 2019). Ce n'est en effet qu'à partir du T4 2019 que la fréquentation du tunnel rebondit (+ 4,4 %), après une dernière baisse de 14,5 % au T3 2019.

Sur la seconde moitié du T2 2021 et le T3 2021, le rythme annuel de fréquentation s'établit à 15,4M¹⁵, en progression de 3,4 % sur la même période de 2019.

3 – Analyse financière de la SMTPC

Depuis 2015, la SMTPC a connu deux événements majeurs qui ont affecté son passé immédiat et affecteront son futur :

- **la création d'une nouvelle rocade gratuite (L2)** permettant un contournement urbain plus aisé du centre-ville, qui a réduit le trafic empruntant le tunnel de SMTPC à partir de fin 2016,
- **une seconde extension de la concession, jusqu'au 18 janvier 2033, en contrepartie de la construction de la bretelle Schœsling** fluidifiant la circulation en centre-ville. Les travaux ont débuté en 2020, avec une ouverture prévue à l'été 2023, pour un coût total de 97 M€.

¹⁴ La fréquentation du 1er avril au 15 mai 2019 (1,832 M), 2020 et 2021 (1,372 M) a été donnée par la SMTPC en réponse écrite à des questions posées lors de l'AG 2021 dont fait état son PV. La fréquentation sur la seconde partie du trimestre peut donc s'en déduire : $3,789 - 1,832 = 1,957$ M pour 2019, et $3,317 - 1,372 = 1,945$ M pour 2021.

¹⁵ $(1,945 + 3,816) \times 12 / 4,5 = 15,4$ M.

Alors que la fréquentation du tunnel était en légère croissance en 2016 (+ 1,3 %) après + 3,5 % en 2015, les années suivantes montrent une chute de 17,3 % jusqu'en 2019 du fait de l'ouverture de la nouvelle rocade. Le chiffre d'affaires recule lui de seulement 14 % de 2016 à 2019 grâce à une progression des tarifs qui suivent l'inflation. 2020 est bien sûr atypique en raison de la pandémie qui obère les ventes de 21 %.

Sauf bien sûr en temps de pandémie, l'activité de SMTPC est régulière tout au long de l'année, comme le montre la part de la fréquentation trimestrielle dans la fréquentation annuelle qui est très stable, mise à part 2018. Cette année-là, le T4 est marqué par la première baisse trimestrielle forte (14,7 %) de la fréquentation due à l'ouverture complète de la rocade L2 le 25 octobre 2018, qui distord les proportions trimestrielles :

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
T1	23,5%	23,7%	24,4%	24,2%	24,8%	23,3%	26,4%
T2	25,4%	25,9%	26,0%	25,6%	26,6%	25,4%	17,9%
T3	25,3%	25,4%	24,9%	25,3%	26,6%	25,4%	31,3%
T4	25,9%	25,0%	24,7%	25,0%	22,2%	25,8%	24,4%
Année	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Sources : Données SMTPC.

Grâce à une baisse des charges parallèle à celle de son activité, ce qui est assez remarquable pour une société d'infrastructures où les coûts sont fixes pour la plupart, l'EBE se maintient de 2015 à 2019 à un niveau très élevé de 76 %, caractéristique des entreprises d'infrastructures, qui ont des coûts d'exploitation faibles et des investissements initiaux très lourds. En particulier SMTPC a réduit son principal coût fixe, son personnel, passé de 69 personnes en 2015 à 59 en 2019. La pandémie a pour effet de réduire la marge d'EBE de 76 % des ventes en 2019 à 75 % en 2020.

Les dotations aux amortissements ne traduisent pas dans le cas particulier d'une concession, l'usure économique de l'ouvrage, mais la nécessité d'avoir totalement amorti le tunnel à la fin de la concession en janvier 2033. D'où leur importance, ici à un peu plus de 20 % des ventes, avant d'amorcer une hausse à 26 % en 2019 du fait des investissements lancés avec la bretelle Schlœsing, et 37,5 % en 2020 (la pandémie conduisant à la hausse temporaire de ce chiffre, en raison de la baisse temporaire des péages).

Le résultat net représente, sauf en 2020, un bon tiers des ventes.

Compte de résultat

(Clôture des comptes le 31 décembre de chaque exercice)

Normes françaises

En milliers d'euros	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Nombre de passages annuels en milliers	17 787	18 013	17 306	16 643	14 900	11 676
Croissance annuelle de la fréquentation en volume, hors impact ouverture bretelle Schlesing		1,3%	-3,9%	-3,8%	-10,5%	-21,6%
Hausse de fréquentation annuelle due à l'ouverture de la bretelle Schlesing						
Prix officiel du billet TTC	2,80 €	2,80 €	2,80 €	2,80 €	2,90 €	2,90 €
Prix officiel revalorisé de l'inflation					2,94 €	2,95 €
Prix effectif du passage HT	2,23 €	2,22 €	2,23 €	2,24 €	2,30 €	2,30 €
Taux de croissance du prix effectif du passage		-0,5%	0,4%	0,2%	2,7%	0,1%
Taux d'inflation dans l'économie	0,0%	0,2%	1,0%	1,8%	1,3%	0,5%
Chiffre d'affaires péages	39 743	40 032	38 607	37 208	34 204	26 825
Chiffre d'affaires autres revenus	978	978	1 135	1 096	1 146	1 085
<i>Dont facturations à Prado Sud</i>	<i>741</i>	<i>742</i>	<i>722</i>	<i>723</i>	<i>666</i>	<i>670</i>
Chiffre d'affaires total	40 721	41 010	39 742	38 304	35 350	27 910
- Charges externes	3 679	3 484	3 792	3 608	3 114	2 902
= Valeur ajoutée	37 042	37 526	35 950	34 696	32 236	25 008
- Charges de personnel	4 928	5 140	4 850	4 816	4 237	3 781
- Impôts et taxes	908	897	892	791	743	555
+/- Autres produits/ charges	(152)	(334)	202	165	(320)	210
= Excédent brut d'exploitation	31 054	31 155	30 410	29 254	26 936	20 882
- Dotations aux amortissements	8 666	8 891	8 119	8 731	9 241	10 479
= Résultat d'exploitation	22 388	22 264	22 291	20 523	17 695	10 403
- Coût de l'endettement net	656	296	206	130	136	540
+ Autres éléments financiers	57	12				
+ Eléments non récurrents	(133)	(68)	(350)	(51)	(6)	(301)
= Résultat avant impôt	21 656	21 912	21 735	20 342	17 553	9 562
- Impôt sur les bénéfices	7 743	7 776	6 778	6 841	5 553	2 648
Résultat net	13 913	14 136	14 957	13 501	12 000	6 914

Sources : Données SMTPC.

Compte de résultat en %

(Clôture des comptes le 31 décembre de chaque exercice)

En % du chiffre d'affaires	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Chiffre d'affaires péages	97,6%	97,6%	97,1%	97,1%	96,8%	96,1%
Chiffre d'affaires autres revenus	2,4%	2,4%	2,9%	2,9%	3,2%	3,9%
Chiffre d'affaires total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
- Charges externes	11,5%	8,5%	9,5%	9,4%	8,8%	10,4%
- Charges de personnel	12,1%	12,5%	12,2%	12,6%	12,0%	13,5%
- Impôts et taxes	2,2%	2,2%	2,2%	2,1%	2,1%	2,0%
+/- Autres produits/ charges	1,8%	-0,8%	0,5%	0,4%	-0,9%	0,8%
= Excédent brut d'exploitation	76,0%	76,0%	76,5%	76,4%	76,2%	74,8%
- Dotations aux amortissements	21,3%	21,7%	20,4%	22,8%	26,1%	37,5%
= Résultat d'exploitation	54,7%	54,3%	56,1%	53,6%	50,1%	37,3%
- Coût de l'endettement net	1,6%	0,7%	0,5%	0,3%	0,4%	1,9%
+ Autres éléments financiers	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
+ Eléments non récurrents	-0,1%	-0,2%	-0,9%	-0,1%	0,0%	-1,1%
= Résultat avant impôt	53,2%	53,4%	54,7%	53,1%	49,7%	34,3%
- Impôt sur les bénéfices	19,0%	19,0%	17,1%	17,9%	15,7%	9,5%
Résultat net	34,2%	34,5%	37,6%	35,2%	33,9%	24,8%

Sources : Données SMTPC.

Du fait de l'acquisition à la Société du Prado-Sud du tronçon d'un tunnel permettant de connecter la future bretelle Schlœsing au tunnel actuel pour 50 M€, les immobilisations nettes bondissent fin 2020 à 88 M€, venant de 60 M€ en 2015. Les investissements faits avant 2019, de l'ordre de 2 M€ par an, correspondent à l'entretien et à la modernisation du tunnel.

Bilan

En milliers d'euros	2015	2016	2017	2018	2019	2020
+ Immobilisations incorporelles	899	941	1 278	1 038	1 441	1 351
+ Immobilisations corporelles	58 910	54 184	45 804	39 080	38 610	37 643
+ Tronçon acquis de Prado Sud					49 800	49 159
+ Immobilisations financières						3
= Actifs immobilisés (1)	59 809	55 125	47 082	40 118	89 851	88 156
Stocks	100	92	96	97	102	106
+ Clients	(788)	(969)	(826)	(822)	(786)	(934)
+ Autres actifs d'exploitation	1 215	1 521	2 382	1 610	216	4 126
- Fournisseurs	810	694	624	1 158	1 066	1 002
- Autres dettes d'exploitation	7 276	6 551	5 593	5 008	4 931	4 883
= Besoin en fonds de roulement (2)	(7 559)	(6 601)	(4 565)	(5 281)	(6 465)	(2 587)
Actifs hors exploitation	-	-	-		9 957	-
- Passifs hors exploitation (fournisseurs d'immobilisations)	1 326	1 095	152	812	637	733
= BFR hors exploitation (3)	(1 326)	(1 095)	(152)	(812)	9 320	(733)
Actif économique = (1)+(2)+(3)	50 924	47 429	42 365	34 025	92 706	84 836
Capitaux propres (4)	55 754	58 796	62 661	65 069	65 978	72 894
Dettes financières LT	25 307	19 994	14 718	9 606	46 013	51 304
+ Dettes financières CT					-	-
- Trésorerie et équivalents de trésorerie	30 137	31 361	35 014	40 650	19 285	39 362
= Endettement bancaire et financier net (5)	(4 830)	(11 367)	(20 296)	(31 044)	26 728	11 942
Capitaux investis = (4)+(5)	50 924	47 429	42 365	34 025	92 706	84 836

Sources : Données SMTPC.

Du fait de clients payant comptant (voire en avance avec les formules d'abonnement), d'absence de stocks significatifs, et des délais des fournisseurs d'exploitation, le besoin en fonds de roulement d'exploitation est sans surprise négatif (un à deux mois de ventes) :

Rotation du BFR d'exploitation	2015	2016	2017	2018	2019	2020
BFR d'exploitation / Chiffre d'affaires, en jours de chiffre d'affaires	-56j	-49j	-35j	-42j	-56j	-28j
Délai clients en jours de CA	-6j	-7j	-6j	-7j	-7j	-10j
Stocks en jours de CA	1j	1j	1j	1j	1j	1j
Fournisseurs en jours d'achat et de services externes	53j	61j	50j	98j	104j	105j
Taux de TVA	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%

Sources : Données SMTPC.

On notera la présence fin 2019 d'un important BFR hors exploitation positif (9,3 M€), dû à un crédit de TVA qui a été remboursé à SMTPC début 2020, et qui majorait artificiellement son endettement bancaire et financier net au 31 décembre 2019.

Tableau des flux de trésorerie

En milliers d'euros	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Résultat net de l'ensemble consolidé	13 913	14 136	14 957	13 501	12 000	6 914
+ Dotation aux amortissements	8 666	8 891	8 119	8 731	9 241	10 479
+ Charges et produits sans incidence sur la trésorerie	(760)	296	2 142	(289)	179	122
= Capacité d'autofinancement	21 819	23 323	25 218	21 943	21 420	17 515
- Variation du besoin en fonds de roulement d'exploitation	360	958	2 036	(716)	(1 184)	3 878
= Flux d'exploitation (1)	21 459	22 365	23 182	22 659	22 604	13 637
- Investissements industriels	770	4 527	2 219	1 504	59 154	8 905
- Variation du besoin en fonds de roulement hors exploitation	(1 115)	231	943	(660)	10 132	(10 053)
- Investissements financiers					-	-
+ Produits nets des cessions	7	21		24	1	1
= Flux d'investissement (2)	352	(4 737)	(3 162)	(820)	(69 285)	1 149
Flux de trésorerie disponible après charges financières (1)+(2)	21 811	17 628	20 020	21 839	(46 681)	14 786
+ Augmentation (réduction) de capital						-
- Dividendes	11 091	11 091	11 091	11 091	11 091	-
= Réduction (augmentation) de l'endettement net	10 720	6 537	8 929	10 748	(57 772)	14 786
Endettement net en début de période	5 890	(4 830)	(11 367)	(20 296)	(31 044)	26 728
Endettement net en fin de période	(4 830)	(11 367)	(20 296)	(31 044)	26 728	11 942

Sources : Données SMTPC.

De 2015 à 2018, SMTPC dégage un flux de trésorerie disponible annuel stable à 20 M€ environ, dont la moitié sert au paiement d'un dividende et l'autre moitié à achever son désendettement (fin 2015), puis à constituer des réserves de trésorerie (31 M€ fin 2018) afin de financer une partie du coût des travaux de la bretelle Schlœsing (97 M€). Sans cet investissement, les dividendes auraient pu représenter la totalité de la génération de trésorerie de la SMTPC.

Fin 2020, le niveau d'endettement net, à 11,9 M€, n'est pas un sujet car couvert par moins d'un an d'un EBE pourtant affaibli temporairement par la pandémie :

Structure d'endettement	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Dettes bancaires et financières nettes/ EBE	-0,2	-0,4	-0,7	-1,1	1,0	0,6
Résultat d'exploitation / coût de l'endettement	34	75	108	158	130	19
Actifs circulants / passifs circulants	379%	442%	590%	674%	314%	725%
Dettes bancaires et financières nettes /capitaux propres	-0,1	-0,2	-0,3	-0,5	0,4	0,2

Source : Calculs à partir des données SMTPC.

La liquidité de SMTPC est excellente avec quasiment 40 M€ en caisse fin 2020, dont 11 M€ dus au non-paiement d'un dividende en 2020 pour 11 M€.

La rentabilité économique de SMTPC est à analyser avec précaution car son statut de concession lui fait amortir son ouvrage beaucoup plus vite que ne le justifie l'usure économique, ce qui conduit à réduire le résultat d'exploitation ainsi que le montant comptable de l'actif économique. Avec des chiffres compris entre 30 et 40 % jusqu'en 2018, la rentabilité économique est bien sûre excellente. Elle chute en 2019 et 2020, et devient non significative du fait du début de réalisation des investissements qui ne sont pas encore productifs.

Rentabilités	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Résultat d'exploitation après impôt sur les sociétés / Chiffre d'affaires	35,2%	35,0%	38,6%	35,6%	34,2%	27,0%
x						
Chiffre d'affaires / Actif économique hors filiales	0,8	0,9	0,9	1,1	0,4	0,3
= Rentabilité économique après impôt	28,1%	30,3%	36,2%	40,0%	13,0%	8,9%
Coût de la dette après impôt sur les sociétés	-8,7%	-1,7%	-0,7%	-0,3%	0,3%	3,3%
Levier financier (Endettement bancaire et financier net / Capitaux propres)	-0,1	-0,2	-0,3	-0,5	0,4	0,2
Rentabilité des capitaux propres après impôt	25,0%	24,2%	24,4%	20,8%	18,2%	9,9%
Part de la rentabilité des capitaux propres expliquée par l'effet de levier	-12%	-25%	-48%	-92%	28%	10%
Taux apparent d'impôt sur les sociétés	35,8%	35,5%	31,2%	33,6%	31,6%	27,7%

Source : Calculs à partir des données SMTPC.

Du fait de l'endettement net négatif de 2015 à 2018, la rentabilité des capitaux propres est inférieure à la rentabilité économique, tout en étant excellente (20 à 25 %), et devient supérieure à la rentabilité économique à partir de 2019 en raison de l'effet de levier positif de la dette.

SMTPC, comme toute société exploitant une infrastructure, génère une rente (flux réguliers et importants) servant d'abord à se désendetter, puis à verser des dividendes importants avant de se liquider à la fin de sa concession. L'entreprise crée de la valeur, sa solvabilité est excellente ainsi que sa capacité à rembourser ses dettes.

4- Analyse de l'action SMTPC au 31 mars 2021

L'action SMTPC a été introduite en Bourse le 9 juillet 2004.

Les évolutions du cours sont marquées :

- par le détachement des dividendes (D sur le graphique ci-dessous) qui sont importants compte tenu du statut de valeur de rendement que son activité d'infrastructure et sa structure financière faiblement endettée lui confèrent.



- par les nouvelles relatives à la durée de la concession (fin 2019),
- par les nouvelles relatives à l'effet de l'ouverture de la rocade L2 (début 2017).

Ceci dans le cadre très particulier d'une entreprise qui, sauf troisième prolongation de sa concession, ne vaudra plus rien en 2033, ce qui tire progressivement son cours vers zéro, au fur et à mesure que les dividendes sont versés et que le temps passe.

En février 2020, les effets de l'annonce de l'extension de la concession se tarissent et le cours se stabilise à 23 € juste avant l'irruption de la pandémie.

Les transactions annuelles représentent sur les trois dernières années le tiers du flottant, correspondant à un volume de 12,3 M€ en 2020, soit environ 50 k€ par jour, ce qui donne une bonne liquidité pour une entreprise capitalisant environ 100 M€. Le premier trimestre 2021 marque une accélération de la rotation du capital avec des échanges qui représentent en rythme annuel 53 % du flottant, probablement attisé par le retour du versement d'un dividende, toujours très important (environ 10 % du cours) pour une valeur de rendement dont les principaux actionnaires non contrôlants sont des petits porteurs.

Paramètres de valeur	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Cours le plus haut	35,0	33,8	26,7	26,4	21,2	22,9	18,4
Cours le plus bas	30,5	28,3	18,7	17,2	17,7	13,5	14,7
Dernier cours	34,6	32,0	23,0	21,8	20,3	16,0	16,5
Cours moyen de l'année	33,4	32,0	22,1	21,4	19,2	16,0	23,0
Nombre d'actions en milliers	5 838	5 838	5 838	5 838	5 838	5 838	5 838
Bénéfice net courant (part du groupe) par action en €	2,39	2,43	2,62	2,32	2,06	1,24	1,32
Taux de croissance du BPA		2%	8%	-11%	-11%	-40%	6%
PER	14,0	13,2	8,4	9,2	9,3	12,9	17,5
Multiple des ventes	4,66	4,28	2,74	2,45	3,93	4,30	3,93
Multiple d'excédent brut d'exploitation	6,1	5,6	3,6	3,2	5,2	5,8	5,3
Multiple de résultat d'exploitation	8,5	7,9	4,9	4,6	7,9	11,5	10,8
Dividende par action en €	1,9	1,9	1,9	1,9	0,0	1,9	1,9
Rendement en %	5,7%	5,9%	8,6%	8,9%	9,9%	0,0%	8,3%
Taux de distribution en %	80%	78%	72%	82%	0%	154%	144%
Titres échangés	428 740	533 090	1 060 000	703 730	584 050	681 040	263 475
En % du flottant	22%	27%	54%	36%	30%	35%	13%
Capitalisation boursière moyenne en M€	195	187	129	125	112	93	134
Capitaux propres comptables part du groupe en M€	56	59	63	65	66	73	69
Capitalisation boursière moyenne / capitaux propres comptables pdg	3,5	3,2	2,1	1,9	1,7	1,3	1,9

Données arrêtées au 31 mars 2021, avant l'annonce de l'offre de Vinci et Eiffage

Le flottant, 33,9 % du capital (100 % du capital, moins Vinci et Eiffage) est très éclaté, puisque les 8 principaux actionnaires suivants Vinci et Eiffage ne détenaient au 31 décembre 2020 que 2,88 % du capital¹⁶. On peut présumer que le solde du capital est détenu par des milliers de petits porteurs (avec une probable surreprésentation géographique des Bouches-du-Rhône). En effet, SMTPC est un produit unique en Bourse qui permet de transformer un capital en une rente sur 12 ans, indexée sur l'inflation, avec un potentiel avéré de développement (bretelle Schlœsing), un risque faible (le β de l'action SMTPC est de l'ordre de 0,5), et une bonne liquidité.

5- Gouvernance de la SMTPC

La gouvernance de la SMTPC est, **en apparence**, satisfaisante. La composition du conseil d'administration reflète celle de l'actionnariat avec un président non salarié et non ancien salarié de

¹⁶ Selon Refinitiv Eikon.

Vinci ou Eiffage (directeur général des services techniques, puis secrétaire général adjoint de la mairie de Marseille, directeur général de la société d'autoroutes AREA entre 1998 et 2006, avant qu'elle ne soit acquise par Eiffage), deux administratrices indépendantes, trois administrateurs personnes morales représentant Vinci et trois administrateurs personnes morales représentant Eiffage. SMTPC déclare suivre le code de gouvernance de Middledenext.

Au-delà de cette apparence, la réalité est nettement moins satisfaisante :

- a) **Un des deux administratrices indépendantes, Mme Isabelle Salaün, est aussi administratrice indépendante . . . d'Eiffage**, situation singulière pour le moins en France. Comment peut-on être administratrice indépendante de la maison mère et l'être aussi de la filiale cotée à 33 % ? Ce n'est pas la mention indiquée dans le document universel d'enregistrement d'Eiffage¹⁷, selon laquelle Mme I. Salaün s'abstiendra de participer aux discussions du conseil d'Eiffage en cas de conflit d'intérêt avec la SMTPC, qui résout la contradiction. Car le sujet ne se pose évidemment pas au niveau du conseil d'Eiffage, mais de celui de la SMTPC.

Le Haut comité de gouvernance d'entreprise (HCGE) a été consulté en 2020 sur une situation similaire et a indiqué dans son rapport annuel 2020¹⁸ : « *L'exercice d'un mandat d'administrateur indépendant au sein du conseil de la société de tête (société A) est-il susceptible d'affecter le statut d'administrateur indépendant de cette personne au sein du conseil de la société B, dans laquelle la société A détiendrait une participation significative ? Il est précisé que l'administrateur de la société A siègerait au sein du conseil d'administration de B à titre personnel, et non en qualité de représentant de la société A. Dit autrement, est-il possible de qualifier un administrateur d'indépendant à la fois dans la société A et dans la société B ?*

Le Haut Comité a considéré que, dès lors qu'il ne représenterait pas la société A au sein du conseil d'administration de la société B, la situation de l'administrateur en cause doit être appréciée non pas au regard de l'article 8.7 du code Afep-Medef qui ne vise que la situation du représentant des actionnaires importants de la société, mais au regard de l'article 8.2 du Code, qui énonce qu'« un administrateur est indépendant lorsqu'il n'entretient aucune relation de quelque nature que ce soit avec la société, son groupe, ou sa direction, qui puisse compromettre l'exercice de sa liberté de jugement.

Il a estimé que les dispositions du Code ne s'opposent pas, par principe, à ce qu'un même administrateur siège en qualité d'indépendant au sein de deux sociétés ayant des liens capitalistiques entre elles. Toutefois, les critères de l'article 8.2, qui requièrent la connaissance de la relation qu'entretient l'administrateur avec la société, son groupe ou sa direction, supposent nécessairement une analyse factuelle poussée de la nature exacte des relations entretenues et donc une analyse au cas par cas. En outre, en tout état de cause, le Haut Comité considère qu'en opportunité, la nomination du même administrateur au sein des conseils d'administration de A et B crée une apparence susceptible de faire naître des doutes sur le rôle exact et donc l'indépendance d'un tel administrateur. »

On remarquera déjà que le cas est tellement rare qu'il a fallu 7 ans pour qu'un groupe (AXA) interroge le HCGE sur cette situation à propos d'Antoine Gosset-Grainville, administrateur indépendant depuis 2019 d'AXA Assurances IARD Mutuelle et AXA Assurances Vie Mutuelle, qui était pressenti pour devenir administrateur indépendant d'AXA contrôlé à 25 % par ces deux mutuelles. Antoine Gosset-Grainville, par ailleurs avocat et co-fondateur du cabinet BDGS, a estimé, compte tenu de l'avis du HCGE mentionné plus haut, et en particulier la partie en gras, qu'il convenait de démissionner de ses deux postes au conseil d'administration des mutuelles AXA pour pouvoir devenir administrateur indépendant d'AXA. Ce qu'il a fait.

¹⁷ Page 261, édition 2020.

¹⁸ Page 14.

Il est vrai que SMTPC, filiale à 64 % de deux groupes qui adhèrent au code Afep-Medef, suit les dispositions du code Middlednext. Mais l'indépendance préexiste aux codes, ce qui fait que l'on n'est pas indépendant selon un code et pas selon un autre.

À l'occasion de la nomination de l'expert indépendant pour l'OPAS obligatoire¹⁹ SMTPC indique « *en application des dispositions des articles 261-1 et 261-1-1 du règlement général de l'AMF* ». Or l'article 261-1-1 traite du cas où l'entreprise, faute d'au moins deux administrateurs indépendants, ne peut pas former le comité comprenant au moins deux administrateurs indépendants pour procéder à la nomination de l'expert. Ainsi, soit Madame Isabelle Salaün a souhaité se déporter et ne pas faire partie de ce comité pour la nomination de l'expert indépendant en considération de sa situation de conflit d'intérêt avec Eiffage ; ou SMTPC a estimé que Madame Isabelle Salaün ne pouvait pas être considérée comme administratrice indépendante pour faire partie du comité proposant la nomination d'un expert indépendant donné. En tout état de cause, on peut se demander pourquoi la même attitude n'a été adoptée chaque année au moment du vote des nombreuses conventions avec Eiffage ou sa filiale Prado Sud, convention dont on verra plus loin qu'elles posent des problèmes de ripages de profit au détriment de SMTPC et au profit de Prado-Sud.

- b) **Le comité des nominations et des rémunérations n'est composé que deux membres, représentant d'Eiffage et de Vinci**, sans administrateur indépendant contrairement à la pratique si répandue, pratique que vient d'ailleurs d'entériner la dernière version du code de gouvernance Middlednext qui recommande que, non seulement ce comité comporte des administrateurs indépendants, mais qu'il soit **présidé** par l'un d'entre eux²⁰.
- c) **Le directeur général de la SMTPC est aussi Président de la société Prado-Sud (contrôlée intégralement par Vinci et Eiffage) et dont l'exploitation du tunnel a été confiée à la SMTPC.** Or les directeurs généraux de la SMTPC sont des anciens cadres de Vinci ou d'Eiffage en attendant de le redevenir après leur période à SMTPC comme l'illustre le parcours de Mme Cécile Cambier : Eiffage Concessions (2004-2008), Vinci Concession (2008-2014), SMTPC et Prado-Sud (2014-2021), Eiffage, direction des concessions (2021-), ou celui de son successeur M. Jérôme Havard : Vinci Concession (2016-2021), SMTPC et Prado-Sud (2021-). **Le directeur général de la SMTPC est ainsi titulaire d'un contrat de travail auprès de Vinci Concessions** auprès de qui il effectue d'autres missions, non précisées dans le rapport annuel²¹, en plus de la présidence de Prado Sud. Ces trois casquettes ne sont pas sans générer des conflits d'intérêt dont on imagine bien comment ils sont arbitrés par les intéressés.
- d) Force est malheureusement de constater que SMTPC ne met pas en œuvre ce qui est écrit dans le préambule du règlement intérieur de son conseil d'administration²². « *En adoptant le présent règlement intérieur, le conseil d'administration de la Société Marseillaise du Tunnel du Prado-Carénage se réfère à l'esprit du code de gouvernement d'entreprise de Middlednext au travers de ses recommandations et de ses points de vigilance* ». **Si SMTPC respectait l'esprit du code**

¹⁹ Communiqué de presse du 9 juillet 2021.

²⁰ Recommandation R7, page 27 du code Middlednext, septembre 2021.

²¹ Page 83 du rapport annuel 2020 de SMTPC.

²² Page 4.

Middlenext comme elle l'écrit, ce n'est pas en apparence deux administrateurs indépendants, et en réalité un, qui feraient partie du conseil, mais trois ou quatre selon l'esprit du code Middlenext de 2016 : « *À titre indicatif, pour un conseil de taille significative, le ratio d'administrateurs indépendants pourrait être au minimum d'un tiers pour une société contrôlée, et s'approcher des 50 % pour une société dont le capital est dilué.* »²³ Ce qui donne trois administrateurs indépendants si l'on considère que Vinci et Eiffage agissent de concert et que donc la société est contrôlée ; ou quatre, si l'on en croit les deux actionnaires qui prétendent ne pas agir de concert, avec donc un actionnariat dilué sans actionnaire contrôlant.

Mais SMTPC se garde bien de suivre l'esprit de ce code, et opte pour sa lettre qui convient beaucoup mieux aux deux actionnaires majoritaires qui sont les deux seuls à siéger au comité de gouvernance, en se contentant de suivre la recommandation « *au moins deux administrateurs indépendants* »²⁴ dans sa version minimaliste. De surcroît, SMTPC reste au niveau des apparences en ne s'interrogeant pas, comme le code Middlenext l'invite à le faire²⁵, sur l'indépendance effective de Madame Isabelle Salaün depuis sa nomination au conseil d'Eiffage en 2015, au-delà du respect strictement formel des 5 critères qu'il énonce et que Madame Salaün remplit.

Autrement dit, dans un conseil d'administration de 9 personnes, seule Madame Vial-Brocco peut, probablement, être qualifiée d'administrateur indépendant. Seule face à 9, en incluant le directeur général. Avec un président, et un directeur général qui prépare les dossiers, qui ont les mêmes fonctions au sein de Prado Sud. Avec un directeur général de SMTPC qui sait qu'il n'est que pour quelques années à SMTPC et qu'il retournera tôt ou tard chez Vinci ou bifurquera vers Eiffage comme son prédécesseur, et qui de surcroît a gardé un contrat de travail avec Vinci.

Dans ce contexte, il faut une force de caractère, une présence physique, une volonté de faire valoir ses vues, rares chez un individu, immergé dans un groupe de personnes qui spontanément pensent d'abord aux intérêts de Prado Sud, Eiffage et Vinci, puisque c'est leur intérêts personnels ou professionnels, avant de penser aux intérêts de SMTPC et de ses actionnaires minoritaires. Comme le dit Warren Buffett avec sa truculence et sa sagesse nourrie de son expérience pluri décennale des conseils d'administration : « Voter non dans un conseil d'administration, c'est comme roter bruyamment dans un dîner. Vous ne pouvez pas le faire souvent, sinon vous allez vite vous retrouver à dîner dans la cuisine. »²⁶. Ou, dans un langage plus chatié, ce que l'on appelle le *groupthink*, qui fait le plus souvent hésiter au sein d'un groupe les participants d'un avis différent et les conduit à taire leurs doutes pour aller dans le sens du groupe²⁷.

Cette pression du groupe est telle que Madame Françoise Vial-Brocco a refusé à trois reprises (le 16 juillet et à deux reprises le 28 octobre) de recevoir pour les écouter des représentants d'actionnaires contestant le prix de l'OPAS et détenant un tiers du flottant.

- e) **Les administrateurs non représentant d'Eiffage ou de Vinci ne détiennent qu'un nombre symbolique d'actions SMTPC, loin de la bonne pratique d'y consacrer au minimum un an de rémunération.** Ainsi le Président Pierre Rimattéi dont la rémunération et les jetons de présence 2020 ont atteint 35 k€, ne détient que 30 actions valant, au prix d'offre, 633 € ; Madame Vial Brocco administratrice depuis 2012, 13 k€ de

²³ Page 18, version de 2016.

²⁴ Page 18, version 2016.

²⁵ Page 19, version 2016.

²⁶ <https://www.theglobeandmail.com/globe-investor/warren-buffett-we-need-more-belching-in-the-boardroom/article18537823/>

²⁷ Voir par exemple Oliver Sibony, Vous allez commettre une terrible erreur ! Flammarion 2019, chapitre 8.

rémunération en 2020 et 150 actions valant au prix d'offre 3 k€ ; Madame Isabelle Salaün, administratrice depuis 2014, 10 k€ de rémunération et 100 actions valant au prix d'offre 2k€²⁸. Il est vrai que le règlement intérieur du conseil d'administration de SMTPC met la barre à . . . 5 actions (soit au prix d'offre, 105 €).

Cette gouvernance défectueuse ne reste malheureusement pas théorique et trouve des applications concrètes qui lèsent les actionnaires minoritaires.

a) Une première illustration des défaillances de gouvernance

L'accord du 22 novembre 2019 d'extension de la concession de SMTPC en contrepartie de la construction de la bretelle Schlœsing a aussi été l'occasion pour Prado Sud et la Métropole D'Aix Marseille Provence de solder des différends remontant à la construction du tunnel de Prado Sud.

Or il se trouve que c'est SMTPC qui a fait, de très loin, les plus gros efforts pour aboutir à un accord final. En effet, un premier accord avait été obtenu le 21 décembre 2015 pour un allongement de la durée de sa concession de **11 ans et 2 mois** avant d'être réduit une première fois à **7 ans 11 mois** en octobre 2017, puis in fine à **7 ans et 4 mois** en novembre 2019, soit une réduction de 3 ans et 10 mois, (- 34 %), avec, en revanche, le maintien d'un prix d'acquisition du tronçon toujours fixé à 49,8 M€ au profit de Prado Sud.

De son côté, dans cette renégociation, Prado Sud cède une fraction de son tunnel pour un prix qui n'a pas varié depuis le début des négociations à 49,8 M€ ; il supporte la même baisse future d'activité du fait de l'ouverture de la bretelle Schlœsing qui distrait une partie de sa clientèle ; il règle au groupement des constructeurs de son tunnel, constitué uniquement de filiales des groupes Vinci et Eiffage (Campenon Bernard Sud Est, GTM, Santerre Marseille, Eiffage TP et Eiffage Énergie Méditerranée), la somme de 16,145 M€ qui solde des réclamations de surcoûts exposés dans un mémoire daté du 20 juin 2011 dont la responsabilité incomberait à la Métropole²⁹. Enfin il renonce à une réclamation datant de 2011 pour un montant de 16 M€ contre la Métropole pour retards dans le lancement du chantier.

Autrement dit, Prado Sud a soldé un différend datant de plus de 8 ans avec la Métropole concédante, à l'occasion d'une négociation tripartite avec SMTPC qui n'avait rien à voir avec ce différend Prado Sud – Métropole, et qui ne la concernait pas.

D'un côté, SMTPC a consenti à une réduction de la durée de sa concession par rapport aux accords initiaux de 3 ans et 10 mois, ce qui correspond à une perte d'EBE après frais financiers en valeur actuelle 2019 de **38,0 M€** avec le taux d'actualisation de 6,91 % (retenu par les parties, et bien supérieur au taux de marché de fin 2019) ou de **58,2 M€** en retenant 4 % qui correspond à un taux de marché. Le détail des calculs est donné en annexe 4.

De l'autre, Prado Sud supporte un coût avant impôt de 16,145 M€ (au profit des filiales construction de Vinci et d'Eiffage) et renonce à une réclamation sur la Métropole de 16 M€, soit un total après impôt sur les sociétés au taux de 31 % de **22,2 M€, soit 2 à 3 fois moins que l'effort fait par SMTPC.**

²⁸ Mais 1.000 actions Eiffage valant 91 k€.

²⁹ Rapport de gestion 2013 Prado Sud, page 3.

Madame Cécile Cambier, directrice générale de SMTPC, mais aussi de Prado Sud, ancienne salariée d'Eiffage et de Vinci, titulaire d'un contrat de travail avec Vinci, au moment de ces discussions, a fait dans les renégociations avec la Métropole les arbitrages correspondants aux intérêts de ses employeurs passés (Eiffage et Vinci), actuel entre 2015 et 2019 (Vinci avec qui un contrat de travail avait été gardé) et futur (elle a rejoint Eiffage comme directrice des concessions en mai 2021), et pas ceux correspondant à l'intérêt d'une entreprise qu'elle quittera naturellement tôt ou tard (SMTPC). Sinon, comme expliquer une telle disproportion dans les concessions totales consenties par SMTPC d'un côté, et Prado Sud de l'autre ?

Naturellement dans un groupe où le respect de la bonne gouvernance est une réalité et non une apparence donnée à l'extérieur, le fruit d'une telle négociation tripartite aurait fait l'objet d'un rapport d'un expert indépendant saisi pour démontrer, vu l'importance de ces contrats, qu'ils étaient équitables pour les actionnaires minoritaires de SMTPC, les seuls actionnaires de SMTPC à ne pas être aussi actionnaires de Prado Sud. Mais ce ne fut pas fait, nouvelle démonstration de la gouvernance déficiente de SMTPC.

Alternativement, et pour éviter tout source de conflits d'intérêt, Prado Sud aurait pu solder son différend de juin 2011 avec la Métropole **avant** d'entamer les négociations financières de la bretelle Schlœsing, ou leur phase intensive de 2015, ce qui lui laissait au minimum 4 ans pour trouver un accord avec la Métropole. Et si la Métropole avait insisté pour lier ces deux dossiers, SMTPC aurait pu aisément faire valoir que les règles de gouvernance d'une société cotée avec des milliers d'actionnaires minoritaires qui en constitue le premier pôle d'actionnaires, ne lui permettaient pas de s'engager dans cette voie.

Force est de constater que SMTPC a fait le choix de la gouvernance minimale et non de la gouvernance maximale requise dans une situation qui était, et reste, un nœud de conflits d'intérêt majeurs entre les actionnaires de SMTPC.

b) Une seconde illustration des défaillances de gouvernance

Depuis l'ouverture en novembre 2013 du tunnel Prado Sud, dont Vinci et Eiffage sont les actionnaires à 100 %, SMTPC en assure l'exploitation intégrale pour le compte Prado Sud qui n'a pas d'effectifs propres et dont sa direction est celle de SMTPC.

A cet effet, SMTPC est rémunéré par deux contrats d'assistance et d'exploitation régulièrement soumis à l'approbation des administrateurs indépendants et des actionnaires au titre des conventions réglementées.

Les montants concernés sont les suivants :

En k€	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Facturé à Prado Sud pour assistance	284	146	166	41	42	42	43	31	45
Facturé à Prado Sud pour exploitation	-	690	1 060	700	700	680	680	635	625
Total	284	836	1 226	741	742	722	723	666	670

Le 16 novembre 2013, le tunnel de Prado-Sud ouvre ses barrières, exploité intégralement par SMTPC. La comparaison des coûts d'exploitation récurrents de SMTPC de 2014 avec ceux de 2012 donne une approximation des coûts supplémentaires que l'exploitation de Prado Sud entraîne pour SMTPC : **de l'ordre d'un million quatre cent mille euros annuels, hors dotation aux amortissement et marge bénéficiaire normale.**

En k€	2012	2014	Delta
Charges externes (cf. note a)	2 929	3 455	
Charges de personnel	4 561	4 930	
Impôts et taxes	857	871	
+/- Autres produits/ charges d'exploitation (cf. note a)	279	777	
= Charges d'exploitation courantes hors amortissements	8 626	10 033	1 407
Effectifs moyens SMTPC	64	70	6

Source : rapports annuels SMTPC 2012 et 2014

(a) Sous déduction pour 2014 de 696 k€ de travaux d'entretien exceptionnels pour les charges externes et de 702 k€ pour les dotations nettes aux provisions pour travaux d'entretien exceptionnels, incluses dans les autres produits et charges d'exploitation. Source : note 9 du rapport annuel 2015, page 40.

Et comme depuis 2014, la fréquentation en volume du tunnel de Prado Sud n'a cessé de progresser, + 82 % à fin 2019 avant la pandémie³⁰, il est probable que ce montant de 1,4 M€ annuel, hors dotation aux amortissements et marge bénéficiaire soit significativement plus élevé aujourd'hui.

Faute d'informations sur le montant des immobilisations de SMTPC utilisées par Prado-Sud (bâtiments, matériels et outils) les dotations aux amortissements concernées et imputable à Prado Sud ne peuvent pas être déterminées.

En revanche, une marge bénéficiaire normale est aisée à calculer avec l'exemple de l'A65, autoroute détenue par Eiffage à 65 % et Sanef à 35 % et exploitée par Sanef Aquitaine. La marge d'exploitation de Sanef Aquitaine, qu'Eiffage considère comme normale, était de 703 k€ / 7.924 k€ = 8,9 % pour 2020 et de 724 k€ / 8.077 k€ = 9,0 % pour 2019. Avec cette même marge, et sans tenir compte des dotations aux amortissements, les coûts annuels qui devraient être refacturés à Prado Sud depuis fin 2013 sont de l'ordre de 1,5 M€.

Ce chiffre de 1,5 M€ est d'autant plus crédible que c'est exactement celui que l'on trouve lorsque que l'on rétient le taux de rémunération de l'exploitation de l'A65, propriété à 65 % d'Eiffage, mais exploitée par Sanef Aquitaine, filiale à 100 % de son confrère Sanef : 12,2 %³¹ du chiffre d'affaires. Le chiffre d'affaires de Prado Sud en 2019 a été de 12,2 M€, et 12,2 M€ x 12,2 % = 1,5 M€.

Eiffage considère donc qu'un coût d'entretien d'une autoroute de l'ordre de 12,2 % de son chiffre d'affaires est acceptable ; en tout cas c'est celui qu'il a négocié avec son concurrent Sanef. Pourquoi n'est-il que de 5,5 %³² quand le minoritaire n'est pas un professionnel du secteur, mais des investisseurs en Bourse ?

Face à cette base de nouveaux coûts récurrents, la facturation à Prado Sud est très insuffisante avec un plus haut qui culmine fugitivement à 1,2 M€ (2014), avant de tomber en dessous de 0,7 M€. D'autant qu'elle ne couvre pas les dotations aux amortissements des

³⁰ 3,556 M de passages en 2014 et 6,477 M en 2019.

³¹ 8,1 M€ de redevances facturée à l'A65 constituant le chiffre d'affaires 2019 de Sanef Exploitation / le chiffre d'affaires 2019 de l'A65 = 8,1 / 66,5.

³² 0,666 / 12,191 = 5,5 %.

immobilisations de SMTPC utilisées par Prado Sud comme la direction générale de SMTPC l'a implicitement confirmée à Pascal Quiry dans son courrier du 6 septembre.³³

Pourquoi **les bâtiments de SMTPC** sont-ils utilisés gratuitement pour l'exploitation de Prado Sud : le poste de surveillance du trafic est commun aux deux tunnels, c'est-à-dire que Prado-Sud qui n'a pas eu à construire son propre poste de contrôle ne paie rien pour l'utilisation de celui de SMTPC ; les comptables qui s'occupent de la comptabilité de Prado-Sud travaillent au siège de SMTPC devenu aussi celui de Prado-Sud, qui n'a pas eu à construire son propre siège, ne paie rien pour l'utilisation de celui de SMTPC ; de même pour les bureaux de la direction de Prado Sud qui sont ceux de SMTPC. Pourquoi ? Où est l'intérêt social de SMTPC en cela ?

Pourquoi **les matériels et outils de SMTPC** sont-ils utilisés gratuitement pour l'exploitation de Prado Sud : les matériels d'entretien du tunnel de SMTPC servent aussi à l'entretien du tunnel de Prado Sud, sans que Prado Sud ne paie rien à SMTPC à ce titre ; les équipements (voiture, motos, etc.) des équipes de sécurité qui sont communes aux deux tunnels sont ceux de SMTPC sans que Prado Sud aient eu à en acquérir ou contribue à leur renouvellement : elle les utilise simplement gratuitement. Etc. Pourquoi ? Où est l'intérêt social de SMTPC en cela ?

À partir de 2015, avec la baisse des facturations à environ 700 k€, c'est une perte annuelle assurée qu'enregistre la SMTPC et qui dépasse largement les **850 k€** car elle ne prend pas en compte :

- **la rémunération des immobilisations de SMTPC mises gratuitement à la disposition de Prado Sud ;**
- **et la hausse de 82 % depuis 2014 de la fréquentation en volume** du tunnel de Prado Sud qui a dû faire grimper ses coûts d'exploitation

Ainsi Prado Sud n'a payé que les coûts cash marginaux supplémentaires d'exploitation de SMTPC induits par l'ouverture du tunnel de Prado Sud. De ce fait, Prado Sud ne paie depuis 2015 que la moitié au mieux des coûts supportés par SMTPC pour l'exploitation de son tunnel, et bénéficie gratuitement de tous les équipements, matériels et installations de SMTPC sans jamais avoir eu à les financer.

Enfin, autant l'on peut comprendre que la fréquentation initiale du tunnel Prado Sud ait été inférieure en volume aux estimations de départ, conduisant à réduire la rémunération de SMTPC par rapport à ce qui était prévu dans le contrat d'exploitation autorisé le 26 août 2008, autant on comprend beaucoup moins :

- (a) Pourquoi la clause d'intéressement par véhicule supplémentaire prévue initialement dans ce contrat a été supprimée en décembre 2015, alors que la fréquentation du tunnel Prado Sud n'était pas condamnée indéfiniment à être en dessous de prévisions initiales sur une concession qui s'achève en 2055 ?
- (b) Pourquoi, en 2017, la rémunération prévue à ce contrat a été une nouvelle fois abaissée, de 700 k€ sans intéressement à 680 k€ sans intéressement, alors que la fréquentation du tunnel Prado Sud a permis de générer un chiffre d'affaires 2017 (9,4 M€) supérieur de 7 % aux

³³ *Les réévaluations successives du coût des prestations d'exploitation facturées par SMTPC ont été réalisées sur la base d'un calcul analytique en coûts complets reprenant l'ensemble des achats, prestations et services extérieurs, impôts et taxes et frais de personnel affectés à l'exploitation du tunnel Prado Sud, augmentés d'une marge pour SMTPC comparable aux conditions de marché pour ce type de service. »*

prévisions de son plan d'affaires³⁴ pour cette même année (8,8 M€), témoin d'une fréquentation plus importante que prévue ?

- (c) Pourquoi, lors de la dernière révision de ce contrat en 2018, de 680 k€ sans intéressement à 610 k€ sans intéressement, pour tenir compte de la cession du tronçon, il n'a pas été tenu compte de la poursuite de la croissance de la fréquentation du tunnel Prado Sud, qui permet de réaliser un chiffre d'affaires (10,4 M€) supérieur de 17 % aux 8,9 M€ prévus dans son plan d'affaires ?
- (d) Pourquoi, alors que Prado Sud est si efficace pour obtenir de SMTPC des baisses régulières de sa rémunération en raison d'un trafic inférieur aux prévisions, SMTPC n'agit-elle pas pour obtenir une revalorisation de sa rémunération quand le trafic de Prado Sud est supérieur aux prévisions établies lors de la dernière révision de sa rémunération, et en croissance par rapport aux années précédentes ? Ainsi en 2019, quand le chiffre d'affaires de Prado Sud atteint 12,2 M€, contre les 8,8 M€ qui avaient été prévus en 2016 pour 2019, soit 39 % de plus. La vaste majorité de cette hausse s'explique par un effet volume et non par un effet prix, entraînant donc un entretien supérieur à ce qui avait été prévu, d'autant que le trafic a crû dans l'intervalle de 34 %³⁵.

Tout ceci explique des **disparités considérables dans les coûts d'exploitation au m2** entre SMTPC, Prado Sud et d'autres entreprises exploitant des tunnels :

	SMTPC	Prado Sud	Tunnel Périphérique Nord de Lyon	Tunnel de Fréjus
€/m				
Coûts d'exploitation 2019	3.175	966	959	1.828

Source : comptes publiés. Pour SMTPC, (3.114 k€ + 4.237 k€ + 743 k€ + 320 k€ – 635 k€ de refacturation) / 2.450 m. 320 = 932 de autres produits et charges – 920 d'éléments non récurrents et non d'exploitation (charges financières liées au refinancement des emprunts) – 332 (dotations aux provisions et reprises nettes).

SMTPC a des coûts d'exploitation au mètre linéaire de plus de 3 fois ceux de Prado Sud et du Tunnel périphérique Nord de Lyon, et de 73 % supérieurs à ceux du Tunnel de Fréjus.

SMTPC explique³⁶ cette différence par l'âge d'un tunnel qui influe notablement sur ses coûts d'entretien, et que celui de SMTPC, ouvert en 1993, a nécessairement des coûts d'entretien supérieur de ce fait à ceux de Prado Sud, ouvert en 2013.

Si cette remarque était pertinente au cas présent, comment expliquer que dans le compte de résultat prévisionnel de Prado Sud³⁷ préparé par les équipes de Vinci et d'Eiffage, que chiffre d'affaires et coûts d'exploitation croissent au même rythme entre 2016 et 2055, date de fin de la concession ? N'aurait-il pas fallu, en vertu du principe édicté par SMTPC, s'il était juste, faire croître plus vite les coûts d'exploitation que le chiffre d'affaires, pour tenir compte de coûts

³⁴ Figurant à l'annexe 4 de l'avenant 2 du contrat de concession Prado Sud.

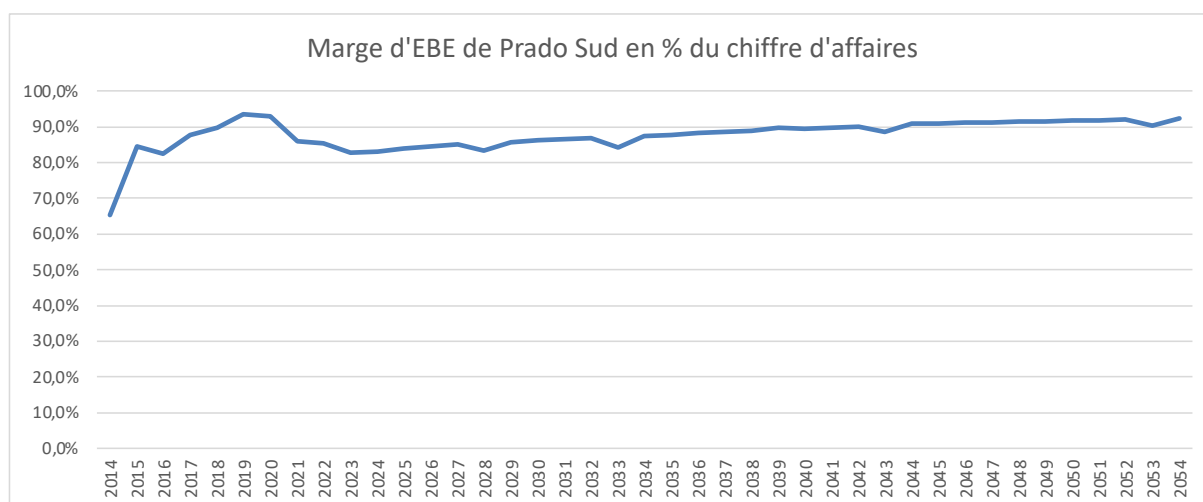
³⁵ De 4,844 M en 2016 à 6,477 M en 2019.

³⁶ Dans son courrier à Pascal Quiry du 6 septembre 2021.

³⁷ Que l'on trouve à l'annexe 4 à l'avenant n°2 du contrat de concession de Prado Sud.

d'exploitation croissants avec la vétusté du tunnel, surtout sur une durée qui atteint 39 ans ? Comment expliquer, pour reprendre l'exemple donné par SMTPC, « *les coûts d'exploitation et de maintenance d'une infrastructure âgée de 28 ans sont donc nécessairement supérieures à ceux d'une infrastructure livrée il y a seulement 8 ans*³⁸ », que la marge d'EBE de Prado Sud 28 ans après son ouverture (soit en 2041) soit, dans les prévisions de Prado Sud, de 89,7 % du chiffre d'affaires contre 86,0 % en 2021, 8 ans après son ouverture. Ne devrait-elle pas être plus basse, en vertu du principe que édicté par SMTPC ?

Plus généralement, dans le plan d'affaires de Prado Sud, on ne trouve pas une seule période de 20 ans consécutifs sur laquelle la marge d'EBE en fin de période est plus petite que celle du début de la période. En moyenne, la marge d'EBE est plus importante de plus de 5 points de marge en fin de période qu'en début d'une période de 20 ans.



Source : Compte d'exploitation prévisionnel de Prado Sud, annexe 4 de l'avenant 2 du contrat de concession de Prado Sud, 2017.

De deux choses l'une. Soit le principe que édicté par SMTPC est un sophisme, c'est-à-dire un raisonnement qui a l'apparence du vrai, mais qui est erroné, comme le montrent les chiffres précédents, et l'on comprend que la raison conduise les équipes de Vinci et d'Eiffage à ne pas l'appliquer dans les prévisions qu'ils ont établies pour Prado Sud.

Soit le principe édicté par SMTPC est juste, et dans ce cas on a la preuve que la rémunération de SMTPC pour son travail d'entretien du tunnel de Prado Sud n'est pas comme écrit SMTPC une rémunération de marché, mais une **rémunération de convenance** au profit de Prado Sud. En effet, c'est SMTPC qui prendrait alors à sa charge la hausse structurelle des frais d'exploitation de Prado Sud, sans être en quoi que ce soit compensée pour cela par Prado Sud, pour le plus grand profit des actionnaires de Prado Sud, Vinci et d'Eiffage, et au détriment des actionnaires minoritaires de SMTPC. Est ainsi organisé le ripage d'une partie des profits de SMTPC vers Prado Sud.

Ainsi, face à une situation de conflits d'intérêt **maximum** avec Prado Sud, avec des travaux de construction réalisés par des actionnaires pour le compte de SMTPC, avec une direction générale exécutive (la présidence ne l'étant pas) confiée à un cadre temporairement détaché d'un des actionnaires mais qui garde un contrat de travail avec celui-ci, avec des charges d'exploitation sous-facturées à Prado-Sud, SMTPC a fait le choix de la gouvernance **minimale**.

³⁸ Dans son courrier à Pascal Quiry du 6 septembre 2021.

Il n'y a en effet au sein des organes dirigeants de la SMTPC qu'une seule personne, Madame Françoise Vial-Brocco, administrateur, qui n'ait pas, semble-t-il, de raison de favoriser Prado-Sud ou ses actionnaires au détriment de l'intérêt social.

On ne peut alors n'en être que d'autant plus surpris que Madame Françoise Vial-Brocco ait refusé à trois reprises (le 16 juillet et deux fois le 28 octobre 2021) de rencontrer les principaux actionnaires minoritaires de SMTPC, alors qu'elle est, normalement, leur représentante au sein du conseil d'administration et la garante que leurs intérêts ne seront pas sacrifiés au profit de ceux de Vinci et d'Eiffage.

6- Politique de communication de la SMTPC

Elle est lacunaire ou empreinte de rouerie avec ses actionnaires minoritaires afin d'entretenir l'asymétrie d'information. Voici quatre exemples récents :

1. À la question de savoir quel est l'impact attendu sur les recettes de péage de l'ouverture de la bretelle Schlœsing, la réponse écrite a été : « L'impact initialement attendu de l'ouverture de la bretelle Schlœsing sur les recettes de péage était de l'ordre de 3 %. Les conséquences de la crise sanitaire sur l'activité de la société créent cependant l'incertitude sur cette prévision ». On verra plus loin dans cette étude que la SMTPC chiffrait, dans son plan d'affaires transmis en 2019 à la Métropole et aux autorités européennes, l'impact de l'ouverture de la bretelle Schlœsing sur la fréquentation du tunnel à 13,4 %, étalé sur 3 ans. Le chiffre de 3 % donné par la SMTPC correspond, au mieux, à une estimation de l'impact sur une seule année et non pas, comme demandé par l'actionnaire, l'impact total.
2. Alors que SMTPC, en période de pré-offre devrait, encore plus qu'en temps ordinaire, donner une information régulière sur le paramètre essentiel de sa valeur, à savoir son trafic, SMTPC refuse de publier sa fréquentation mensuelle, comme le fait pourtant son premier actionnaire Vinci.
3. Par ailleurs, SMTPC se garde bien dans sa communication sur la fréquentation du T2 2021 de relever que la fréquentation dans la seconde partie du T2, hors période du 3ème confinement, n'est en baisse que de 0,6 % par rapport à la même période de 2019. SMTPC préfère souligner que la fréquentation du T2 2021 est en recul de 12,5 % sur celle du T2 2019, comparant ainsi des périodes sous confinement avec une autre qui ne l'était pas.
4. De la même façon, dans son communiqué de presse annonçant la fréquentation du T3 2021, SMTPC atténue immédiatement la portée d'une progression de la fréquentation au T3 2021 de 0,9 % de plus par rapport au T3 2019, en indiquant que : « *Le trafic lié à la forte fréquentation touristique durant les mois de juillet et août (...)* ». Ce qui est factuellement inexact puisque l'annualisation de la fréquentation du 16 mai au 30 juin, malgré le couvre-feu en vigueur jusqu'au 20 juin, donne un chiffre de 15,6³⁹ M de passages annuels, plus élevé que le 15,3⁴⁰ M des 3 mois annualisés incluant juillet et août. Comparé aux 45 jours qui précèdent, les chiffres démontrent que juillet et août n'ont pas été des mois de particulière forte fréquentation due à la pause estivale. Ceci est logique puisque depuis l'ouverture de la rocade L2, le trafic de transit, en particulier touristique, utilise cet axe gratuit et non plus le tunnel de SMTPC dont le trafic est devenu essentiellement local.

³⁹ 1,945 / 1,5 x 12 = 15,6 M.

⁴⁰ 3,816 / 3 x 12 = 15,3 M.

On notera, sans plus de commentaires, que la responsable de la communication de SMTPC depuis juillet 2019, Madame Frédérique Alary, est aussi en même temps salariée du groupe Eiffage depuis 1999 (actuellement déléguée générale de la Fondation Eiffage)⁴¹.

7- Analyse des travaux du seul analyste suivant l'action SMTPC

Gilbert Dupont, du groupe Société Générale, suit l'action SMTP depuis longtemps dans le cadre d'un contrat de liquidité, et produit une note flash de 2 à 3 pages à chaque information nouvelle publiée par la SMTPC : résultats annuels et semestriels, chiffre d'affaires trimestriels, nouvelles sur la concession.

L'analyste de Gilbert Dupont valorise l'action SMTPC selon une actualisation des flux de trésorerie disponibles (DCF) et une actualisation des dividendes (DDM) dont la moyenne simple constitue son objectif de cours. Depuis la seconde extension de la concession fin 2019, ceux-ci ont ainsi évolué :

Date	Cours	DCF	DDM	Objectif de cours	Recommandation	Évolution de la recommandation
17 oct. 2019	17,8 €	22,4 €	20,0 €	21,2 €	Accumuler	Stable
25 nov. 2019	18,6 €			26,0 €	Acheter	À la hausse
27 nov. 2019	18,8 €	25,7 €	26,3 €	26,0 €	Acheter	Stable
17 janv. 2020	21,2 €	29,3 €	25,8 €	27,5 €	Acheter	Stable
26 mars 2020	17,1 €			26,8 €	Acheter	Stable
27 avril 2020	17,8 €	28,1 €	23,6 €	26,0 €	Acheter	Stable
13 juil. 2020	17,9 €			27,3 €	Acheter	Stable
17 juillet 2020	18,1 €	29,3 €	22,8 €	26,0 €	Acheter	Stable
3 sept. 2020	17,5 €	29,3 €	22,8 €	26,0 €	Acheter	Stable
16 oct. 2020	15,2 €	26,7 €	17,7 €	22,2 €	Acheter	Stable
15 janv. 2021	16,0 €	25,0 €	18,1 €	21,6 €	Acheter	Stable
12 mars 2021	15,5 €	25,2 €	20,1 €	22,6 €	Acheter	Stable
1er avril 2021	22,8 €			23,0 €	Conserver	Situation OPA
17 juillet 2021	20,9 €			23,0 €	Conserver	Stable
7 sept. 2021	21,8 €	26,9 €	21,8 €	24,0 €	Conserver	Stable
16-oct-21	23,40 €	29,0 €	23,0 €	26,0 €	Conserver	Stable

Source : Notes d'analyse de Gilbert Dupont

La fin de la baisse du trafic due à la rocade L2, 20,8 %, inférieure à celle qui avait été annoncé par la SMTPC à 36 %⁴², et la seconde extension de la durée de la concession a conduit l'analyste de Gilbert Dupont fin 2019-début 2020 à relever de 30 % sa valorisation par DCF à 29,3 €, puis à la maintenir à ce niveau jusqu'en octobre 2020, où elle a été abaissée à 26,7 €, puis à 25 €, avant d'entamer un nouveau mouvement de hausse le 12 mars à 25,2 €, qui s'est accéléré avec la reprise de la fréquentation du tunnel : 26,9 € en septembre 2021, **puis 29 € en octobre 2021**.

Le taux d'actualisation utilisé par l'analyste pour calculer la valeur DCF (actualisation des flux de trésorerie disponible) est de **4 %**.

Les projections financières établies par l'analyste de Gilbert Dupont ne commencent à prendre compte de l'ouverture de la bretelle Schloesing à l'été 2023 sur la fréquentation du tunnel de la SMTPC, au-delà de la simple extension de la concession à 2033, **qu'en octobre 2021. A cette**

⁴¹ <https://www.linkedin.com/in/frédérique-alary-077b507b/>

⁴² Dans le communiqué de presse du 3 février 2017.

date, est retenu le chiffre de 3 % indiqué à l'AG 2021, alors même que SMTPC prévoyait 13,4 % dans le plan d'affaires préparé pour l'extension de sa concession. Cette révision conduit à une hausse de 2,1 € de la valeur du DCF. On peut présumer que si l'analyste avait retenu la hausse de 13,4 % et non de 3 %, son DCF se serait établi à de l'ordre de 36€.

Par ailleurs, les projections de l'analyste de Gilbert Dupont sont particulièrement prudentes en tablant sur une fréquentation 2022 de 14,4 M, alors que l'annualisation de la fréquentation du 15 mai au 30 septembre 2021 donne, sans croissance annuelle, une fréquentation 2022 de 15,4 M. 1M de passages en moins, c'est 1,7 M€ de résultat d'exploitation en moins compte tenu d'un prix moyen effectif du passage de 2,30 € et d'une marge d'EBE de 75 %.

Comme la fréquentation 2022 sert de déterminants aux chiffres de fréquentation des années suivantes, c'est tous les flux futurs qui sont significativement sous-évalués, et donc la valeur de l'action SMTPC.

La valorisation qui ressort du modèle d'actualisation des dividendes n'est pas pertinente dans le cas d'un retrait de Bourse conduisant Vinci et Eiffage à détenir 100 % de SMTPC, et donc à faire remonter à leur niveau, par exemple par un *cash pooling*, les flux de trésorerie disponibles de SMTPC au fur et à mesure où ils produisent. Ce qui se substituera au dividende annuel de 1,9 € par action supposé constant par l'analyste, qui conduit à accumuler des liquidités oisives au sein de SMTPC, et qui explique l'écart entre la valeur DCF à 29 € et la valeur DDM à 23 €.

8- Projections financières de la SMTPC

Elles ont été établies par nos soins sans tenir compte d'aucunes synergies que la détention intégrale du capital de SMTPC par Vinci et Eiffage permettra : suppression des frais directs et indirects de la cotation boursière, renégociation des emprunts bancaires à de meilleures conditions, centralisation de trésorerie en temps réel et non une fois l'an à l'occasion du versement du dividende, etc.

Les projections financières de SMTPC sont relativement aisées à établir pour un analyste externe compte tenu :

- de la nature non complexe de l'exploitation d'une seule infrastructure comme le tunnel de SMTPC, où l'EBE représente les trois quarts environ du chiffre d'affaires,
- du fait que la Métropole d'Aix Marseille Provence a rendu public le 19 octobre 2017 l'avenant n° 9 du contrat de concession⁴³ qui donne aux pages 43 à 48 tout le plan d'affaires (bilan, compte de résultat et tableau de flux) de la SMTPC jusqu'en 2033, faisant apparaître clairement l'incidence de l'ouverture de la bretelle Schlœsing sur ses recettes et coûts futurs. Il est reproduit en annexe 3 à cette note.
- du fait que la Commission européenne a rendu publique la lettre du 21 novembre 2019 de M. Verstager à J.-Y. Le Drian⁴⁴, au titre de l'examen par la Commission européenne des conditions de l'extension de la durée de la concession. Ce courrier reprend des éléments du plan d'affaires de 2017 transmis par la SMTPC à la Commission européenne en 2018 et 2019. Le tableau de synthèse qu'il contient en page 5, reproduit en annexe 4 de ce

⁴³<https://deliberations.ampmetropole.fr/documents/metropole/deliberations/2017/10/19/RAPPORTDELACOMMISSION/C03ML.pdf>

⁴⁴ <http://ec.europa.eu/competition/elojade/isef/index.cfm>

document, permet de vérifier que le plan d'affaires n'a pas été modifié entre 2017 et 2019 par la SMTPC qui le considérait toujours comme pertinent en octobre 2019.

Les points les plus sensibles des projections financières concernent :

- L'évolution de la fréquentation du tunnel en volume, hors effet bretelle Schlœsing,
- L'augmentation de la fréquentation du tunnel induite par la construction de la bretelle Schlœsing,
- Le taux d'inflation, puisque les recettes du péage y sont indexées,
- L'augmentation des charges d'exploitation induites par la bretelle Schlœsing,
- Les investissements.

Le plan d'affaires de la SMTPC annexé à l'avenant n° 9 du contrat de concession ne peut pas être repris en l'état du fait de la surévaluation des impacts négatifs de l'ouverture de la rocade L2 et de la surévaluation des coûts d'exploitation, sans parler de la non-anticipation de la pandémie qui rendent les montants **absolus** peu pertinents en 2021.

En revanche, il donne la hausse de la fréquentation du tunnel induite par l'ouverture de la bretelle Schlœsing et celles des charges correspondantes anticipées par SMTPC et ses deux actionnaires industriels qui ont approuvé ce plan d'affaires. Et ces éléments **relatifs**, et non absolus, sont pertinents. Il y a en effet aucune raison de penser que la hausse **en pourcentage** des péages due à l'ouverture de la bretelle Schlœsing soit différente selon que le chiffre d'affaires du tunnel avant son ouverture soit de 35,4 M€ (le réalisé en 2019) ou de 30,5 M€ (le prévu en 2019 dans le plan d'affaires). En effet, si le trafic a baissé dans le tunnel du Prado-Carénage, il y a tout lieu de penser qu'il sera plus faible aussi dans la bretelle, et inversement.

Dans la plupart des secteurs économiques, un plan d'affaires conçu en 2017, considéré comme toujours pertinent fin 2019 puisque non modifié dans les discussions avec les autorités publiques, ne serait plus utilisable, même partiellement, en 2021.

Il en va tout différemment du secteur des concessions autoroutières où l'amplitude des variations du chiffre d'affaires et des coûts est parmi les plus faibles que l'on puisse trouver dans l'économie, et où la durée de la concession donne une visibilité à long terme que très peu de secteurs connaissent. Dès lors, la vitesse d'obsolescence des plans d'affaires est bien plus lente que dans tous les autres secteurs.

Par ailleurs, il n'est retenu de ce plan d'affaires pour la suite de notre travail que l'évolution de la fréquentation et des coûts induits par l'ouverture de la bretelle Schlœsing, dont on a tout lieu de penser, que fondement de cet investissement de 97 M€ pour une société qui en valait autant, ils ont été très attentivement étudiés par Vinci et Eiffage pendant toutes les années qu'a duré la maturation de ce projet. Au demeurant, un budget de frais d'études de 5,5 M€, inclus dans les 97 M€, donne un confort certain à ces prévisions d'augmentation du trafic et des coûts induits, succédant à une expérience similaire quelques années auparavant sur le même lieu avec l'ouverture de la bretelle Prado-Sud.

Les principaux points du plan d'affaires 2017 de SMTPC sont résumés dans le tableau suivant :

Plan d'affaires SMTPC 2017	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Chiffre d'affaires	39 658	28 677	30 517	31 121	32 486	35 092	36 641	38 094	38 757	41 010	41 642	43 744	44 303	44 988	45 687	47 913
Évolution du chiffre d'affaires	-3,3%	-27,7%	6,4%	2,0%	4,4%	8,0%	4,4%	4,0%	1,7%	5,8%	1,5%	5,0%	1,3%	1,5%	1,6%	4,9%
Frais d'exploitation hors dotations aux amortissements	9 915	12 713	10 631	10 801	10 984	11 479	11 537	11 598	11 781	11 935	12 185	12 369	12 520	12 711	12 879	13 111
Évolution des frais d'exploitation hors dotation aux amortissements		28,2%	-16,4%	1,6%	1,7%	4,5%	0,5%	0,5%	1,6%	1,3%	2,1%	1,5%	1,2%	1,5%	1,3%	1,8%
Excédent brut d'exploitation	29 743	15 964	19 886	20 320	21 502	23 613	25 104	26 496	26 976	29 075	29 457	31 375	31 783	32 277	32 808	34 802
Excédent brut d'exploitation en % du chiffre d'affaires	75,0%	55,7%	65,2%	65,3%	66,2%	67,3%	68,5%	69,6%	69,6%	70,9%	70,7%	71,7%	71,7%	71,7%	71,8%	72,6%

Sources : Données SMTPC.

On note :

- **Une ouverture alors prévue en 2022**, annoncée maintenant à l'été 2023, en raison du temps d'examen pris par la Commission européenne qui a décalé le début des travaux.
- **Une baisse de la fréquentation due à l'ouverture de la rocade L2 beaucoup plus marquée qu'elle ne l'a été en réalité** : le chiffre d'affaires 2018 a été de 38,3 M€ contre 28,7 M€ anticipé ; celui de 2019 a été de 35,4 M€ contre 30,5 M€ anticipé.
- **Un rebond de la fréquentation du tunnel post ouverture de la rocade L2 clairement anticipé** avec un chiffre d'affaires 2019 supérieur dans les prévisions de SMTPC à celui de 2018 : 30,5 M€ contre 28,7 M€, soit + 6,3 %. Le rebond réel a été de cet ordre de grandeur, mais est arrivé plus tardivement : hausse de la fréquentation sur les 3 derniers mois de 2019 de + 4,4 % et de + 5,5 % durant les deux premiers mois de 2020 avant l'irruption de la pandémie.
- Une hausse des frais d'exploitation hors dotations aux amortissements de 9,9 M€ en 2017 à 10,6 M€ en 2019, **sous-estimant totalement la capacité de SMTPC à réduire ses coûts d'exploitation pour réduire l'impact négatif de l'ouverture de la rocade L2**. En effet, ceux-ci ont **diminué** à 7,8 M€ en 2019, bien loin des 10,6 M€ anticipés pour la même année. Il y a tout lieu de penser que ces frais d'exploitation dans ce plan d'affaires ont été surestimés pour obtenir un allongement de la concession plus long que la réalité économique ne le justifierait. C'est d'ailleurs probablement cette réserve de valeur qui a conduit la SMTP à accepter de réduire pour une seconde fois l'allongement de sa concession à 7 ans 4 mois contre 7 ans 11 mois, lors de la négociation finale avec la Communauté européenne qui disposait alors des chiffres 2018 réels (9,4 M€ de coûts d'exploitation et non 12,7 M€ comme anticipés dans le plan d'affaires).
- **Une hausse du chiffre d'affaires due à l'ouverture du tunnel projetée à 8,0 % l'année de l'ouverture de la bretelle Schlœsing, 4,4 % l'année suivante, et 4,0 % la troisième année**. La quatrième année montre une évolution plus normale de 1,7 % qui témoigne de la fin des effets induits par l'ouverture de la bretelle Schlœsing sur la fréquentation du tunnel du Prado-Carénage. C'est donc, comme pour l'ouverture de l'extension Prado-Sud, un impact qui s'étend sur 3 ans et qui représente en cumul **13,4 %⁴⁵ de la fréquentation** (soit le même ordre de grandeur que celui de 11% observé suite à l'ouverture de l'extension Prado-Sud).
- **Un bond de la marge d'EBE suite à l'ouverture de la bretelle Schlœsing de 5,5 points de marge, soit quasiment un point de marge chaque année après l'ouverture du tunnel pendant 7 ans.**

Ceci étant constaté, regardons maintenant les principaux déterminants des flux de trésorerie disponibles.

⁴⁵ $1,08 \times 1,044 \times 1,04 - 1 - 3 \times 1,3 \%$ (1,3 % de hausse naturelle annuelle due à l'inflation) = 13,4 %.

a) L'évolution de la fréquentation du tunnel en volume hors effet bretelle Schlœsing

Au titre de son information trimestrielle du T3 2021, Vinci titre son communiqué de presse⁴⁶ : « VINCI Autoroutes : trafic tonique dépassant son niveau d'avant crise sanitaire » et développe en : « Au 3^e trimestre 2021, le trafic des réseaux interurbains de VINCI Autoroutes a confirmé sa dynamique haussière et affiche une progression de 8,9 % par rapport à 2020. Il dépasse désormais son niveau d'avant crise (+4,1 % par rapport au 3^e trimestre 2019), tant pour les poids lourds (+3,4 %) - grâce à la bonne tenue de l'activité économique en France et au développement de l'e-commerce - que pour les véhicules légers (+4,2 %). Cette bonne performance traduit un rebond du trafic rapide et fort après la levée des mesures restrictives aux déplacements. »

De son côté, Eiffage⁴⁷ titre son communiqué au titre de l'information trimestrielle du T3 2021 : « Activité du 3^e trimestre portée par la dynamique de trafic des Concessions » et développe : « Le chiffre d'affaires consolidé d'APRR, hors construction, s'établit à 1 910 millions d'euros, en hausse de 15,3 % par rapport à 2020 et en baisse limitée de 3,8 % par rapport à 2019 grâce à un 3^e trimestre très dynamique (+ 8,5 % en chiffres d'affaires et + 6,3 % en trafic par rapport au 3^e trimestre 2019) ».

Ainsi, les professionnels de l'exploitation des concessions autoroutières considèrent et démontrent par leurs chiffres que dès le T3 2021, les contraintes sanitaires étant derrière nous, le trafic dépasse son niveau de 2019, la pandémie ayant été une parenthèse malheureuse. Cette conviction a été suivie ici, et il est prévu pour 2022 une fréquentation du tunnel de 15,4 M de passages annuels, à comparer à une fréquentation en rythme annualisé, du 16 mai au 30 septembre 2021 (avec un couvre-feu en vigueur jusqu'au 20 juin), de 15,4 M passages (voir page 8 de ce document).

Pour 2021, il est anticipé un rebond modéré de 10 %, amenant la fréquentation annuelle du tunnel à 13,9 M (contre 11,676 M en 2020 et 14,900 M en 2019). Sur les trois premiers trimestres 2021, avec confinement et couvre-feu, le nombre de passages a été de 10,1 M, soit 72,7 % de la projection annuelle.

Au-delà de 2022, et sans tenir compte de l'impact de l'ouverture de la bretelle Schlœsing traitée au paragraphe b) qui suit, la croissance de la fréquentation du tunnel est supposée de **0,3 % par an**. En effet, les effets positifs de l'ouverture du tunnel du Prado-Sud et les effets négatifs de l'ouverture de la rocade L2 ont fini de produire leurs impacts et la fréquentation retrouve une évolution normale. Celle-ci a été chiffrée dans une étude commanditée par la SMTPC à SETEC International, qui est le cabinet de référence dans le domaine du transport et des infrastructures, à 6,4 % entre 2022 et 2042, soit 0,3 % l'an⁴⁸. Toutefois, cette hausse des volumes de fréquentation n'a pas été appliquée en 2024-2025-2026, années où les effets de l'ouverture de la bretelle Schlœsing se font sentir.

b) L'augmentation de la fréquentation du tunnel induite par la construction de la bretelle Schlœsing

Le plan d'affaires de SMTPC, annexé à l'avenant n° 9 de son contrat de concession, prévoit une hausse du chiffre d'affaires due à l'ouverture de la bretelle projetée à 8,0 % l'année de l'ouverture de la bretelle Schlœsing, 4,4 % l'année suivante, et 4,0 % la troisième année. La quatrième année

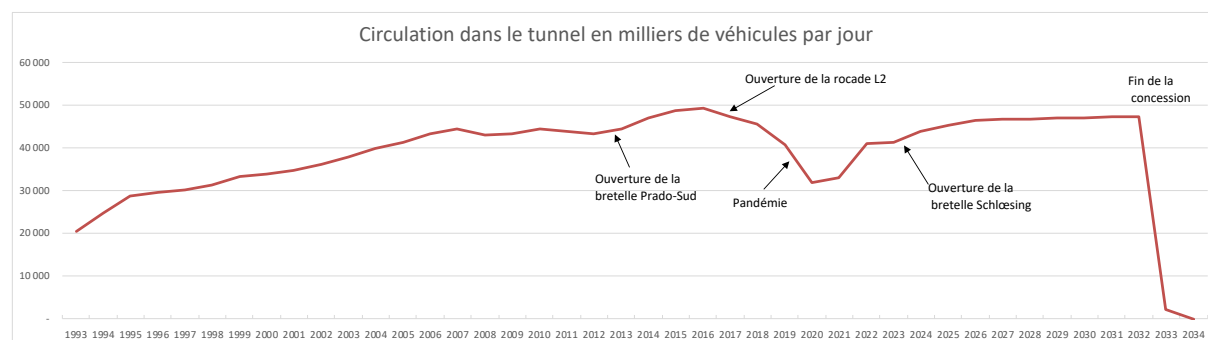
⁴⁶ <https://www.vinci.com/vinci.nsf/fr/communiqués/pages/20211019-1745.htm>

⁴⁷ <https://www.eiffage.com/files/live/sites/eiffage-v2/files/Publication/Communiqué%20de%20presse/2021/Communiqué%20Eiffage%20T3%202021.pdf>

⁴⁸ Page 19 du Document intitulé Bretelle souterraine Schlœsing, annexe 8.3 : Étude du trafic et des déplacements, mars 2018.

montre une évolution plus normale de 1,7 % qui témoigne de la fin des effets induits par l'ouverture de la bretelle Schlœsing sur la fréquentation du tunnel du Prado-Carénage. C'est donc, comme pour l'ouverture de l'extension Prado-Sud, un impact qui s'étend sur 3 ans et qui représente en cumul **13,4 %⁴⁹ de la fréquentation** (+ 11 % observé suite à l'ouverture de l'extension Prado-Sud).

Alors que l'ouverture de la bretelle est prévue à l'été 2023, il a été modélisé qu'elle produise ses effets au 1^{er} janvier 2024. Au total, l'évolution suivante est prévue :



Source : Données SMTPC, puis projections de l'auteur à partir de 2021.

Une ouverture en avance n'est pas improbable quand on sait que :

- 1) Le tunnel Prado Sud a ouvert avec 7 mois d'avance sur son planning au moment de son lancement⁵⁰, le tunnel SMTPC avec plus de 4 mois d'avance sur son planning au moment de son lancement⁵¹.
- 2) La durée de la concession ne sera pas réduite si les travaux, effectués par des filiales de Vinci et d'Eiffage, durent moins de temps que prévu. C'est donc tout à fait dans l'intérêt de Vinci et d'Eiffage de faire en sorte que les travaux de construction durent moins longtemps qu'initialement prévu ; tout comme c'était dans leur intérêt au moment des négociations avec les autorités marseillaises et européennes de les planifier les plus longues possibles afin de réduire la valeur actuelle des recettes et donc d'obtenir l'extension la plus longue possible de la concession. À deux reprises dans le passé (cf. point 1), Vinci et Eiffage ont démontré savoir très bien jouer cette partition.
- 3) Ainsi, au 30 juin 2021, 62 % des travaux de 41,7 M€ (25,7 M€) avaient déjà été réalisés en 13 mois⁵². Reste 25 mois pour faire 38 % des travaux . . . Bien sûr le gros œuvre coûte plus cher que le second œuvre par semaine de travaux, intervient avant par définition, mais le second œuvre est-il si significatif pour un tunnel, en comparaison avec une tour de bureaux ou d'habitation par exemple ? Les deux tiers du temps prévu pour ce chantier pour faire un gros tiers des travaux en valeur ? . . .

c) Le taux d'inflation, puisque les recettes du péage y sont indexées

⁴⁹ $1,08 \times 1,044 \times 1,04 - 1 - 3 \times 1,3 \% (1,3 \% \text{ de hausse naturelle annuelle due à l'inflation}) = 13,4 \%$.

⁵⁰ Dossier de presse de l'inauguration du tunnel Prado Sud, page 19

⁵¹ Page 3 du rapport annuel SMTPC 2013

⁵² Note 3 des comptes semestriels 2021 de SMTPC.

Pour les années 2021, 2022 et 2023, il a été retenu le taux d'inflation (indice IPCH) estimé par la Banque de France dans sa dernière note de projections macro-économiques⁵³ (de septembre 2021), à savoir 1,8 %, 1,4 % et 1,3 % respectivement.

Au-delà, il a été utilisé le point mort d'inflation obtenu en comparant les rendements actuariels des OAT et des OATi⁵⁴.

L'OAT mai 2028 avait, début novembre 2021, un rendement actuariel de - 0,17 % et l'OATi 2028 avait un rendement actuariel de - 1,58 %, faisant apparaître une anticipation d'inflation de 1,41 % à l'horizon 2028.

L'OAT mars 2036 avait un rendement actuariel de 0,56 % et l'OATi 2036 avait un rendement actuariel de - 1,30 %, faisant apparaître une anticipation d'inflation de 1,86 % à l'horizon 2036.

Puisque la concession s'achève début 2033, à mi-chemin entre 2028 et 2036, il a été pris en compte la moyenne de ces deux anticipations, soit **1,6 %** comme taux d'inflation au-delà de 2023, sachant que l'augmentation du prix du passage n'intervient que l'année suivant celle où le prix ainsi obtenu est supérieur de 10 centimes au prix précédent, comme cela est la pratique actuelle de la SMTPC.

d) Les charges d'exploitation avant l'ouverture de la bretelle Schlœsing (début 2024)

Les charges externes, les charges de personnel, les autres produits et charges et diverses sont supposées, de 2021 à 2023 être revalorisées du taux d'inflation annuel à partir du montant de référence de 2019. La base de 2020, plus faible, n'est pas récurrente puisque les charges d'exploitation 2020 ont été réduites exceptionnellement du fait des aides gouvernementales pour atténuer les effets des confinements (chômage partiels), ou de mesures de bonne gestion pour réduire les coûts dans un contexte très particulier et exceptionnel. Les charges de personnel ont été, de surcroît, corrigées de l'évolution des effectifs (plus 1 personne en effectif moyen au 30 juin 2021, les effectifs moyens passant de 59 à 60 personnes). Les autres produits et charges, étant particulièrement erratiques, ont été pris, non pour leur montant de 2020 (produit de 210 k€), mais pour leur montant moyen entre 2015 et 2020, soit une charge de 38 k€ et inflatés du taux d'inflation annuel.

Les impôts et taxes, qui représentent un pourcentage stable du chiffre d'affaires, sont supposées évoluer comme lui jusqu'à la fin de la concession.

e) L'augmentation des charges d'exploitation induites par la bretelle Schlœsing

Le plan d'affaires de la SMTPC, annexé à l'avenant n° 9 de son contrat de concession, prévoit une hausse des charges d'exploitation (hors dotation aux amortissements) de 495 k€ en 2022, l'année alors prévue de l'ouverture de la bretelle Schlœsing, de 10,984 M€ à 11,479 M€, soit + 4,5 %. Nous avons retenu une hausse des charges d'exploitation de 500 k€ en 2024 (soit + 6 %), et ensuite au taux d'inflation annuel.

f) Les investissements

⁵³ <https://publications.banque-france.fr/projections-macroeconomiques-septembre-2021>

⁵⁴ Source : Refinitiv Eikon du 14 avril 2021.

Ils se montent à 97 M€ au titre de la bretelle Schlœsing dont 49,8 M€ au titre de l'indemnité de transfert du tronçon Prado-Sud réglée par la SMTPC fin 2019, 5,5 M€ de frais d'études intégralement déjà réglés, et 41,7 M€ pour la construction de la bretelle. Sur cette dernière somme, 8,349 M€ ont été réglés en 2020⁵⁵. Restent donc à régler 33,351 M€. Comme il est prévu que la bretelle ouvre à l'été 2023, il a été supposé que l'investissement résiduel serait décaissé de 40 % en 2021, 40 % en 2022 et 20 % en 2023.

Par ailleurs, il a été supposé de 2021 à 2025 des investissements de modernisation et d'entretien égaux au montant moyen des investissements observés entre 2015 et 2020 (hors investissements de la bretelle bien sûr), soit **1,568 M€/an**, montant qui correspond aussi aux investissements moyens de 2010-2014 (1,590 k€/an)

Enfin, pour la période post 2025, les prévisions d'investissements de la SMTPC sont données dans la lettre de M. Vestager et dans le plan d'affaires indexé à l'avenant n° 9 du contrat de concession. Ils s'élèvent à 6,9 M€⁵⁶ sur 7 ans, soit **0,986 M€/an**.

Des postes de moindre importance ont été aussi modélisés :

g) Les autres revenus d'activités

Ils correspondent pour une bonne part à la facturation à la Société du Prado-Sud de la rémunération contractuelle prévue au profit de la SMTPC qui exploite ce tunnel. Ils étaient de 1,085 M€ en 2020 (contre 1,146 M€ en 2019). Cette baisse est probablement à mettre sur le compte de la cession fin 2019 par la société du Prado-Sud à la SMTPC d'une fraction de 360 m du tunnel Prado-Sud. C'est ce chiffre de 1,085 M€, inflaté du taux d'inflation 2021, qui a été retenu pour 2021. Il est revalorisé chaque année du taux d'inflation vu au paragraphe c).

h) Les dotations aux amortissements

Il est fait ici l'hypothèse de travail que le tronçon acquis de Prado Sud ne sera plus la propriété de SMTPC à compter de la fin de la concession en janvier 2033, mais celui de la Métropole, bien que les recettes de péages afférentes soit propriété de Prado Sud jusqu'en 2055.

Puisqu'à l'issue de la concession d'origine, le 18 janvier 2033, l'ensemble des immobilisations de la concession d'origine seront remises gratuitement à la Métropole, les dotations aux amortissements pratiquées doivent avoir pour effet de mettre à zéro fin 2032 l'ensemble des immobilisations corporelles ou incorporelles de la concession. La dotation aux amortissements annuelle correspond donc à la somme des investissements prévus entre 2021 et 2032 (48,092 M€), majorés du montant net des immobilisations corporelles et incorporelles au 31 décembre 2020 (88,153 M€) le tout divisé par 12, soit **11,354 M€**.

i) Le coût de l'endettement net

Il est calculé au taux de l'emprunt contracté pour financer la construction de la bretelle Schlœsing, soit Euribor + 1,35 %, Euribor ayant été « flooré » à 0 % compte tenu de la faiblesse du taux d'inflation pris par ailleurs (voir paragraphe c). Il s'applique au montant de la dette brute à la fin de

⁵⁵ Note 4, page 95 du rapport annuel 2020 de SMTPC.

⁵⁶ Voir annexe 4 de ce document.

l'année précédente. La dette contractée en 2019 (65,5 M€) a été supposée amortie de 5,200 M€ par an pour respecter la contrainte d'un remboursement total fin 2030.

Il n'a pas été pris en compte de rémunération des excédents de trésorerie de la SMTPC.

j) L'impôt sur les bénéfices

Il est calculé au taux annoncé par les Pouvoirs Publics, à savoir 26,5 % en 2021 et 25 % à partir de 2022 et sur toute la durée résiduelle de la concession.

k) Les variations du besoin en fonds de roulement

Elles ont été calculées sur la base d'un ratio stable BFR/ Ventes TTC à - 28 jours, comme en 2020, même si les années précédentes les chiffres étaient plus faibles : entre - 35 jours et - 56 jours.

l) Les dividendes versés

De 2015 à 2019, les flux de trésorerie disponible après paiement des frais financiers ont été de 81,3M€ dont 44,4 M€ versés sous forme de dividendes, soit un taux de distribution de seulement 55 % qui pouvait se comprendre par la double nécessité de rembourser la dette résiduelle (25,3 M€ fin 2015) et de constituer un matelas de disponibilités (40,7 M€ fin 2018) afin de financer une partie des travaux de construction de la bretelle Schlœsing (26 M€).

Les dividendes ont été modélisés à partir de 2022 et jusqu'à la fin de la concession à **90 % des flux de trésorerie disponible** de sorte à ce que la trésorerie oisive soit minimisée, tout en restant supérieure à la moitié d'une échéance annuelle du crédit, comme les covenants de celui-ci le requièrent. Pour 2021, le dividende est le montant versé, soit 11,1 M€. Pour 2033, le dividende correspond aux capitaux propres du 31 décembre 2032, majorés du résultat d'exploitation des 18 premiers jours de 2033 (solde de la concession) après impôt. Ce résultat d'exploitation correspond à l'excédent brut d'exploitation (puisque dans les projections les immobilisations de la concession d'origine, sont de 0 M€ fin 2032, il n'y a donc plus d'amortissement en 2033).

m) Les flux de 2033

Il convient de tenir compte pour l'année 2033 du flux de trésorerie disponible sur les 18 premiers jours de 2033 puisque la concession se termine le 18 janvier 2033. Ils ont été calculés à partir de 18/365ème de l'EBE de 2032.

n) Les projections financières

Elles figurent aux pages suivantes sous forme du compte de résultat en M€ et en % des ventes, du tableau de flux de trésorerie et du bilan jusqu'en 2033.

Compte de résultat

(Clôture des comptes le 31 décembre de chaque exercice)

Normes françaises

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
En milliers d'euros																			
Nombre de passages annuels en milliers	17 787	18 013	17 306	16 643	14 900	11 676	13 912	15 409	15 455	16 444	16 805	17 310	17 362	17 414	17 467	17 519	17 571	17 624	872
Croissance annuelle de la fréquentation en volume, hors impact ouverture brétille Schengen		1,3%	-3,9%	-3,8%	-10,5%	-21,6%	19,2%	10,8%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Hausse de fréquentation annuelle due à l'ouverture de la brétille Schengen																			
Prix officiel du billet TTC	2,80 €	2,80 €	2,80 €	2,80 €	2,90 €	2,90 €	2,90 €	3,00 €	3,00 €	3,00 €	3,10 €	3,10 €	3,20 €	3,20 €	3,30 €	3,40 €	3,40 €	3,50 €	3,50 €
Prix officiel revalorisés de l'inflation					2,94 €	2,95 €	3,01 €	3,05 €	3,09 €	3,14 €	3,19 €	3,24 €	3,29 €	3,34 €	3,40 €	3,45 €	3,51 €	3,56 €	3,62 €
Prix effectif du passage HT	2,23 €	2,22 €	2,23 €	2,24 €	2,30 €	2,30 €	2,30 €	2,38 €	2,38 €	2,38 €	2,46 €	2,46 €	2,54 €	2,54 €	2,61 €	2,69 €	2,69 €	2,77 €	2,77 €
Taux de croissance du prix effectif du passage		-0,5%	0,4%	0,2%	2,7%	0,1%	0,0%	3,4%	0,0%	0,0%	3,3%	0,0%	3,2%	0,0%	3,1%	3,0%	0,0%	2,9%	0,0%
Taux d'inflation dans l'économie	0,0%	0,2%	1,0%	1,8%	1,3%	0,5%	1,8%	1,4%	1,3%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%	1,6%
Chiffre d'affaires péages	39 743	40 032	38 607	37 208	34 204	26 825	31 962	36 622	36 731	39 082	41 516	42 512	44 015	44 147	45 863	47 188	47 330	48 868	2 417
Chiffre d'affaires autres revenus	978	978	1 135	1 096	1 146	1 085	1 105	1 120	1 135	1 153	1 171	1 190	1 209	1 228	1 248	1 268	1 288	1 309	66
Dont facturations à Pradô Sud	741	742	722	723	666	670													
Chiffre d'affaires total	40 721	41 010	39 742	38 304	35 350	27 910	33 067	37 742	37 866	40 235	42 687	43 702	45 224	45 375	46 911	48 456	48 618	50 177	2 483
- Charges externes	3 679	3 484	3 792	3 608	3 114	2 902	3 186	3 231	3 273	3 469	3 524	3 581	3 638	3 686	3 755	3 815	3 877	3 939	197
= Valeur ajoutée	37 042	37 526	35 950	34 696	32 236	25 008	29 881	34 511	34 593	36 766	39 163	40 121	41 586	41 679	43 156	44 641	44 741	46 238	2 285
- Charges de personnel	4 928	5 140	4 850	4 816	4 237	3 781	4 408	4 470	4 528	4 800	4 877	4 955	5 034	5 114	5 196	5 279	5 364	5 450	273
- Impôts et taxes	908	897	892	791	743	555	658	751	753	800	849	869	899	902	933	964	967	998	49
+/- Autres produits/charges	(152)	(334)	202	165	(320)	210	(38)	(39)	(39)	(40)	(40)	(41)	(42)	(42)	(43)	(44)	(45)	(45)	(2)
= Excédent brut d'exploitation	31 054	31 155	30 410	29 254	26 936	20 882	24 777	29 252	29 273	31 126	33 397	34 256	35 611	35 620	36 984	38 354	38 366	39 746	1 961
- Dotations aux amortissements	8 666	8 891	8 119	8 731	9 241	10 479	11 354	11 354	11 354	11 354	11 354	11 354	11 354	11 354	11 354	11 354	11 354	11 354	3
= Résultat d'exploitation	22 388	22 264	22 291	20 523	17 695	10 403	13 423	17 898	17 919	19 773	22 043	22 903	24 257	24 266	25 630	27 000	27 012	28 392	1 958
- Coût de l'endettement net	656	296	206	130	136	540	693	622	552	482	412	342	271	201	131	61	-	-	-
+ Autres éléments financiers	57	12																	
+ Éléments non récurrents	(133)	(68)	(350)	(51)	(6)	(301)													
= Résultat avant impôt	21 656	21 912	21 735	20 342	17 553	9 562	12 730	17 276	17 367	19 291	21 631	22 561	23 986	24 065	25 499	26 939	27 012	28 392	1 958
- Impôt sur les bénéfices	7 743	7 776	6 778	6 841	5 553	2 848	3 374	4 319	4 342	4 823	5 408	5 640	5 996	6 016	6 375	6 735	6 753	7 098	489
Résultat net	13 913	14 136	14 957	13 501	12 000	6 914	9 357	12 957	13 025	14 468	16 223	16 921	17 989	18 049	19 124	20 204	20 259	21 294	1 468

Compte de résultat en %

(Clôture des comptes le 31 décembre de chaque exercice)

En % du chiffre d'affaires	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Chiffre d'affaires péages	97,6%	97,6%	97,1%	97,1%	96,8%	96,1%	96,7%	97,0%	97,0%	97,1%	97,3%	97,3%	97,3%	97,3%	97,3%	97,4%	97,4%	97,4%	97,4%
Chiffre d'affaires autres revenus	2,4%	2,4%	2,9%	2,9%	3,2%	3,9%	3,3%	3,0%	3,0%	2,9%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,6%	2,6%	2,6%	2,6%
Chiffre d'affaires total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
- Charges externes	9,0%	8,5%	9,5%	9,4%	8,8%	10,4%	9,6%	8,6%	8,6%	8,6%	8,3%	8,2%	8,0%	8,1%	8,0%	7,9%	8,0%	7,8%	7,9%
= Valeur ajoutée	91,0%	91,5%	90,5%	90,6%	91,2%	89,6%	90,4%	91,4%	91,4%	91,4%	91,7%	91,8%	92,0%	91,9%	92,0%	92,1%	92,0%	92,2%	92,1%
- Charges de personnel	12,1%	12,5%	12,2%	12,6%	12,0%	13,5%	13,3%	11,8%	12,0%	11,9%	11,4%	11,3%	11,1%	11,3%	11,1%	10,9%	11,0%	10,9%	11,0%
- Impôts et taxes	2,2%	2,2%	2,2%	2,1%	2,1%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
+/- Autres produits/ charges	-0,4%	-0,8%	0,5%	0,4%	-0,9%	0,8%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%	-0,1%
= Excédent brut d'exploitation	76,3%	76,0%	76,5%	76,4%	76,2%	74,8%	74,9%	77,5%	77,3%	77,4%	78,2%	78,4%	78,7%	78,5%	78,8%	79,2%	78,9%	79,2%	79,0%
- Dotations aux amortissements	21,3%	21,7%	20,4%	22,8%	26,1%	37,5%	34,3%	30,1%	30,0%	28,2%	26,6%	26,0%	25,1%	25,0%	24,2%	23,4%	23,4%	22,6%	0,1%
= Résultat d'exploitation	55,0%	54,3%	56,1%	53,6%	50,1%	37,3%	40,6%	47,4%	47,3%	49,1%	51,6%	52,4%	53,6%	53,5%	54,6%	55,7%	55,6%	56,6%	78,9%
- Coût de l'endettement net	1,6%	0,7%	0,5%	0,3%	0,4%	1,9%	2,1%	1,6%	1,5%	1,2%	1,0%	0,8%	0,6%	0,4%	0,3%	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%
+ Autres éléments financiers	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
+ Eléments non récurrents	-0,3%	-0,2%	-0,9%	-0,1%	0,0%	-1,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
= Résultat avant impôt	53,2%	53,4%	54,7%	53,1%	49,7%	34,3%	38,5%	45,8%	45,9%	47,9%	50,7%	51,6%	53,0%	53,0%	54,4%	55,6%	55,6%	56,6%	78,9%
- Impôt sur les bénéfices	19,0%	19,0%	17,1%	17,9%	15,7%	9,5%	10,2%	11,4%	11,5%	12,0%	12,7%	12,9%	13,3%	13,3%	13,6%	13,9%	13,9%	14,1%	19,7%
Résultat net	34,2%	34,5%	37,6%	35,2%	33,9%	24,8%	28,3%	34,3%	34,4%	36,0%	38,0%	38,7%	39,8%	39,8%	40,8%	41,7%	41,7%	42,4%	59,1%

Tableau des flux de trésorerie

En milliers d'euros	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Résultat net de l'ensemble consolidé	13 513	14 136	14 957	13 501	12 000	6 914	9 357	12 957	13 025	14 468	16 223	16 921	17 989	18 049	19 124	20 204	20 259	21 294	1 468
+ Dotation aux amortissements	8 666	8 891	8 119	8 731	9 241	10 479	11 354	11 354	11 354	11 354	11 354	11 354	11 354	11 354	11 354	11 354	11 354	11 354	3
+ Charges et produits sans incidence sur la trésorerie	(760)	296	2 142	(289)	179	122	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
= Capacité d'autofinancement	21 519	23 323	25 218	21 943	21 420	17 515	20 711	24 310	24 379	25 822	27 577	28 275	29 343	29 403	30 478	31 558	31 613	32 648	1 471
- Variation du besoin en fonds de roulement d'exploitation	360	958	2 036	(716)	(1 184)	3 878	(478)	(433)	(12)	(220)	(227)	(94)	(141)	(14)	(142)	(143)	(15)	(144)	4 651
= Flux d'exploitation (1)	21 459	22 365	23 182	22 659	22 604	13 637	21 189	24 744	24 391	26 041	27 804	28 369	29 484	29 417	30 620	31 701	31 628	32 792	(3 180)
- Investissements industriels	770	4 527	2 219	1 504	59 154	8 905	14 909	14 909	8 238	1 588	1 568	986	986	986	986	986	986	986	-
- Variation du besoin en fonds de roulement hors exploitation	(1 115)	231	943	(660)	10 132	(10 053)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	733
- Investissements financiers	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
+ Produits nets des cessions	7	21	-	24	1	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3
= Flux d'investissement (2)	352	(4 737)	(3 162)	(820)	(69 285)	1 149	(14 909)	(14 909)	(8 238)	(1 568)	(1 568)	(986)	(986)	(986)	(986)	(986)	(986)	(986)	(730)
Flux de trésorerie disponible après charges financières (1)+(2)	21 811	17 628	20 020	21 839	(46 681)	14 786	6 280	9 835	16 152	24 473	26 236	27 383	28 499	28 431	29 635	30 716	30 642	31 806	(3 910)
+ Augmentation (réduction) de capital																			
- Dividendes	11 091	11 091	11 091	11 091	11 091	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
= Réduction (augmentation) de l'endettement net	10 720	6 537	8 929	10 748	(57 772)	14 786	(48 11)	984	1 615	2 447	2 624	2 738	2 850	2 843	2 963	3 072	3 064	3 181	(11 625)
Endettement net en début de période	5 890	(4 830)	(11 367)	(20 296)	(31 044)	26 728	11 942	16 753	15 770	14 154	11 707	9 083	6 345	3 495	652	(2 311)	(5 383)	(8 447)	(11 628)
Endettement net en fin de période	(4 830)	(11 367)	(20 296)	(31 044)	26 728	11 942	16 753	15 770	14 154	11 707	9 083	6 345	3 495	652	(2 311)	(5 383)	(8 447)	(11 628)	-

Bilan

En milliers d'euros	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
+ Immobilisations incorporelles	899	941	1 278	1 038	1 441	1 351													
+ Immobilisations corporelles	58 910	54 184	45 804	39 080	38 610	37 643	91 711	95 266	92 150	82 365	72 579	62 211	51 843	41 475	31 107	20 739	10 371	3	
+ Tronçon acquis de Prado Sud					49 800	49 159													
+ Immobilisations financières						3	91 711	95 266	92 150	82 365	72 579	62 211	51 843	41 475	31 107	20 739	10 371	3	-
= Actifs immobilisés (1)	59 809	55 125	47 082	40 118	89 851	89 156													
Stocks	100	92	96	97	102	106													
+ Clients	(788)	(969)	(826)	(822)	(786)	(934)													
+ Autres actifs d'exploitation	1 215	1 521	2 382	1 610	216	4 126													
- Fournisseurs	810	694	624	1 158	1 066	1 002													
- Autres dettes d'exploitation	7 276	6 551	5 593	5 008	4 931	4 883													
= Besoin en fonds de roulement (2)	(7 559)	(6 601)	(4 565)	(5 281)	(6 465)	(2 587)	(3 065)	(3 498)	(3 510)	(3 729)	(3 957)	(4 051)	(4 192)	(4 206)	(4 348)	(4 491)	(4 506)	(4 651)	-
Actifs hors exploitation	-	-	-	-	9 957	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- Passifs hors exploitation (fournisseurs d'immobilisations)	1 326	1 095	152	812	637	733	733	733	733	733	733	733	733	733	733	733	733	733	-
= BFR hors exploitation (3)	(1 326)	(1 095)	(152)	(812)	9 320	(733)	(733)	(733)	(733)	(733)	(733)	(733)	(733)	(733)	(733)	(733)	(733)	(733)	-
Actif économique = (1)+(2)+(3)	50 924	47 429	42 365	34 025	92 706	84 836	87 913	91 034	87 907	77 902	67 889	57 427	46 918	36 536	26 026	15 515	5 132	(5 381)	-
Capitaux propres (4)	55 754	58 796	62 661	65 069	65 978	72 894	71 160	75 265	73 753	66 195	58 806	51 082	43 423	35 884	28 337	20 897	13 579	6 247	-
Dettes financières LT	25 307	19 994	14 718	9 606	46 013	51 304	46 104	40 904	35 704	30 504	25 304	20 104	14 904	9 704	4 504	-	-	-	-
+ Dettes financières CT																			
- Trésorerie et équivalents de trésorerie	30 137	31 361	35 014	40 650	19 285	39 362	29 351	25 134	21 550	18 797	16 221	13 759	11 409	9 052	6 815	5 383	8 447	11 628	0
= Endettement bancaire et financier net (5)	(4 830)	(11 367)	(20 296)	(31 044)	26 728	11 942	16 753	15 770	14 154	11 707	9 083	6 345	3 495	652	(2 311)	(5 383)	(8 447)	(11 628)	-
Capitaux investis = (4)+(5)	50 924	47 429	42 365	34 025	92 706	84 836	87 913	91 034	87 907	77 902	67 889	57 427	46 918	36 536	26 026	15 515	5 132	(5 381)	-

9- Méthodes d'évaluation

Une concession est accordée pour une durée déterminée, avec la possibilité d'une prorogation ou non, moyennant des travaux nouveaux ou le paiement d'un montant à l'autorité concédante. De ce fait, une concession peut être évaluée par la technique des multiples de sociétés comparables **pour autant** qu'il soit possible d'établir une relation forte et fiable entre les multiples d'EBE et la durée résiduelle des concessions, que l'on puisse ensuite appliquer à la société à évaluer. Ce qui est le cas ici, comme nous le verrons plus loin.

Les méthodes alternatives à la méthode des multiples des sociétés comparables sont des méthodes d'actualisation des flux, soit de dividendes, soit des flux de trésorerie disponibles. Cette seconde méthode étant conceptuellement meilleure.

Depuis le milieu des années 1990, la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponible (DCF en français) a supplanté la méthode d'actualisation des dividendes grâce au développement très rapide des ordinateurs individuels et des tableurs qui permettent sa mise en œuvre aisée. L'actualisation des dividendes est encore parfois utilisée dans le secteur des infrastructures, ainsi en 2006 pour le retrait de Bourse de SANEF⁵⁷, celui d'ASF en 2006⁵⁸, mais pas dans l'opération plus récente (2010) de retrait de Bourse d'APRR⁵⁹.

Lorsque le taux de distribution des flux de trésorerie disponible après frais financiers et remboursement de la dette est inférieur à 100 %, la méthode d'actualisation des dividendes donne des résultats inférieurs de ceux de l'actualisation des flux de trésorerie disponible, parce que l'entreprise thésaurise une partie de ses résultats sans les réinvestir autrement qu'en les plaçant, à 0 % dans le contexte actuel des taux d'intérêt.

Lorsque le taux de distribution des flux de trésorerie disponible après frais financiers et remboursement de la dette est très élevé, la méthode d'actualisation des dividendes donne des résultats quasi identiques à ceux de l'actualisation des flux de trésorerie disponible, et n'a donc que peu d'intérêt. On remarquera ainsi que dans le retrait de Bourse de SANEF, l'écart de valeur entre les deux méthodes était de 0,2 %⁶⁰, et de 10,8 % dans le cas de ASF⁶¹.

Malgré cette faiblesse congénitale, il a été retenu la méthode d'actualisation des dividendes comme méthode d'évaluation de SMTPC.

Par contre, il n'a pas été retenu comme méthode d'évaluation le montant comptable des capitaux propres qui témoigne des apports en nature et en numéraire des actionnaires ainsi que de l'accumulation historique des résultats de SMTPC, et non de ses perspectives futures. Cette méthode est peu pertinente pour appréhender sa valeur intrinsèque.

Il n'a pas non plus été retenu comme méthode d'évaluation l'actif net réévalué qui n'est pas pertinent pour l'évaluation d'une société mono-activité dans une perspective d'exploitation à long terme. En effet, cette méthode est principalement utilisée dans le cas de holdings diversifiés ou de sociétés détentrices d'actifs diversifiés, susceptibles de voir leur valeur comptable très en-deçà de leur valeur de réalisation économique immédiate.

⁵⁷ Page 11 de la note d'Offre Publique de Retrait.

⁵⁸ Page 22 de la note de garantie de cours.

⁵⁹ Page 25 de la note d'Offre Publique de Retrait.

⁶⁰ Page 20 de la note d'Offre Publique de Retrait.

⁶¹ Page 12 de la note d'Offre Publique de Retrait.

Les trois précédents retraits de bourse de concessions autoroutières, ASF par Vinci en 2006, APRR par Eiffage en 2010 et SANEF par HIT en 2006 sont riches d'enseignements :

- Vinci a acquis la totalité des actions ASF qu'il ne détenait pas permettant la sortie de Bourse d'ASF au prix du bloc de contrôle acquis auprès de l'État pour 50,7 €, soit 22 % de plus que la valeur par actualisation des flux de trésorerie disponible de 41,5 €⁶².
- Eiffage a acquis la totalité des actions APRR qu'il ne détenait pas permettant la sortie de Bourse d'APRR au prix du bloc acquis auprès d'actionnaires activistes (dont Elliott) pour 54,16 €, soit 23 % de plus que la valeur par actualisation des flux de trésorerie disponible de 44,1 €⁶³, **alors qu'Eiffage était déjà l'actionnaire contrôlant à 83 %.**
- HIT a acquis la totalité des actions SANEF permettant sa sortie de Bourse au prix du bloc de contrôle acquis auprès de l'Etat pour 58 €, soit 14 % de plus que la valeur par actualisation des flux de trésorerie disponible de 50,65 €⁶⁴.

A chaque fois, les retraits de Bourse opérés par les trois grands autoroutiers français, dont les deux actionnaires de la SMTPC, ont eu lieu **à des prix supérieurs à ceux ressortant de l'actualisation de flux de trésorerie disponible basée** sur des plans d'affaires **construits par les exploitants**. Ce qui confirme une nouvelle fois, le caractère intrinsèquement excessivement prudent de ces plans d'affaires, et la confiance modérée que l'on peut leur accorder en tant que meilleure estimation du futur.

10- Évaluation de SMTPC

I - La méthode des comparables

La méthode des comparables peut être mise en œuvre, malgré l'absence de cotation directe des sociétés d'autoroute françaises (AP2R, ASF Escota, Cofiroute et SANEF), à travers l'évaluation qui est faite de ces activités par les analystes financiers qui suivent les groupes actionnaires de ces concessions (Eiffage Vinci, ACS et Atlantia). Ces évaluations permettent d'établir des multiples d'EBE 2022, qui, une fois mis en relation avec la durée résiduelle des concessions concernées, donnent une droite de régression liant multiples d'EBE et durée de la concession, avec un excellent coefficient de détermination (R^2). Celle-ci est alors appliquée à la SMTPC pour donner une valeur de son action.

En utilisant les notes d'Exane BNP Paribas du 30 avril 2021, de Bank of America du 12 mai 2021, de Morgan Stanley du 21 avril 2021, de Barclays du 8 avril 2021, de Kepler du 4 mars 2021 et UBS du 14 juin 2021 consacrées à Eiffage, il vient que la valeur moyenne de l'actif économique de **AP2R** est estimée à 16 636 M€, avec un EBE 2022 moyen de 2 000 M€. Il en ressort un multiple d'EBE 2022 de **8,3** pour une durée de concession résiduelle prise en compte par les analystes de **15 ans** (fin le 30 novembre 2035).

⁶² Page 12 de la note d'OPR sur ASF.

⁶³ Page 26 de la note d'OPR sur APRR.

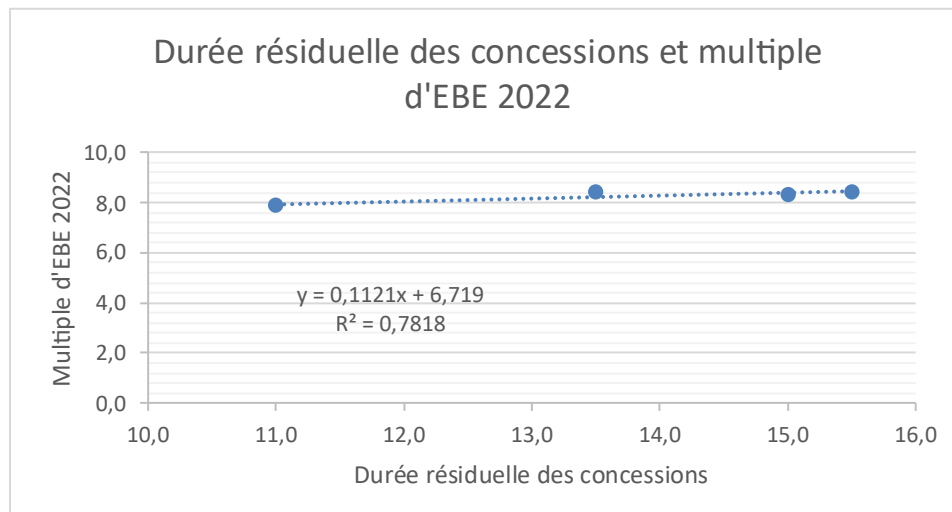
⁶⁴ Page 20 de la note d'OPR sur APRR, moyenne de la fourchette des valeurs DCF.

En utilisant les notes d'Exane BNP Paribas du 30 avril 2021, de Bank of America du 23 avril 2021, de JP Morgan du 25 avril 2021, de Morgan Stanley du 30 juin 2021, de UBS du 14 juin 2021, de Barclays du 8 avril 2021, de Kepler du 16 avril 2021, de Deutsche Bank du 24 mars 2021, de Santander du 16 février 2021, de HSBC du 9 février 2021 et de RBC du 16 novembre 2020, consacrées à Vinci, il vient que la valeur moyenne de l'actif économique de **ASF Escota** est estimée à 26 226 M€, avec un EBE 2022 moyen de 3 109 M€. Il en ressort un multiple d'EBE 2022 de **8,4** pour une durée de concession résiduelle prise en compte par les analystes de **15,5 ans** (fin le 30 avril 2036).

En utilisant les notes d'Exane BNP Paribas du 30 avril 2021, de Bank of America du 23 avril 2021, de JP Morgan du 25 avril 2021, de Morgan Stanley du 30 juin 2021, de UBS du 14 juin 2021, de Barclays du 8 avril 2021, de Kepler du 16 avril 2021, de Deutsche Bank du 24 mars 2021, de Santander du 16 février 2021, de HSBC du 9 février 2021 et de RBC du 16 novembre 2020, consacrées à Vinci, il vient que la valeur moyenne de l'actif économique de **Cofiroute** est estimée à 9 618 M€, avec un EBE 2022 moyen de 1 144 M€. Il en ressort un multiple d'EBE 2022 de **8,4** pour une durée de concession résiduelle prise en compte par les analystes de **13,5 ans** (fin le 30 juin 2034).

En utilisant les notes d'Equita SIM du 18 mai 2021, de RBC du 4 décembre 2020 consacrées à Atlantia, et de UBS du 1^{er} avril 2021 consacrée à ACS, il vient que la valeur moyenne de l'actif économique de **SANEF** est estimée à 11 203 M€, avec un EBE 2022 moyen de 1 421 M€. Il en ressort un multiple d'EBE 2022 de **7,9** pour une durée de concession résiduelle prise en compte par les analystes de **11 ans** (fin le 31 décembre 2031).

L'utilisation de ces données permet d'établir le graphique suivant :



Avec un coefficient R2 de 78 %, la qualité de cette régression est remarquable. Elle permet d'écrire que le multiple d'EBE 2022 de SMTPC, tiré des comparables et ajusté de la durée résiduelle de sa concession est de : 11,21 % x durée résiduelle de la concession SMTPC + 6,719. La durée résiduelle de la concession de la SMTPC, prise comme pour les comparables au 1^{er} janvier 2021, est de 12 ans. Il vient alors un multiple de son EBE 2022 de 8,1, qui n'a rien de surprenant pour une durée résiduelle de la concession de 12 ans. Ce multiple de 8,1 est à comparer à celui de 4,75 sur la base du prix d'offre pour une concession ayant encore 12 ans minimum à courir, ce qui souligne une nouvelle fois le caractère tout à fait sous-évalué de cette offre opportuniste.

L'EBE 2022 de SMTPC étant estimé à 29,252 M€, sa dette nette au 31 décembre 2020 est de 11,942 M€, le dividende 2020 ayant été versé en 2021 pour 11,090 M€ et le nombre d'action étant de 5,837 M, il vient que la valeur de l'action SMTPC, estimée par la méthode des comparables, post versement du dividende 2020, est de 36,6 €.

On en déduit que la valeur de l'action SMTPC, estimée par la méthode des comparables, post versement du dividende 2020 est de 36,6 €.

II - La méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponible

La méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponible est mise en œuvre à partir des projections financières de la partie 8, très largement déterminées par les indications ou prévisions d'évolution du trafic données récemment par la SMTPC, Vinci et Eiffage.

Se posent trois points complémentaires :

- La valeur résiduelle au-delà de la fin de la concession prévue le 18 janvier 2033,
- Le taux d'actualisation pour les flux de trésorerie disponibles,
- Le taux d'actualisation pour les dividendes.

a) La valeur résiduelle au-delà de la fin de la concession prévue le 18 janvier 2033

On rappelle qu'il est fait ici l'hypothèse de travail que le tronçon acquis de Prado Sud ne sera plus la propriété de SMTPC à compter de la fin de la concession en janvier 2033, mais celui de la Métropole, bien que les recettes de péages afférentes soit propriété de Prado Sud jusqu'en 2055.

Le contrat de concession d'origine a été prorogé une première fois en 1994 de deux ans pour des travaux complémentaires ; puis en 2019 en substituant le 18 janvier 2033 au terme initialement prévu du 18 septembre 2025 en contrepartie de l'extension du tunnel permettant le réaménagement de la place Ferrié. Il prévoit actuellement que SMTPC devrait remettre gratuitement le tunnel à la Métropole concédante à la fin de la concession.

Il ne peut être cependant pas être exclu, compte tenu des deux précédents, que cette concession soit de nouveau prorogée, soit parce que de nouveaux travaux d'allongement du tunnel seraient convenus, soit que la situation financière de la Métropole la conduise à réattribuer la concession moyennant le versement d'une soulte allégeant d'autant sa situation financière qu'elle considère elle-même comme compliquée⁶⁵, ainsi qu'elle l'écrit dans son budget primitif 2020 :

« Deux axes de stratégie financière ont guidé l'élaboration de ce budget primitif 2020 :

- *D'une part, pour la troisième année consécutive, il s'inscrit dans la volonté de respecter les objectifs du « Pacte de confiance » signé avec l'État. Celui-ci garantit le maintien du niveau des recettes de dotations à la Métropole en contrepartie d'une obligation de **plafonnement des dépenses de fonctionnement de son budget principal à + 1,35 % par an.***

Pour y parvenir dans le cycle budgétaire 2020 (plafond à environ 724 M€), il est acté le besoin de poursuivre les actions de rationalisation et de mutualisation déjà initiées.

⁶⁵ <https://www.ampmetropole.fr/metropole-aix-marseille-provence-une-question-de-budget>

- D'autre part, il confirme la **nécessité de dégager de l'autofinancement** et de contenir l'enveloppe des dépenses d'investissement afin de contribuer activement à une stratégie de maîtrise de la capacité d'endettement.

Dans un contexte marqué par la faible progression des recettes, ces deux enjeux représentent des impératifs indispensables à la réalisation du projet métropolitain dans sa durée. »

C'est ainsi que l'hebdomadaire Travaux Publics et Batiment du Midi titre le 25 novembre 2020⁶⁶ : « *La métropole Aix-Marseille Provence serre les boulons budgétaires. En 2021, l'intercommunalité prévoit de réduire ses dépenses d'investissement de 25%. Une cure de rigueur justifiée par le poids exorbitant de la dette dont le montant atteint 2,82 milliards d'euros.* »

On remarquera que le budget 2021 de la Métropole prévoit une nouvelle augmentation de la dette de 78 M€⁶⁷ pour financer des investissements.

Par ailleurs, le fait que chaque année dans son rapport annuel⁶⁸, la SMTPC indique : « *Au terme de la concession du tunnel Prado Carénage (incluant depuis 2007 le tunnel Rège), la collectivité concédante s'engage à imposer au délégataire succédant à SMTPC des conditions d'exploitation identiques du tunnel.* », montre que l'hypothèse d'un renouvellement de la concession n'est pas que théorique.

Si le tunnel est indispensable à la fluidité de la circulation des véhicules légers dans Marseille, qui reste en 2020 la seconde agglomération la plus embouteillée de France selon l'enquête annuelle de Tom-Tom, et la 54ème au monde⁶⁹, le péage est peu populaire parmi les habitants qui ont du mal à comprendre qu'il est simplement la contrepartie d'une absence totale de financement de sa construction par la collectivité. Dès lors, il faudrait un certain courage à des hommes politiques locaux pour en proroger la concession, hors travaux d'amélioration comme pour la bretelle Schlœsing, et sauf bien sûr cas de contraintes financières fortes dans 10 ans que l'état actuel des finances de la Métropole ne peut pas faire exclure aujourd'hui. **La probabilité de prorogation de la concession n'est donc pas nulle.**

Dans ce cas de figure, la SMTPC aurait de grandes chances de remporter la prolongation de la concession moyennant le paiement d'une soulte. En effet, sa connaissance intime de l'infrastructure, son actionnariat réunissant les deux seuls opérateurs autoroutiers français Vinci et Eiffage, sa petite taille qui n'est pas de nature à attirer des opérateurs étrangers d'autant que la SANEF (contrôlée par Abertis) n'est active que dans le nord de la France, en feraient un candidat au renouvellement de la concession difficile à battre.

Il est bien sûr difficile d'estimer en 2021 la valeur actuelle nette d'une éventuelle prorogation de la concession dans des conditions à déterminer, même si l'exemple de la prorogation en 2019 au titre de la bretelle Schlœsing fournit une indication pertinente. En effet, l'annonce de l'accord final de la Communauté Européenne pour une extension de 7 ans et 4 mois a entraîné une hausse du cours de l'action SMTPC de 17,5 € environ avant l'annonce à environ 20,5 € après l'annonce dans un volume d'échange tout à fait significatif pour SMTPC (147 138 actions dans les 10 jours suivant l'annonce contre 17 910 dans les dix jours précédents⁷⁰). D'où un écart de valeur de 3 € par action.

⁶⁶ <https://www.tpbn-presse.com/aix-marseille-provence-les-investissements-au-regime-sec-3899.html>

⁶⁷ Budget principal 2021, décisions modificative n°1 du 5 mars 2021.

⁶⁸ Page 10 pour le rapport annuel de 2020.

⁶⁹ https://www.tomtom.com/en_gb/traffic-index/france-country-traffic/

⁷⁰ Source : RefinitivEikon.

Toutefois, par prudence, il n'a été retenu, à ce stade, aucun chiffrage de la valeur terminale pour la concession d'origine, donc prise pour zéro, alors que l'histoire des concessions autoroutières en France est une suite d'exemples de concessions régulièrement renouvelées.

b) Le taux d'actualisation pour l'actualisation des flux de trésorerie disponible

Il est la plupart du temps un taux **après impôt sur les sociétés** car il s'applique aux flux de trésorerie disponible qui sont après impôt. Il est parfois **avant** impôt sur les sociétés et s'applique alors à des flux de trésorerie disponible **avant** impôt sur les sociétés. C'est ainsi que procède Vinci pour évaluer ses activités de concession dans le cadre des tests de dépréciation du goodwill⁷¹, mais pas Eiffage qui raisonne après impôt⁷² pour ce même exercice.

Dans son document d'enregistrement universel 2020⁷³, Vinci indique utiliser un taux d'actualisation **avant impôt** pour le groupe ASF de **6,4 %** pour 2020, venant de 6,8 % en 2019. Bien que SMTPC ait un risque opérationnel un peu inférieur à celui d'ASF comme en témoigne l'évolution de leurs fréquentations en 2020⁷⁴, ce taux sera retenu pour actualiser les flux **avant impôt sur les sociétés** de SMTPC.

Concernant maintenant le taux d'actualisation **après impôt sur les sociétés** à appliquer aux flux de trésorerie disponible, qui correspond au coût moyen pondéré du capital ou coût du capital, il est classiquement déterminé à partir du Modèle d'Équilibre Des Actifs Financiers (MEDAF).

À cet effet, une prime de risque proportionnelle au **risque de marché** de l'action SMTPC est ajoutée au taux de l'argent sans risque.

Le taux de l'argent sans risque est le taux de rentabilité d'un actif qui est sans risque, c'est-à-dire dont l'écart-type de ses rentabilités est nul, ce qui est obtenu quand le risque de défaillance de son émetteur est inexistant **et** quand sa valeur est stable, ce qui exonère alors son détenteur de subir les fluctuations de cette dernière. Un bon du Trésor français à un mois répond à cette définition, ce qui n'est pas le cas d'un titre de durée plus longue, comme une OAT 10 ans dont les fluctuations de la valeur ne peuvent pas en faire, en toute rigueur, un actif sans risque.

Mi novembre 2021, le taux des bons du Trésor à un mois était de **- 0,65 %**⁷⁵.

La rentabilité attendue par les investisseurs sur un portefeuille bien diversifié d'actions dupliquant les performances du marché est actuellement de 7,65 % selon les estimations d'Associés en Finance et celles de Fairness Finance qui concordent.

La prime de risque du marché actions qui s'en déduit est donc $7,65 \% - - 0,65 \% = \mathbf{8,3 \%}$

⁷¹ Page 307 de son document d'enregistrement universel 2020

⁷² Page 204 de son document d'enregistrement universel 2020

⁷³ Page 307.

⁷⁴ La fréquentation des autoroutes ASF de Vinci qui couvrent le sud de la France et donc Marseille, a plus baissé que celle enregistrée par la SMTPC : - 51,8 % contre - 44,9 % pour la SMTPC au T2 2020, et - 4,3 % contre - 3,3 % au T3 2020. Le même constat s'impose sur l'ensemble de l'année 2020 : - 23,8 % pour Vinci (uniquement véhicules légers comme pour la SMTPC dont le tunnel ne peut pas accepter les poids-lourds ni les autocars de tourisme) et - 21,6 % pour la SMTPC.

⁷⁵ <https://www.banque-france.fr/statistiques/taux-et-cours/taux-indicatifs-des-bons-du-tresor-et-oat>

Ce chiffre est supérieur aux estimations données par Refinitiv Eikon pour la France, 6,93 % (Starmine), ou par le professeur Aswath Damodaran, référence mondiale en matière d'évaluation : 4,8 %⁷⁶, et qui avait été utilisé pour l'extension de la concession liée à la bretelle Schœlching⁷⁷. Ce qui montre le caractère prudent de ce chiffre de 8,3 %.

Le coefficient β de l'actif économique de SMTPC (ou β desendetté) est très proche du β de ses actions compte tenu de la faiblesse de l'endettement net au 31 décembre 2020 (11,9 M€) que ce soit par rapport à l'EBE 2020 (0,57x), aux capitaux propres comptables (16 %) ou en valeur (6 %). On peut donc négliger l'écart entre les deux.

Le coefficient β des actions de SMTPC est estimé à **0,52** par Refinitiv Eikon avec un calcul sur une durée de 3 ans, qui est le meilleur mode de calcul d'un coefficient beta⁷⁸. C'est d'ailleurs le chiffre que l'on retrouve lorsque l'on fait soi-même le calcul. Ce chiffre n'est pas surprenant compte tenu du faible risque de marché de cette activité et de la durée résiduelle courte de la concession (12 ans) qui en réduit la volatilité des flux relativement à ceux du marché dans son ensemble. Ce coefficient β , ressortant du calcul et non d'une moyenne de coefficients β de sociétés du même secteur, intègre donc l'effet de majoration des coefficients β des sociétés de petite taille mis en évidence par R. Ibbotson, P. Kaplan et J. Peterson⁷⁹ ; ce qui rend inutile l'ajout d'une prime de taille dans la détermination du coût du capital de SMTPC.

Au total, le coût du capital de SMTPC peut être estimé à : $-0,65 \% + 0,52 \times 8,3 \% = \mathbf{3,7 \%}$.

Six remarques à ce niveau :

- a) Dans le prospectus d'introduction en Bourse de SMTPC de juin 2004, le banquier introducteur (Crédit du Nord - Gilbert Dupont) utilise un coût du capital moyen de **5,25%**⁸⁰ alors même que le taux des OAT 10 ans était de 4,4 % et celui de l'EONIA de 2,07 %, contre des chiffres nuls ou négatifs aujourd'hui pour ces références de taux d'intérêt.

Quand on voit le succès de l'introduction en Bourse, avec des actions sursouscrites 5 fois par les particuliers et 8 fois par les institutionnels, un prix d'introduction fixé dans le haut de la fourchette et une progression de 23 % du cours dans les 6 mois suivants, on se dit que le taux de 5,25 % aurait été plutôt surévalué que sous-évalué.

Comme depuis le coût du capital moyen des principaux groupes cotés en Bourse a baissé de 8,3 % à 7 %⁸¹, **une actualisation du coût du capital utilisé lors de l'introduction en Bourse, donne donc 3,95 %.**

- b) Le plus grand broker mondial, JP Morgan, dans sa note sur Vinci du 14 octobre 2021, utilise un taux d'actualisation de **4,2 %** pour évaluer les concessions de Vinci (page 22), avec un taux d'inflation de **1,9 %** et un taux de croissance de la

⁷⁶ Sur son site <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

⁷⁷ Voir la page 18 de la Lettre de l'UE à J.-Y. Le Drian du 21 novembre 2019, note 15.

⁷⁸ Voir en particulier Groenewold N., Fraser P., « Forecasting beta: how does the "five-year rule of thumb" do? », Journal of Business & Accounting septembre-octobre 2000, vol. 27, n° 7-8, pages 953 à 982.

⁷⁹ « Estimates of Small Stock Betas are Much Too Low », Journal of Portfolio Management, juillet 1997, vol. 23, n°4, p. 104 à 111

⁸⁰ Page 18, paragraphe 2.2.6.2.4, 5,1 % sur les 6 premières années, puis 5,4 % sur les 7 suivantes et 6,2 % sur les 8 dernières. Pour une concession de durée de vie résiduelle de 12 ans, la moyenne est de 5,25 %.

⁸¹ Vernimmen 2022, Dalloz 2021, page 589, source Exane BNP Paribas.

fréquentation de 1 % l'an. Taux maintenus pour évaluer APRR dans sa note du 19 octobre 2021 consacrée à Eiffage (page 2).

- c) La seule analyste financière qui suit la SMTPC depuis des années utilise un taux d'actualisation de **4,0 %**.
- d) A. Damodaran donne au 5 janvier 2021 un coût du capital de **3,41 %** (en euros) pour le secteur *Transportation* en Europe au sein duquel il inclut SMTPC.
- e) Eiffage a annoncé le 25 août 2021, le rachat par préemption sur l'offre d'un tiers de la participation minoritaire de Sanef dans la société A'lienor qui détient l'autoroute A65, permettant la montée d'Eiffage à 100 % du capital, et l'acquisition parallèle de la société d'exploitation de l'A65, Sanef Aquitaine, pour un montant total de 222 M€⁸². Comme démontré en annexe 5, ceci correspond à un coût du capital **de l'ordre de 4 %**, compte tenu d'un coût des capitaux propres communiqué par Eiffage d'un peu moins de 10 % compte tenu de l'endettement financier mis en œuvre (dette nette / EBE de 20,5).
- f) Enfin, comme l'indique le rapport de la commission d'enquête du Sénat, « *La DGITM, pour sa part, considèrerait qu'un TRI **proche de 4 %** serait en mesure de fournir une rémunération raisonnable des capitaux investis.* »⁸³ La Direction Générale des Infrastructures, des Transports et de la Mer avait cette position à l'automne 2016 dans le cadre d'investissements nouveaux quand les sociétés concessionnaires d'autoroutes étaient, elles, entre 7 % à 8 % sans fournir de justifications écrit la Commission d'enquête.

Le chiffre calculé plus haut de 3,7 % est donc robuste.

On n'ajoute naturellement pas à ce coût du capital :

- **ni prime spécifique**, ce qui serait en contradiction avec les enseignements du MEDAF où seul le risque de marché est rémunéré, puisque le risque spécifique est éliminable par la diversification sans coût pour l'investisseur,
- **ni prime de liquidité**, puisque par construction une OPAS ouverte à tous et portant sur le solde du capital non détenu par Vinci et Eiffage, donne une liquidité à tous les actionnaires qui le souhaiteraient. Faire autrement serait comme si, pour évaluer un terrain qui doit être exproprié pour la construction d'une autoroute, on lui appliquait une décote sous prétexte que plus personne ne veut l'acheter, maintenant que le projet de construction d'une autoroute est connu. On remarquera que lors de la dernière OPAS en France de Vinci (sur Entrepose Contracting, au printemps 2012), l'expert indépendant (Accuracy) n'avait pas bien sûr pas retenu de prime de liquidité ou de taille⁸⁴ pour calculer le taux d'actualisation, alors que les deux entreprises ont toutes les deux un flottant inférieur à 100M€.

⁸²https://app.eiffage.com/system/files/communiqués_presse/2021_08_25_communique_eiffage_devient_lactionnaire_unique_d_e_lautoroute_a65.pdf

⁸³ Page 185 du Rapport fait au nom de la commission d'enquête sur le contrôle, la régulation et l'évolution des concessions autoroutières, 16 septembre 2020, n° 709.

⁸⁴ Page 36 de la note en réponse du 9 mai 2012.

*

*

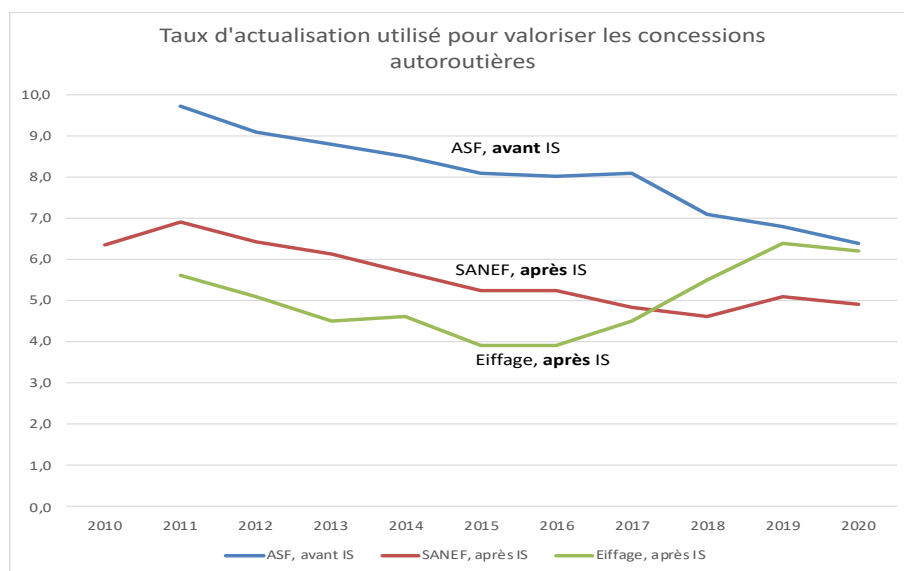
*

On remarque que le taux d'actualisation utilisé dans les négociations avec la Métropole d'Aix Marseille Provence et les services de l'État, pour déterminer la durée d'extension de la concession destinée à compenser les coûts de réalisation de la bretelle Schlœsing, est de 6,91%⁸⁵. Il s'agit d'un taux qui s'applique à des flux **après** impôt⁸⁶. Ce taux est ainsi présenté : « *Ce taux d'actualisation est très proche de celui utilisé par l'Etat dans les discussions portant sur le troisième Plan de Relance Autoroutier.* »⁸⁷

Ce taux de 6,91 % correspond à celui du dossier transmis à la Commission européenne, encadré dans la lettre du 21 novembre 2019 par 5 % et 7 % dans le tableau reproduit plus en annexe 4.

On note à propos de ce taux de 6,91 % :

1. Que SMTPC et ses actionnaires autoroutiers, qui ont approuvé l'investissement bretelle Schlœsing en conseil d'administration, n'ont pas jugé pertinent de retenir comme taux d'actualisation pour un tunnel autoroutier un taux différent de celui retenu pour les autoroutes, ni d'ajouter une prime de taille ou d'illiquidité au prétexte de la taille de l'investissement envisagé,
2. que les discussions autour du troisième plan autoroutier ont commencé en 2011⁸⁸ et que depuis les taux d'intérêt ont baissé. Ainsi en témoigne l'évolution des taux d'actualisation utilisés par Vinci et SANEF pour valoriser leurs concessions autoroutières (dans le cadre des tests de dépréciations imposés par les normes comptables IFRS dont ils sont issus) :



⁸⁵ Page 9 de l'extrait des registres des délibérations du Conseil de territoire Marseille Provence, séance du 18 octobre 2017. <https://deliberations.ampmetropole.fr/documents/ct1/deliberations/2017/10/18/DELIBERATION/D0C7C.pdf>

⁸⁶ Comme l'établit clairement le tableau de la page 5 de la lettre de la Communauté européenne mentionnée plus haut qui chiffre le montant de l'impôt sur les sociétés supplémentaires induit par l'investissement.

⁸⁷ Page 9 du document précédent.

⁸⁸ Lettre du 23 janvier 2019 de Didier Migaud à Elizabeth Borne et François de Rugy.

De 2011, origine de ce taux de 6,91 %, et 2020, le taux d'actualisation de Vinci (avant impôt) est passé de 9,7 % à 6,4 %, soit une baisse de 34 % ; celui de SANEF (qui est **après** impôt) est passé de 6,9 % à 4,9 %, soit une baisse de 29 %.

L'évolution du taux d'actualisation utilisé par Eiffage est singulière et incompréhensible car il entame une vive remontée à partir de 2016, de 3,9 % à 6,2 % qui ne correspond pas à l'évolution des taux d'intérêt en France, ni des coûts du capital⁸⁹. Ainsi Abertis, pour la SANEF, utilise en 2020 un taux **après** impôt de 4,9 % et non de 6,2 %⁹⁰ comme Eiffage.

3. que le taux de 6,91 % est un taux pour un investissement nouveau avec un risque supplémentaire due à l'incertitude sur la fréquentation future inconnue de la bretelle par rapport à celle connue du tunnel en place qui est le sujet traité ici.

Dès lors, le taux de 6,91 %, qui trouve son origine en 2011, ne saurait en aucun cas constituer une référence pour une valorisation en 2021, et n'est que le témoin de toute l'habileté de la SMTPC et ses actionnaires industriels pour pousser leurs intérêts auprès de l'autorité concédante.

c) Le taux d'actualisation pour l'actualisation des dividendes

Il s'agit du coût des capitaux propres, qui se relie aisément au taux d'actualisation précédent, par la formule suivante⁹¹ :

$$\beta_e = \frac{\beta_{CP}}{1 + \frac{V_D}{V_{CP}}}$$

Compte d'un poids de la dette bancaire et financière nette de 6 % de la valeur des capitaux propres de la SMTPC, le β des capitaux propres est de 0,55, et le taux d'actualisation des dividendes est de : - 0,65 % + 0,55 x 8,3 % = **3,9 %**.

Dans la mesure où la dette diminue jusqu'à s'éteindre complètement en 2030, en toute rigueur il aurait convenu de modéliser un coût des capitaux propres se réduisant parallèlement jusqu'à rejoindre en 2030, le coût du capital de 3,7 %, la SMTPC étant alors complètement désendettée. Pour des raisons de simplification, ce calcul n'a pas été fait. **Aussi le résultat trouvé sera un minorant de la valeur résultante de l'actualisation des dividendes.**

d) Les résultats

L'actualisation des flux de trésorerie disponible après impôt prévisionnels de SMTPC au taux de 3,7 % donne une valeur de l'action de 36,3 €, dividende 2020 détaché.

⁸⁹ Page 589, chapitre 28 du Finance d'entreprise (Vernimmen) Dalloz 2021.

⁹⁰ Page 97 des comptes consolidés d'Abertis 2020.

⁹¹ Page 638, chapitre 31 du Finance d'entreprise (Vernimmen) Dalloz 2021.

Evaluation par actualisation des flux de trésorerie disponibles	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Résultat d'exploitation	13 423	17 898	17 919	19 773	22 043	22 903	24 257	24 266	25 630	27 000	27 012	28 392	1 958
- impôt sur le résultat d'exploitation	3 557	4 475	4 480	4 943	5 511	5 726	6 064	6 067	6 407	6 750	6 753	7 098	489
+ dotation aux amortissements	11 354	11 354	11 354	11 354	11 354	11 354	11 354	11 354	11 354	11 354	11 354	11 354	3
- variation du BFR d'exploitation	(478)	(433)	(12)	(220)	(227)	(94)	(141)	(14)	(142)	(143)	(15)	(144)	4 651
- investissements	14 909	14 909	8 238	1 568	1 568	986	986	986	986	986	986	986	730
= Flux de trésorerie disponible	6 789	10 302	16 566	24 835	26 545	27 639	28 702	28 582	29 733	30 761	30 642	31 806	- 3 910
Valeur terminale													0
Taux d'actualisation	3,67%												
Flux de trésorerie disponible actualisé	6 789	10 118	15 695	22 697	23 402	23 505	23 546	22 618	22 697	22 651	21 766	21 794	- 2 584
Somme de flux de trésorerie actualisé 2021-2033	234 694												
Valeur actuelle de la valeur terminale	-												
Valeur actuelle de l'actif économique	234 694												
Endettement bancaire et financier net au 31 décembre 2020	11 942												
Dividende versé en juin 2021	11 091												
Valeur des capitaux propres	211 661												
Nombre d'actions	5 837 500												
Valeur de l'action	36,3 €												

Cette valeur de 36,3 € présente les sensibilités suivantes :

Fréquentation en 2022	14,9 M	15,4 M	15,9 M
	34,6 €	36,3 €	37,8 €
Taux de croissance annuelle de la fréquentation en 2023 et entre 2027 et 2033	-0,7%	0,3%	1,3%
	34,4 €	36,3 €	38,2 €
Effet de l'ouverture de la bretelle Schloësing sur la fréquentation	7,2%; 4%; 3,6%	8,0%; 4,4%; 4 %	8,8 %; 4,8%; 4,4%
	35,7 €	36,3 €	36,8 €
Coût moyen pondéré du capital	3,3%	3,7%	4,0%
	37,1 €	36,3 €	35,5 €

L'actualisation des flux prévisionnels de trésorerie disponible **avant impôt sur les sociétés** au taux d'actualisation de Vinci de 6,4 % donne une valeur de l'action SMTPC de **39,3 €**.

Evaluation par actualisation des flux de trésorerie disponibles	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Résultat d'exploitation	13 423	17 898	17 919	19 773	22 043	22 903	24 257	24 266	25 630	27 000	27 012	28 392	1 958
- impôt sur le résultat d'exploitation	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
+ dotation aux amortissements	11 354	11 354	11 354	11 354	11 354	11 354	11 354	11 354	11 354	11 354	11 354	11 354	3
- variation du BFR d'exploitation	(478)	(433)	(12)	(220)	(227)	(94)	(141)	(14)	(142)	(143)	(15)	(144)	4 651
- investissements	14 909	14 909	8 238	1 568	1 568	986	986	986	986	986	986	986	730
= Flux de trésorerie disponible	10 346	14 777	21 046	29 778	32 056	33 365	34 766	34 648	36 140	37 511	37 396	38 904	- 3 420
Valeur terminale													0
Taux d'actualisation	6,40%												
Flux de trésorerie disponible actualisé	10 346	14 325	19 176	25 500	25 799	25 238	24 716	23 151	22 695	22 139	20 743	20 282	- 1 676
Somme de flux de trésorerie actualisé 2021-2033	252 435												
Valeur actuelle de la valeur terminale	-												
Valeur actuelle de l'actif économique	252 435												
Endettement bancaire et financier net au 31 décembre 2020	11 942												
Dividende versé en juin 2021	11 091												
Valeur des capitaux propres	229 401												
Nombre d'actions	5 837 500												
Valeur de l'action	39,3 €												

L'actualisation des dividendes prévisionnels de la SMTPC au taux de 3,9 % donne une valeur de l'action de **35,6 €**, l'écart par rapport à la valeur résultante de l'actualisation des flux de trésorerie disponible de 36,3 € s'explique par la rétention de trésorerie au sein de la société qui ne rapporte

aucun produit financier.

Evaluation par actualisation des dividendes	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Dividendes	0	8 852	14 537	22 026	23 613	24 645	25 649	25 588	26 671	27 644	27 578	28 626	7 715
Taux d'actualisation	3,9%												
Valeur actuelle du dividende	0	8 683	13 722	20 007	20 639	20 729	20 759	19 929	19 989	19 937	19 139	19 116	4 958
Valeur de l'action		35,6 €											

III – Conclusion sur l'évaluation

La méthode des comparables aboutit à **36,6 €**.

Celle d'actualisation des flux de trésorerie disponible aboutit à **36,3 € à 39,3 €**.

Ces valeurs ne tiennent pas compte de la valeur des ripages de profits dus la sous-facturation par SMTPC des charges d'exploitation incombant à Prado Sud pour un montant annuel minimum de 0,850 M€ avant impôt, comme expliqué au second paragraphe b de la partie 5. **Leur valeur sur la durée résiduelle de la concession de SMTPC, avec une actualisation au coût du capital, ressort à 1,1 € par action qui doit être ajouté aux chiffres précédents.**

Valeur des ripages de profits	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Flux avant impôt sur les sociétés	850	850	850	850	850	850	850	850	850	850	850	850	42
Flux après impôt sur les sociétés	625	638	638	638	638	638	638	638	638	638	638	638	31
Taux d'actualisation	3,7%												
Valeur actuelle du flux	625	626	604	583	562	542	523	504	487	469	453	437	21
Valeur des ripages de profits		6 436											
Valeur par action des ripages de profits		1,1 €											

Compte tenu de la grande cohérence des résultats précédents obtenus, nous retenons la fourchette 37,5 € - 40 € pour valeur intrinsèque de l'action SMTPC dans le cadre d'une OPAS obligatoire pouvant entraîner une expropriation des actionnaires minoritaires.

11 - Comportement du cours de l'action SMTPC et des volumes depuis l'annonce du projet d'offre

Sans surprise, pour un projet d'offre non anticipé, le cours de l'action SMTPC a bondi à la reprise des cotation le 1^{er} avril 2021, et s'est calé un peu en-dessous (22,9 €) du prix d'offre envisagé de 23 €, puis au moment du détachement du dividende 2020 de 1,90 € le 1^{er} juin, s'est ajusté à environ 21 €, tout en clôturant 17 séances de Bourse au prix ajusté de l'offre annoncée (23 € - 1,90 € = 21,1€) ou au-dessus :



Source Refinitiv Eikon

Puis à partir de la fin août, le cours a franchi le prix annoncé de 21,1 €, porté par les annonces de Vinci et d'Eiffage sur leur trafic estival qui dépassaient celui de 2019, puis mi-octobre par celles de SMTPC sur la fréquentation du tunnel en hausse de 0,9 % au T3 2021 par rapport au T3 2019, et par le relèvement consécutif de l'évaluation par DCF de Gilbert Dupont à 29 €.

Depuis l'annonce du projet d'offre le 31 mars 2021, 859.163 actions ont changé de mains, soit 14,7 % du capital. Les arbitragistes qui s'étaient, dès l'annonce de l'offre, portés acheteurs (les transactions des 6 premiers jours post-annonce ont porté sur 3 % du capital) ont revendu leurs titres quand le cours a dépassé le prix annoncé de 21,1 €. **On constate donc que largement plus de 66 %⁹² du flottant n'est pas vendeur, plus de 7 mois après l'annonce du projet de pré-offre, même à 25 €, et même en l'absence d'informations sur l'offre de la part de ses initiateurs depuis le 23 avril 2021.**

Ainsi, depuis fin août, malgré un cours en croissance régulière qui s'établit aux environs de 25 € à partir de la mi-octobre, soit 18 % au-dessus du prix de l'offre, seul 4,4 % du capital et 13 % du flottant est cédé au-dessus du prix annoncé de 21,1 €. Et ce, alors que la liquidité du marché est très bonne avec des transactions quotidiennes moyennes de 5.444 titres quand le cours s'établit à ou au-dessus de 21,1 €, à comparer à 3.462 titres par jour⁹³ quand il n'avait pas encore dépassé 21,1€.

⁹² $(14,7 \% - 3 \%) / 33,79 \% \text{ de flottant} = 34,6 \%$

⁹³ Hors les 6 premiers jours de cotation post annonce du projet d'offre, compte tenu des interventions des arbitragistes.

Annexe 1 : Fréquentation trimestrielle du tunnel depuis 2014

En milliers	2014	Evolution	2015	Evolution	2016	Evolution	2017	Evolution	2018	Evolution	2019	Evolution	2020	Evolution	2021	Evolution
T1	4 035	6,3%	4 215	4,5%	4 388	4,1%	4 185	-4,6%	4 120	-1,6%	3 478	-15,6%	3 088	-11,2%	2 963	-4,0%
T2	4 357	5,5%	4 609	5,8%	4 687	1,7%	4 423	-5,6%	4 422	0,0%	3 789	-14,3%	2 088	-44,9%	3 317	58,9%
T3	4 350	4,9%	4 517	3,8%	4 494	-0,5%	4 372	-2,7%	4 422	1,1%	3 782	-14,5%	3 656	-3,3%	3 816	4,4%
T4	4 445	6,6%	4 446	0,0%	4 444	0,0%	4 326	-2,7%	3 687	-14,8%	3 851	4,4%	2 844	-26,1%		
Total	17 187	5,8%	17 787	3,5%	18 013	1,3%	17 187	-4,6%	16 651	-3,1%	14 900	-10,5%	11 676	-21,6%	10 096	-14,3%

Source : Données SMTPC.

**Annexe 2 : Plan d'affaires de SMTPC annexé à l'avenant n° 9 du contrat de concession,
octobre 2017
Source SMTPC**

AVENANT N°9 AU CONTRAT DE CONCESSION RELATIF AU TUNNEL PRADO-CARENAGE

ANNEXE 3 - COMPTE D'EXPLOITATION PREVISIONNEL

En milliers d'euros HT - euros courants	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Total										
Actif										
Valuer brute - Immobilisations incorporelles et corporelles Amortissement de Cédulité (biens non-renouvelables) Amortissement des Immobilisations incorporelles Amortissement des Immobilisations corporelles Immobilisations incorporelles et corporelles Stocks nets Créances clients et comptes rattachés nets Autres créances nettes Compte de trésorerie affecté au versement de dividendes Compte de trésorerie affecté au financement des nouveaux investissements Disponibilités Charges à évaluer Charges Constatées d'Avance Compte de réserve du service de la dette Total actif circulant TOTAL ACTIF	202 497 (139 177) (2 763) (10 994) 49 563 92 282 1 071 - 20 426 151 186 2 696 35 996 85 559	265 911 (142 661) (2 956) (11 392) 108 901 92 204 1 071 11 091 317 141 1 618 - 14 535 123 436	282 364 (146 094) (3 150) (11 643) 121 477 92 218 1 071 11 091 626 257 1 437 - 14 792 136 270	297 561 (149 616) (3 336) (12 026) 132 583 92 222 1 071 11 091 928 114 1 256 - 14 775 147 358	305 000 (153 206) (3 448) (12 481) 135 865 92 236 1 071 11 091 9 930 365 1 126 - 15 214 151 079	306 220 (163 762) (3 448) (12 963) 126 047 92 251 1 071 9 930 - - 995 6 666 19 026 145 073	306 037 (175 723) (3 448) (13 505) 113 361 92 266 1 071 7 662 - - 865 6 686 16 643 130 003	306 681 (187 706) (3 448) (14 047) 101 480 92 271 1 071 5 743 - 734 - 6 686 14 597 116 077	307 027 (199 668) (3 448) (14 590) 89 321 92 277 1 071 5 160 - - 603 6 686 13 890 103 211	307 170 (211 600) (3 448) (15 134) 76 989 92 283 1 071 5 546 - 557 473 - 6 686 14 718 91 707
Passif										
Capital social Prime d'émission et de conversion Réserve légale Autres réserves Report à nouveau Résultat net de l'exercice Capitaux Propres Provisions pour obligation de maintien en bon état Provision pour engagements sociaux Provisions pour charges Crédit Long terme historique Nouveau Crédit Long terme Crédit Relais TVA Emprunts et dettes auprès des établissements de crédit Avances reçues des clients Dettes fournisseurs et comptes rattachés Participation des salariés Impôt sur les sociétés à payer Dettes fiscales et sociales (hors S(participation)) Dettes sur immobilisations et comptes rattachés Autres dettes TVA à payer TOTAL PASSIF	17 804 10 683 1 780 100 17 339 13 880 61 537 2 514 277 - 14 719 - - 14 719	17 804 10 683 1 780 100 20 128 6 248 56 744 2 655 277 58 325 307 58 632	17 804 10 683 1 780 100 15 286 9 092 54 745 2 808 277 71 821 199 72 020	17 804 10 683 1 780 100 13 287 9 242 52 896 2 961 277 85 453 204 85 657	17 804 10 683 1 780 100 11 438 10 038 51 844 3 114 277 89 639 85 89 724	17 804 10 683 1 780 100 10 385 5 954 46 707 3 281 277 89 025 (0) 89 025	17 804 10 683 1 780 100 5 248 6 019 41 634 3 462 277 78 633 (0) 78 633	17 804 10 683 1 780 100 175 7 198 37 741 3 644 277 67 887 (0) 67 887	17 804 8 511 1 780 100 - 7 846 36 041 3 761 277 56 759 (0) 56 759	17 804 6 001 1 780 100 - 9 575 35 261 3 950 277 45 245 (0) 45 245

AVENANT N°9 AU CONTRAT DE CONCESSION RELATIF AU TUNNEL PRADO-CARENAGE

ANNEXE 3 - COMPTE D'EXPLOITATION PREVISIONNEL

En milliers d'euros HT - euros courants	Total	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Bilan										
Actif										
Valeur brute - immobilisations incorporelles et corporelles		307 448	308 626	309 384	310 556	310 413	310 733	310 619	310 619	310 619
Amortissement de Caducité (biens non-renouvelables)		(223 489)	(235 392)	(247 251)	(259 042)	(270 830)	(282 590)	(289 987)	(289 987)	(289 987)
Amortissement des Immobilisations incorporelles		(3 448)	(3 448)	(3 448)	(3 448)	(3 448)	(3 448)	(3 448)	(3 448)	(3 448)
Amortissement des Immobilisations corporelles		(15 678)	(16 215)	(16 620)	(16 864)	(17 133)	(17 174)	(17 174)	(17 174)	(17 174)
Immobilisations incorporelles et corporelles		64 833	53 570	42 063	31 102	19 003	7 521	0	0	0
Stocks nets		92	92	92	92	92	92	92	-	-
Créances clients et comptes rattachés nets		297	312	316	321	326	341	89	-	-
Autres créances nettes		1 071	1 071	1 071	1 071	1 071	1 071	1 071	-	-
Compte de trésorerie affecté au versement de dividendes		5 546	5 546	5 838	8 756	9 924	13 426	15 574	-	-
Compte de trésorerie affecté au financement des nouveaux investissements		-	-	-	-	-	-	-	-	-
Disponibilités		9	380	600	8 958	19 353	27 510	19 254	310	0
Charges à étaler		343	212	81	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Charges Constatées d'Avance		-	-	-	-	-	-	-	-	-
Compte de réserve au service de la dette		6 686	6 686	6 686	-	-	-	-	-	-
Total actif circulant		14 045	14 298	14 685	19 199	30 766	42 441	36 080	310	0
TOTAL ACTIF		78 877	67 868	56 748	50 301	49 769	49 962	36 080	310	0
Passif										
Capital social		17 804	17 804	17 804	17 804	17 804	17 804	17 804	-	-
Prime d'émission et de conversion		4 771	3 848	3 848	3 848	3 848	2 327	-	-	-
Réserve légale		1 780	1 780	1 780	1 780	1 780	1 780	1 780	-	-
Autres réserves		100	100	100	100	100	100	-	-	-
Report à nouveau		-	-	1 067	1 793	400	-	(0)	-	-
Résultat net de l'exercice		10 169	11 731	12 402	13 200	13 840	15 273	9 562	-	-
Capitaux Propres		34 624	35 264	37 001	38 527	37 773	37 284	29 166	-	-
Provisions pour obligation de maintien en bon état		4 068	4 219	4 401	4 583	4 765	4 947	2 195	-	-
Provision pour engagements sociaux		277	277	277	277	277	277	277	-	-
Provisions pour charges		4 345	4 496	4 678	4 860	5 042	5 224	2 471	-	-
Credit Long terme historique		-	-	-	-	-	-	-	-	-
Nouveau Credit Long terme		33 330	21 004	8 246	0	0	0	0	0	0
Credit Réels TVA		(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Emprunts et dettes auprès des établissements de crédit		33 330	21 004	8 246	0	0	0	0	0	0
Avances reçues des clients		1 229	1 288	1 308	1 328	1 349	1 412	366	-	-
Dettes fournisseurs et comptes rattachés		789	801	813	826	838	851	219	-	-
Participation des salariés		334	334	406	431	453	501	320	23	0
Impôt sur les sociétés à payer		260	662	285	330	281	639	(76)	287	(0)
Dettes fiscales et sociales (hors IS(participation))		1 555	1 555	1 555	1 555	1 555	1 555	1 555	-	-
Dettes sur immobilisations et comptes rattachés		1 095	1 095	1 095	1 095	1 095	1 095	1 095	-	-
Autres dettes		818	818	818	818	818	818	818	-	-
TVA à payer		500	502	544	533	567	584	145	-	-
TOTAL PASSIF		78 877	67 868	56 748	50 301	49 769	49 962	36 080	310	0

AVENANT N°9 AU CONTRAT DE CONCESSION RELATIF AU TUNNEL PRADO-CARENAGE

ANNEXE 3 - COMPTE D'EXPLOITATION PREVISIONNEL

En milliers d'euros HT - euros courants	Total	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Compte de résultat											
Recettes d'exploitation - parcours (TPC seul)	468 909	33 322	23 271	24 723	25 038	26 014	23 855	25 373	26 423	26 921	28 488
Recettes d'exploitation - parcours (TPC □ Schloesing)	74 493	-	-	-	-	-	5 143	5 700	5 920	6 016	6 331
Recettes d'exploitation - parcours (TPC □ TPS)	90 569	5 380	4 473	4 884	5 159	5 514	5 143	4 602	4 770	4 825	5 180
Prestations annexes	16 659	956	934	910	924	938	952	966	981	995	1 010
Chiffre d'affaires	650 630	39 658	28 677	30 517	31 121	32 466	35 092	36 641	38 094	38 757	41 010
Charges d'exploitation	(185 678)	(9 600)	(12 142)	(9 990)	(10 150)	(10 319)	(10 796)	(10 840)	(10 887)	(10 995)	(11 195)
Obligation de maintien en bon état du domaine concédé	(3 187)	(167)	-	-	-	-	-	-	-	(64)	-
Autres Charges nettes des produits	(11 461)	(148)	(571)	(641)	(651)	(665)	(683)	(697)	(711)	(722)	(740)
Excédent Brut d'Exploitation	450 304	29 743	15 965	19 886	20 320	21 482	23 613	25 103	26 496	26 976	29 075
Amortissement technique	(7 513)	(648)	(592)	(444)	(569)	(568)	(482)	(542)	(542)	(543)	(544)
Amortissement de caducité	(159 894)	(6 981)	(3 484)	(3 433)	(3 522)	(3 589)	(10 709)	(12 144)	(12 166)	(12 145)	(12 114)
Reprise / (dotation) travaux PIR	2 547	33	(141)	(153)	(153)	(153)	(167)	(181)	(181)	(118)	(189)
Reprise Produits Constatés d'Avance	34	34	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Charges à étaler	(1 785)	(51)	(117)	(181)	(181)	(130)	(130)	(130)	(131)	(130)	(130)
Charges Constatées d'Avance	(248)	(62)	(186)	-	-	-	-	-	-	-	-
Liquidation des stocks	(92)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Liquidation autres créances	(1 071)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Résultat d'exploitation	282 280	22 069	11 444	15 675	15 894	17 042	12 124	12 105	13 476	14 040	16 098
Charges financiers en construction	(7 592)	-	(1 059)	(2 066)	(2 070)	(2 063)	(333)	-	-	-	-
Intérêts Crédit Long terme (historique)	(500)	(360)	(141)	-	-	-	-	-	-	-	-
Intérêts Crédit Long terme	(15 736)	-	-	-	-	-	(2 759)	(2 981)	(2 627)	(2 245)	(1 858)
Intérêts sur trésorerie	1 288	154	101	45	47	48	65	66	54	48	47
Résultat financier	22 540	205	1 099	2 021	2 023	2 015	3 027	2 915	2 572	2 197	1 811
Résultat courant avant impôt	22 540	21 864	10 346	13 653	13 871	15 027	9 097	9 190	10 903	11 843	14 286
Participation des salariés	(5 714)	(481)	(228)	(300)	(305)	(331)	(200)	(202)	(240)	(261)	(314)
IS □ contrib 3 □	(62 912)	(7 502)	(3 870)	(4 261)	(4 324)	(4 658)	(2 943)	(2 970)	(3 465)	(3 737)	(4 397)
Résultat net	171 113	13 880	6 248	9 092	9 242	10 038	5 954	6 019	7 198	7 846	9 575

AVENANT N°9 AU CONTRAT DE CONCESSION RELATIF AU TUNNEL PRADO-CARENAGE
ANNEXE 3 - COMPTE D'EXPLOITATION PREVISIONNEL

En milliers d'euros HT - euros courants	Total	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Compte de résultat										
Recettes d'exploitation - parcoures (TPC seul)	468 909	28 903	30 338	30 695	30 828	31 269	32 753	20 695	-	-
Recettes d'exploitation - parcoures (TPC - Schloesing)	74 493	6 393	6 680	6 727	6 865	6 934	7 233	4 551	-	-
Recettes d'exploitation - parcoures (TPC - TPS)	90 569	5 320	5 686	5 824	6 223	6 386	6 823	4 368	-	-
Prestations annexes	16 659	1 026	1 041	1 057	1 072	1 088	1 105	704	-	-
Chiffre d'affaires	650 630	41 642	43 744	44 303	44 988	45 687	47 913	30 319	-	-
Charges d'exploitation	(185 678)	(11 365)	(11 567)	(11 741)	(11 920)	(12 077)	(12 290)	(7 789)	(5)	-
Obligation de maintien en bon état du domaine concédé	(3 187)	(69)	(34)	-	-	-	-	(2 853)	-	-
Autres Charges nettes des produits	(11 461)	(751)	(768)	(779)	(791)	(802)	(821)	(621)	-	-
Excédent Brut d'Exploitation	450 304	29 457	31 375	31 783	32 277	32 808	34 803	19 146	5	-
Amortissement technique	(7 513)	(544)	(537)	(406)	(344)	(169)	(41)	-	-	-
Amortissement de caducité	(159 894)	(12 072)	(12 086)	(12 041)	(11 973)	(11 970)	(11 944)	(7 521)	-	-
Reprise / (dotation) travaux P+R	2 547	(118)	(151)	(182)	(182)	(182)	(182)	2 752	2 195	-
Reprise Produits Constatés d'Avance	34	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Charges à étaler	(1 785)	(130)	(131)	(130)	(81)	-	-	-	-	-
Charges Constatées d'Avance	(248)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Liquidation des stocks	(92)	-	-	-	-	-	-	-	(92)	-
Liquidation autres créances	(1 071)	-	-	-	-	-	-	-	(1 071)	-
Résultat d'exploitation	282 280	16 593	18 470	19 024	19 698	20 487	22 637	14 378	1 027	-
Rais financiers en construction	(7 592)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Intérêts Crédit Long terme (historique)	(500)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Intérêts Crédit Long terme	(15 736)	(1 458)	(1 046)	(614)	(149)	-	-	-	-	-
Intérêts sur trésorerie	1 288	49	49	49	50	84	143	189	-	-
Résultat financier	22 540	1 408	988	566	39	84	143	189	-	-
Résultat courant avant impôt	22 540	15 184	17 472	18 458	19 599	20 572	22 779	14 567	1 027	-
Participation des salariés	(5 714)	(334)	(384)	(406)	(431)	(453)	(501)	(320)	(23)	-
IS - contrib. 3%	(82 912)	(4 681)	(5 357)	(5 650)	(5 968)	(6 279)	(7 005)	(4 665)	(1 181)	-
Résultat net	171 113	10 169	11 731	12 402	13 200	13 840	15 273	9 582	177	-

AVENANT N°9 AU CONTRAT DE CONCESSION RELATIF AU TUNNEL PRADO-CARENAGE

ANNEXE 3 - COMPTE D'EXPLOITATION PREVISIONNEL

En milliers d'euros HT - euros courants	Total	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Trésorerie											
Trésorerie à l'ouverture		28 017	20 426	141	257	114	365	0	0	0	0
□ Résultat d'Exploitation	450 304	29 743	15 965	19 886	20 320	21 482	23 613	25 103	26 496	26 976	29 075
Investissements Schloesing	(96 985)	-	(62 990)	(14 932)	(12 342)	(6 071)	(650)	-	-	-	-
Variation de □□R	(482)	(140)	172	(32)	7	(3)	7	2	(12)	5	(4)
Variation des avances clients	(1 181)	(14)	(328)	56	15	60	62	65	19	25	68
Variation dettes fiscales et sociales	(1 555)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Variation dettes sur immobilisations	(1 095)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Variation autres dettes	(818)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Variation engagements sociaux	(277)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dépenses incorporelles / corporelles	(13 204)	(2 067)	(393)	(1 202)	(2 194)	(450)	(559)	-	(627)	(629)	(325)
Variation des comptes de TVA sur chiffre d'affaires et co. ts d'exploitation	(846)	(339)	(199)	4	1	68	13	48	13	10	33
Variation des comptes de TVA sur investissement	0	-	(307)	108	(5)	119	85	-	-	-	-
Participation des salariés	(6 188)	(474)	(481)	(228)	(300)	(305)	(331)	(200)	(202)	(240)	(261)
Impôts sur les sociétés et assimilés	(62 912)	(7 287)	(4 212)	(3 191)	(5 203)	(4 387)	(3 332)	(2 888)	(2 997)	(3 961)	(3 963)
Intér. ts sur trésorerie	1 288	154	101	45	47	48	65	66	54	48	47
Flux de trésorerie pro et	246 048	19 577	52 672	514	345	10 560	18 974	22 196	22 545	22 335	24 670
Intér. ts intercalaires	(11 268)	-	(2 673)	(2 386)	(2 731)	(2 981)	(497)	-	-	-	-
Dépôt sur le compte de trésorerie: financement des investissements Schloesing	(36 273)	-	(24 864)	(4 131)	(1 743)	(5 170)	(365)	-	-	-	-
Retrait sur le compte de trésorerie: financement des investissements Schloesing	34 688	-	24 546	3 822	1 440	4 866	13	-	-	-	-
Liquidation de la trésorerie affectée au financement	1 585	-	-	-	-	-	1 585	-	-	-	-
Variation du Comptes Réserve du Service de la Dette	3 344	649	2 696	-	-	-	(6 686)	-	-	-	-
Variation du Crédit Relais TVA	(0)	-	307	(108)	5	(119)	(85)	-	-	-	-
Variations du Crédit Long terme	97 459	-	58 325	13 495	13 632	4 185	7 820	-	-	-	-
Trésorerie disponible pour le service de la dette	335 583	20 225	5 666	11 207	10 949	11 342	20 758	22 196	22 545	22 335	24 670
<i>Trésorerie disponible pour le service du Crédit Long terme historique</i>											
Intér. ts du Crédit Long terme historique	(500)	48 243	26 091	11 348	11 206	11 457	21 124	22 196	22 545	22 335	24 670
Principal du Crédit Long terme historique	(19 994)	(5 275)	(14 719)	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Trésorerie disponible pour le service du Nouveau Crédit Long terme</i>											
Intér. ts du Nouveau Crédit Long terme	(15 736)	42 608	11 232	11 348	11 206	11 457	21 124	22 196	22 545	22 335	24 670
Principal du Nouveau Crédit Long terme	(97 459)	-	-	-	-	-	(8 434)	(10 392)	(10 746)	(11 127)	(11 514)
Affectation au compte de distribution	(227 897)	(22 183)	(11 091)	(11 091)	(11 091)	(11 091)	(9 930)	(8 823)	(9 172)	(8 962)	(10 741)
Reprise du compte de distribution	227 897	11 091	11 091	11 091	11 091	11 091	(2 759)	(2 981)	(2 627)	(2 245)	(1 858)
<i>Trésorerie disponible pour le versement de dividende</i>											
Versement de dividende	(210 327)	31 517	11 232	11 348	11 206	11 457	11 091	11 091	11 091	9 545	10 912
Dividende de liquidation	(19 585)	(11 091)	(11 091)	(11 091)	(11 091)	(11 091)	(11 091)	(11 091)	(11 091)	(9 545)	(10 355)
Trésorerie en fin de période	98 235	20 426	141	257	114	365	0	0	0	0	557

AVENANT N°9 AU CONTRAT DE CONCESSION RELATIF AU TUNNEL PRADO-CARENAGE

ANNEXE 3 - COMPTE D'EXPLOITATION PREVISIONNEL

En milliers d'euros HT - euros courants	Total	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Trésorerie										
Trésorerie à l'ouverture		557	9	380	600	8 958	19 353	27 510	19 254	310
Résultat d'Exploitation	450 304	29 457	31 375	31 783	32 277	32 808	34 803	19 146	5	-
Investissements Schloosing	(96 985)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Variation de ☐ R	(482)	7	(2)	7	7	7	(2)	(379)	(131)	-
Variation des avances clients	(1 181)	19	60	20	20	21	63	(1 046)	(366)	-
Variation dettes fiscales et sociales	(1 555)	-	-	-	-	-	-	-	(1 555)	-
Variation dettes sur immobilisations	(1 095)	-	-	-	-	-	-	-	(1 095)	-
Variation autres dettes	(818)	-	-	-	-	-	-	-	(818)	-
Variation engagements sociaux	(277)	-	-	-	-	-	-	-	(277)	-
Dépenses incorporelles / corporelles	(13 204)	(460)	(1 360)	(940)	(1 355)	(40)	(502)	-	-	-
Variation des comptes de TVA sur chiffre d'affaires et co. ts d'exploitation	(846)	1	1	43	(11)	34	18	(439)	(145)	-
Variation des comptes de TVA sur investissement	0	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Participation des salariés	(6 188)	(314)	(334)	(384)	(406)	(431)	(453)	(501)	(320)	(23)
Impôts sur les sociétés et assimilés	(82 912)	(5 128)	(4 955)	(6 027)	(5 923)	(6 328)	(6 648)	(5 379)	(817)	(287)
Intérêts sur trésorerie	1 288	49	49	49	50	84	143	189	-	-
Flux de trésorerie pro et	246 048	23 630	24 834	24 550	24 660	26 156	27 421	11 592	5 529	310
Intérêts intercalaires	(11 268)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dépôt sur le compte de trésorerie - financement des investissements Schloosing	(36 273)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Retrait sur le compte de trésorerie - financement des investissements Schloosing	34 688	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Liquidation de la trésorerie affectée au financement	1 585	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Variation du Comptes Réserve du Service de la Dette	3 344	-	-	-	6 686	-	-	-	-	-
Variation du Crédit Relais TVA	(0)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Variations du Crédit Long terme	97 459	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Trésorerie disponible pour le service de la dette	335 583	23 630	24 834	24 550	31 346	26 156	27 421	11 592	5 529	310
<i>Trésorerie disponible pour le service de la dette</i>										
Trésorerie disponible pour le service du Crédit Long terme historique										
Intérêts du Crédit Long terme historique	(500)	24 187	24 843	24 929	31 946	35 114	46 774	39 102	13 726	0
Principal du Crédit Long terme historique	(19 994)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Trésorerie disponible pour le service du Nouveau Crédit Long terme</i>										
Intérêts du Nouveau Crédit Long terme	(15 736)	24 187	24 843	24 929	31 946	35 114	46 774	39 102	13 726	0
Principal du Nouveau Crédit Long terme	(97 459)	(1 458)	(1 046)	(614)	(149)	-	-	-	-	-
Affectation au compte de distribution	(227 887)	(11 915)	(12 328)	(12 758)	(8 246)	-	-	-	-	-
Reprise du compte de distribution	227 887	(10 805)	(11 091)	(10 957)	(14 594)	(15 761)	(19 264)	(19 848)	(11 401)	-
Trésorerie disponible pour le versement de dividende	(210 327)	10 805	11 471	11 265	20 633	33 947	43 272	36 954	29 300	0
Dividende de liquidation	(19 585)	(10 805)	(11 091)	(10 665)	(11 675)	(14 594)	(15 761)	(17 689)	(9 405)	-
Trésorerie en fin de période	98 235	9	380	600	8 958	19 353	27 510	19 254	310	0

**Annexe 3 : Tableau de la page 5 de la lettre de M. Vestager du 21 novembre 2019 à
l'attention de J.-Y. Le Drian**

Source : Communauté européenne

	Nature des recettes et charges nouvelles pour SMTPC		
		Montant en millions d'euros hors taxes euros courants	Valeur Actuelle Nette 31/12/2016 au taux d'actualisation de [5-7]%
(I)	Coûts d'investissements supplémentaires:	-97,0 M€	-[...] M€
	- Coûts du contrat de conception et construction	-41,7 M€	-[...] M€
	- Indemnité de transfert du Tronçon Prado Sud	-49,8 M€	-[...] M€
	- Coûts d'études	-5,5 M€	-[...] M€
(C)	Coûts d'exploitation supplémentaires:	-112,7 M€	-[...] M€
	- Coûts de Gros Entretien Renouvellement	-6,9 M€	-[...] M€
	- Coûts d'exploitation (dont entretien maintenance)	-92,8 M€	-[...] M€
	- Impôts, taxes, redevances et assimilés (hors IS)	-13,1 M€	-[...] M€
(R)	Recettes d'exploitation supplémentaires:	[200-400] M€	[...] M€
	- Recettes de péage apportées par l'ouverture de la Bretelle Schlöesing	[50-100] M€	[...] M€
	- Recettes de péage supplémentaires sur les 7 ans et 4 mois de Contrat supplémentaires (hors trafic apporté directement par la Bretelle Schlöesing)	[150-300] M€	[...] M€
	- Recettes annexes supplémentaires liées aux prestations d'exploitation pour le compte de Société Prado Sud	[5-10] M€	[...] M€
	- Autres (Flux de TVA et intérêts sur la trésorerie)	[0,5-1,5] M€	
(IS)	Charges d'Impôts supplémentaires:	-[20-40] M€	-[...] M€
Σ	Flux de recettes nouvelles nettes des charges supplémentaires:	+ [50-150] M€	0 M€

Annexe 4 : Évaluation financière de la réduction de 3 ans 10 mois de la concession de SMTPC

Avec un taux d'actualisation de 6,91 % :

	2032	2033	2034	2035	2036	
EBE	34 803	35 718	36 658	37 622	32 176	sur 10 mois en 20
Taux de croissance EBE		2,63%	2,63%	2,63%	2,63%	
Taux d'impôt sur les sociétés		25%	25%	25%	25%	
EBE après impôt		26 789	27 493	28 216	24 132	
Taux d'actualisation	6,91%					
Valeur actuelle 2019		10 512	10 091	9 687	7 750	
Cumul des valeurs actuelles 2019		38 041				

Avec un taux d'actualisation de marché à 4,0 % :

	2032	2033	2034	2035	2036	
EBE	34 803	35 718	36 658	37 622	32 176	sur 10 mois en 2036
Taux de croissance EBE		2,63%	2,63%	2,63%	2,63%	
Taux d'impôt sur les sociétés		25%	25%	25%	25%	
EBE après impôt		26 789	27 493	28 216	24 132	
Taux d'actualisation	4,00%					
Valeur actuelle 2019		15 470	15 266	15 065	12 389	
Cumul des valeurs actuelles 2019		58 190				

Annexe 5 : Estimation du coût du capital utilisé par Eiffage pour racheter les minoritaires de l'A65.

Le 25 août 2021, Eiffage a annoncé le rachat par préemption sur l'offre d'un tiers de la participation minoritaire de Sanef dans la société A'lienor qui détient l'autoroute A65, permettant la montée d'Eiffage à 100 % du capital, et l'acquisition parallèle de la société d'exploitation de l'A65, Sanef Aquitaine, pour un montant total de 222 M€⁹⁴.

En 2019, A'lienor avait réalisé un chiffre d'affaires de 66,5 M€ et un EBE de 36,7 M€ (annexe 1), soit du même ordre de grandeur que les chiffres de SMTPC (respectivement 35,4 M€ et 26,9 M€). Sa concession qui relie sur 150 km Pau à Langon s'achève fin 2066.

Lors de la présentation des résultats semestriels Eiffage 2021, l'analyste de Morgan Stanley Nicolas Mora a indiqué en parlant du prix d'acquisition : « 222 M€, c'est très largement au-dessus de ce que l'on avait en tête nous personnellement. Qu'est-ce que cela fait ressortir pour vous comme equity IRR ? (...). Comment pensez-vous rentrer dans vos frais sur cet actif en sachant que vous connaissez bien l'actif, mais y a-t-il des opportunités pour améliorer encore le rendement puisque l'acquisition semble un peu punchy en termes de ticket d'entrée ? »⁹⁵

Ce à quoi Christian Cassayre, directeur financier d'Eiffage, lui a répondu : « On vise un petit 10 %, ... donc quelque chose qui est, on va dire, . . . raisonnable. Un peu en dessous de 10 %, mais pas très éloigné pour donner un ordre de grandeur. Avec des optimisations et du boulot qui sera fait par les équipes de Philippe, on a d'autres structures d'exploitation, donc on va mutualiser des moyens et optimiser la structure. »

A partir de ce taux de rentabilité souhaité par Eiffage sur les capitaux propres mobilisés pour racheter le minoritaire à 35 % d'une de ses concessions, il est possible d'inférer le coût du capital, selon Eiffage, d'un actif qui présente un risque de marché similaire à celui de SMTPC.

En effet, à partir de projections financières réalisées par nos soins sur la durée restante de la concession de l'A65 (annexe 2), on peut déterminer les flux de dividendes susceptibles d'être versés par A'lienor. On valide la pertinence de ces flux de trésorerie si l'actualisation des dividendes en résultant au taux d'actualisation de 9,7 % (le « Un peu en dessous de 10 %, mais pas très éloigné ») est bien égal à la valeur à 100 % de A65 qui ressort de la transaction annoncée.

Dans la mesure où la valeur de Sanef Aquitaine peut être estimée à 20,9 M€ (voir annexe 3), le prix d'acquisition de 100 % d'A'lienor sur la base des 35 % manquant à Eiffage est de 575 M€⁹⁶.

L'actualisation à 9,7 % des dividendes issus de nos projections (annexe 4) donne 576 M€, soit quasiment le prix payé par Eiffage, et valide donc nos projections financières sur l'A65. Il existe naturellement plusieurs jeux de projections financières permettant de retrouver le chiffre de 575 M€, certaines par exemple avec des flux d'exploitation plus forts et des investissements plus élevés. Mais elles présenteront toutes néanmoins un coût du capital sensiblement identique puisqu'un flux donné plus élevé par exemple se compense par un autre plus ou moins fort donnant un impact net nul en valeur actuelle, et compte tenu d'une contrainte identique en terme de structure financière finale.

⁹⁴https://app.eiffage.com/system/files/communiqués_presse/2021_08_25_communique_eiffage_devient_lactionnaire_unique_d_e_lautoroute_a65.pdf

⁹⁵ Retranscription de la conférence, <https://edge.media-server.com/mmc/p/ogfu6j7y/lan/fr>, à 1 heure 23 minutes.

⁹⁶ $(222 - 20,9) / 35 \% = 575 \text{ M€}$.

Dès lors, il est possible de déterminer, à partir des flux de trésorerie disponible issus des projections, le coût du capital implicitement ou explicitement utilisé par Eiffage pour déterminer le prix de sortie de Sanef. Il correspond en effet au taux d'actualisation des flux de trésorerie disponible qui permet de retrouver la valeur de 575 M€, après déduction des 764 M€ d'endettement net d'Al'ienor fin 2020. **Ce taux d'actualisation ressort à 4,02 %.** Ce taux est à rapprocher de celui retenu par JP Morgan dans sa note de recherche du 14 octobre 2021 pour valoriser les autoroutes d'Eiffage et de Vinci, soit 4,2 %, soit un taux légèrement plus élevé car ces autoroutes ont échéance de 2 à 3 ans supérieure à celle de la concession de SMTPC.

Comptes 2015-2020 de A'lienor

Compte de résultat

(Clôture des comptes le 31 décembre de chaque exercice)

Normes françaises

En milliers d'euros	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Chiffre d'affaires	53 589	56 198	58 675	62 678	66 479	54 835
Croissance		4,9%	4,4%	6,8%	6,1%	-17,5%
Croissance en prix	-	-	-	-	-	-
Croissance en volume	-	-	-	-	-	-
- Charges externes	15 080	14 217	14 189	13 953	14 608	13 863
- Charges de personnel	202	201	234	268	296	273
- Impôts et taxes	4 012	4 380	4 471	4 748	4 851	3 967
+/- Autres produits/ charges	18	(54)	(29)	(64)	(67)	11
= Excédent brut d'exploitation	34 313	37 346	39 752	43 645	46 657	36 743
- Dotations aux amortissements	13 229	13 765	13 821	14 919	16 249	16 664
= Résultat d'exploitation	21 084	23 581	25 931	28 726	30 408	20 079
- Coût de l'endettement net	20 112	15 593	16 604	17 292	18 172	23 308
+ Autres éléments financiers						
+ Eléments non récurrents	395	2 111	629	509	614	754
= Résultat avant impôt	1 367	10 099	9 956	11 943	12 850	(2 475)
- Impôt sur les bénéfices	41	1 372	1 482	1 826	1 857	
Résultat net	1 326	8 727	8 474	10 117	10 993	(2 475)

En %	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Chiffre d'affaires	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Croissance						
Croissance en prix	-	-	-	-	-	-
Croissance en volume	-	-	-	-	-	-
- Charges externes	28,1%	25,3%	24,2%	22,3%	22,0%	25,3%
- Charges de personnel	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,5%
- Impôts et taxes	7,5%	7,8%	7,6%	7,6%	7,3%	7,2%
+/- Autres produits/ charges	0,0%	-0,1%	0,0%	-0,1%	-0,1%	0,0%
= Excédent brut d'exploitation	64,0%	66,5%	67,7%	69,6%	70,2%	67,0%
- Dotations aux amortissements	24,7%	24,5%	23,6%	23,8%	24,4%	30,4%
= Résultat d'exploitation	39,3%	42,0%	44,2%	45,8%	45,7%	36,6%
- Coût de l'endettement net	37,5%	27,7%	28,3%	27,6%	27,3%	42,5%
+ Autres éléments financiers						
+ Eléments non récurrents	0,7%	3,8%	1,1%	0,8%	0,9%	1,4%
= Résultat avant impôt	2,6%	18,0%	17,0%	19,1%	19,3%	-4,5%
- Impôt sur les bénéfices	0,1%	2,4%	2,5%	2,9%	2,8%	0,0%
Résultat net	2,5%	15,5%	14,4%	16,1%	16,5%	-4,5%

Tableau des flux de trésorerie

En milliers d'euros	2016	2017	2018	2019	2020
Résultat net de l'ensemble consolidé	8 727	8 474	10 117	10 993	(2 475)
+ Dotation aux amortissements	13 765	13 821	14 919	16 249	16 664
+ Charges et produits sans incidence sur la trésorerie	(2 075)	(554)	(16 491)	(357)	(694)
= Capacité d'autofinancement	20 417	21 741	8 545	26 885	13 495
- Variation du besoin en fonds de roulement d'exploitation	(691)	2 275	(1 697)	3 300	1 949
= Flux d'exploitation (1)	21 108	19 466	10 242	23 585	11 546
- Investissements industriels	313	140	438	361	230
- Variation du besoin en fonds de roulement hors exploitation	381	389	393	629	140
- Investissements financiers				6	
+ Produits nets des cessions					
= Flux d'investissement (2)	(694)	(529)	(831)	(996)	(370)
Flux de trésorerie disponible après charges financières (1)+(2)	20 414	18 937	9 411	22 589	11 176
+ Augmentation (réduction) de capital					
- Dividendes					
= Réduction (augmentation) de l'endettement net	20 414	18 937	9 411	22 589	11 176
Endettement net en début de période	835 650	815 236	796 299	786 888	764 299
Endettement net en fin de période	815 236	796 299	786 888	764 299	753 123

Dette nette/EBE	21,8	20,0	18,0	16,4	20,5
------------------------	-------------	-------------	-------------	-------------	-------------

Bilan

En milliers d'euros	2016	2017	2018	2019	2020
+ Immobilisations incorporelles	887	791	696	602	531
+ Immobilisations corporelles	1 118 071	1 104 150	1 090 091	1 075 252	1 008 049
+ Immobilisations financières	98	98	98	86	86
= Actifs immobilisés (1)	1 119 056	1 105 039	1 090 885	1 075 940	1 008 666
Stocks	-	-	-	-	-
+ Clients	3 760	4 298	4 362	6 269	4 069
+ Autres actifs d'exploitation	4 105	4 934	4 161	5 042	7 771
- Fournisseurs	2 717	2 769	3 593	2 193	1 715
- Autres dettes d'exploitation	4 330	3 370	3 534	4 422	3 480
= Besoin en fonds de roulement (2)	818	3 093	1 396	4 696	6 645
Actifs hors exploitation					
- Passifs hors exploitation (fournisseurs d'immobilisations)	3 620	3 231	2 838	2 209	2 069
= BFR hors exploitation (3)	(3 620)	(3 231)	(2 838)	(2 209)	(2 069)
Actif économique = (1)+(2)+(3)	1 116 254	1 104 901	1 089 443	1 078 427	1 013 242
Capitaux propres (4)	301 018	308 602	302 555	314 128	260 119
Dettes financières LT	861 913	842 084	818 924	805 678	794 406
+ Dettes financières CT		-	-		
- Trésorerie et équivalents de trésorerie	46 677	45 785	32 036	41 379	41 283
= Endettement bancaire et financier net (5)	815 236	796 299	786 888	764 299	753 123
Capitaux investis = (4)+(5)	1 116 254	1 104 901	1 089 443	1 078 427	1 013 242

En juillet 2018, A'lienor a refinancé sa dette de 935 M€ contractée en 2007, qui a été remplacée par un crédit de 825 M€ avec une maturité de 10 ans avec un taux d'intérêt de Euribor + 1,6% sur les 5 premières années, puis Euribor + 1,85 % pour les 3 années suivantes, puis Euribor + 2,10 % pour les deux dernières années. Le swap sur 85 % du crédit donne un taux fixe de 1,58 %.

Projections financières de A'liénor 2021-2066

Elles ont été établies en euros courants en suivant les principales hypothèses suivantes :

- Chiffre d'affaires 2021 en retrait de 3,8 % sur celui de 2019, puis croissance de 4,2 % en 2023 et 2024, avant de décélérer en 2025 et au-delà à 2,3 % (1 % en volume et 1,3 % en prix⁹⁷).
- Croissance des charges d'exploitation, hors dotations aux amortissements, du taux d'inflation annuel.
- Dotations aux amortissements permettant de réduire à 0 en fin de concession les immobilisations corporelles nettes, y compris les investissements de la période 2021-2066.
- Frais financiers de 2 % de l'endettement net, compte tenu d'un taux d'intérêt sur l'endettement brut de 1,58 %.
- Taux d'impôt sur les sociétés au taux en vigueur (25 % à partir de 2022), prise en compte des reports déficitaires au titre des pertes de 2020.
- Investissements annuels correspondant à la moyenne des investissements entre 2016 et 2020 (300 k€), majoré d'un taux de croissance correspondant à celle du chiffre d'affaires.
- Variation du BFR proportionnel au chiffre d'affaires.
- Dividende exceptionnel, à l'instar de la pratique d'APRR en 2015 malgré des capitaux propres négatifs, tous les 6-8 ans pour revenir au ratio de dettes sur EBE de 2018 (18 fois), tout en visant une situation d'endettement net largement négative et des capitaux propres largement positifs en fin de concession.

⁹⁷ Similaires aux hypothèses retenues par Morgan Stanley sur APRR dans sa note du 19 octobre 2021.

Compte de résultat
(Clôture des comptes le 31 décembre de chaque exercice)

Normes françaises

En milliers d'euros	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045
Chiffre d'affaires	63 953	66 662	69 466	71 797	73 457	75 156	76 885	78 673	80 493	82 355	84 260	86 209	88 203	90 243	92 330	94 466	96 651	98 886	101 174	103 514	105 908	108 356	110 864	113 428	116 052
Croissance	16,6%	4,2%	4,2%	3,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	
Croissance en prix	0,0%	1,2%	1,2%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	
Croissance en volume	0,0%	3,0%	3,0%	2,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	
- Charges externes	14 608	14 783	14 961	15 155	15 352	15 552	15 754	15 959	16 166	16 376	16 589	16 805	17 023	17 245	17 469	17 696	17 926	18 159	18 395	18 634	18 877	19 122	19 370	19 622	19 877
- Charges de personnel	296	300	303	307	311	315	319	323	328	332	336	341	345	349	354	359	363	368	373	378	382	387	393	398	403
- Impôts et taxes	4 627	4 823	5 027	5 194	5 314	5 437	5 563	5 692	5 823	5 958	6 096	6 237	6 381	6 529	6 680	6 834	6 992	7 154	7 319	7 489	7 662	7 839	8 020	8 206	8 396
+/- Autres produits/charges	(31)	(31)	(32)	(32)	(32)	(33)	(33)	(34)	(34)	(35)	(35)	(35)	(36)	(36)	(37)	(37)	(38)	(39)	(39)	(40)	(40)	(41)	(41)	(42)	
= Excédent brut d'exploitation	44 391	46 725	49 163	51 108	52 447	53 820	55 225	56 666	58 142	59 654	61 204	62 791	64 417	66 084	67 791	69 540	71 332	73 167	75 048	76 974	78 947	80 969	83 040	85 161	87 334
- Dotations aux amortissements	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478
= Résultat d'exploitation	21 914	24 248	26 686	28 631	29 970	31 342	32 748	34 188	35 664	37 177	38 726	40 314	41 940	43 606	45 313	47 062	48 854	50 690	52 570	54 496	56 470	58 491	60 562	62 683	64 856
- Coût de l'endettement net	15 062	14 527	13 945	13 317	12 650	12 042	11 404	10 736	10 036	9 304	8 539	7 739	6 905	6 037	5 134	4 197	3 232	2 243	1 230	1 199	1 166	1 130	1 092	1 053	1 014
+ Autres éléments financiers																									
+ Eléments non récurrents																									
= Résultat avant impôt	6 851	9 720	12 741	15 313	17 320	18 698	20 344	22 154	24 128	26 251	28 459	30 752	33 121	35 566	38 087	40 684	43 356	46 093	48 896	51 766	54 693	57 678	60 722	63 826	66 990
- Impôt sur les bénéfices	1 160	2 430	3 185	3 928	4 659	5 376	6 079	6 768	7 444	8 107	8 758	9 397	10 025	10 642	11 248	11 844	12 430	13 007	13 575	14 134	14 684	15 225	15 757	16 280	16 794
Résultat net	5 692	7 290	9 556	11 385	12 661	13 312	14 269	15 386	16 684	18 144	19 701	21 355	23 126	25 024	27 039	29 170	31 426	33 816	36 321	38 932	41 649	44 473	47 405	50 446	53 594

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045
Chiffre d'affaires	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Croissance																									
Croissance en prix	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Croissance en volume	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Charges externes	22,8%	22,2%	21,5%	21,1%	20,9%	20,7%	20,5%	20,3%	20,1%	19,9%	19,7%	19,5%	19,3%	19,1%	18,9%	18,7%	18,5%	18,4%	18,2%	18,0%	17,8%	17,6%	17,5%	17,3%	17,1%
- Charges de personnel	0,5%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,4%	0,3%	
- Impôts et taxes	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	
+/- Autres produits/charges	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	
Excédent brut d'exploitation	69,4%	70,1%	70,8%	71,2%	71,4%	71,6%	71,8%	72,0%	72,2%	72,4%	72,6%	72,8%	73,0%	73,2%	73,4%	73,6%	73,8%	74,0%	74,2%	74,4%	74,6%	74,8%	74,9%	75,1%	75,3%
Dotations aux amortissements	35,1%	33,7%	32,3%	31,3%	30,6%	29,9%	29,2%	28,6%	27,8%	27,3%	26,7%	26,1%	25,5%	24,9%	24,3%	23,8%	23,3%	22,7%	22,2%	21,7%	21,2%	20,7%	20,3%	19,8%	19,4%
Résultat d'exploitation	34,3%	36,4%	38,4%	39,9%	40,8%	41,7%	42,6%	43,5%	44,3%	45,1%	46,0%	46,8%	47,5%	48,3%	49,1%	49,8%	50,5%	51,3%	52,0%	52,8%	53,3%	54,0%	54,6%	55,3%	55,9%
- Coût de l'endettement net	23,6%	21,8%	20,1%	18,9%	18,5%	24,4%	22,6%	21,3%	19,9%	18,6%	16,7%	26,4%	24,0%	22,8%	21,2%	19,8%	18,6%	17,2%	16,0%	15,4%	14,8%	14,2%	13,6%	13,0%	12,4%
+ Autres éléments financiers																									
+ Eléments non récurrents	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Résultat avant impôt	10,7%	14,6%	18,3%	21,3%	15,4%	17,7%	20,0%	22,2%	24,4%	26,6%	19,2%	21,4%	23,6%	25,7%	27,8%	29,9%	32,0%	34,0%	35,2%	37,3%	39,3%	41,4%	43,4%	45,3%	47,3%
- Impôt sur les bénéfices	1,8%	3,6%	4,6%	5,3%	3,9%	4,4%	5,0%	5,6%	6,1%	6,6%	4,8%	5,4%	5,9%	6,4%	7,0%	7,5%	8,0%	8,5%	6,3%	6,8%	7,3%	7,8%	8,3%	8,8%	9,3%
Résultat net	8,9%	10,9%	13,8%	16,0%	11,6%	13,3%	15,0%	16,6%	18,3%	19,9%	14,4%	16,1%	17,7%	19,3%	20,9%	22,5%	24,0%	25,5%	18,9%	20,4%	22,0%	23,5%	25,0%	26,5%	28,0%

ANALYSE FINANCIERE - A65

Compte de résultat

(Clôture des comptes le 31 décembre de chaque exercice)

Normes françaises

	2046	2047	2048	2049	2050	2051	2052	2053	2054	2055	2056	2057	2058	2059	2060	2061	2062	2063	2064	2065	2066
Chiffre d'affaires	116736	121482	124292	127167	130109	133118	136197	139347	142570	145868	149242	152694	156226	159839	163536	167319	171189	175149	179200	183345	187585
Croissance	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%	2,3%
Croissance en prix	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%	1,3%
Croissance en volume	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%
- Charges externes	20136	20398	20663	20931	21203	21479	21758	22041	22328	22618	22912	23210	23512	23817	24127	24441	24788	25080	25406	25736	26071
- Charges de personnel	408	413	419	424	430	435	441	447	452	458	464	470	476	483	489	495	502	508	515	521	528
- Impôts et taxes	8590	8789	8982	9200	9413	9630	9853	10081	10314	10553	10797	11047	11302	11563	11831	12105	12385	12671	12964	13264	13571
+/- Autres produits/ charges	(43)	(43)	(44)	(44)	(45)	(45)	(46)	(47)	(48)	(48)	(48)	(49)	(50)	(50)	(51)	(52)	(52)	(53)	(54)	(54)	(55)
= Excédent brut d'exploitation	89560	91840	94175	96568	99018	101528	104099	106732	109429	112191	115020	117918	120886	123926	127039	130227	133492	136836	140261	143768	147360
- Dotations aux amortissements	22478	22478	22478	22478	22478	22478	22478	22478	22478	22478	22478	22478	22478	22478	22478	22478	22478	22478	22478	22478	22478
= Résultat d'exploitation	67082	69362	71698	74090	76541	79050	81621	84254	86951	89714	92543	95441	98408	101448	104561	107749	111015	114359	117784	121291	124883
- Coût de l'endettement net	31473	30506	29492	28428	27312	26144	24920	23641	22303	20984	19444	17921	16331	14673	12946	11147	9273	7323	5293	3183	989
+ Autres éléments financiers																					
+ Eléments non récurrents																					
= Résultat avant impôt	35610	38856	42206	45662	49228	52907	56701	60614	64649	68909	73099	77520	82078	86775	91615	96603	101742	107036	112490	118108	123894
- Impôt sur les bénéfices	8902	9714	10551	11416	12307	13227	14175	15153	16162	17202	18275	19380	20519	21694	22904	24151	25435	26759	28123	29527	30973
Résultat net	26707	29142	31654	34247	36921	39680	42526	45460	48487	51607	54824	58140	61558	65081	68711	72452	76306	80277	84368	88581	92920

En %	2046	2047	2048	2049	2050	2051	2052	2053	2054	2055	2056	2057	2058	2059	2060	2061	2062	2063	2064	2065	2066
Chiffre d'affaires	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Croissance	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Croissance en prix	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Croissance en volume	17,0%	16,8%	16,6%	16,5%	16,3%	16,1%	16,0%	15,8%	15,7%	15,5%	15,4%	15,2%	15,0%	14,9%	14,8%	14,6%	14,5%	14,3%	14,2%	14,0%	13,9%
- Charges externes	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
- Charges de personnel	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%	7,2%
- Impôts et taxes	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
+/- Autres produits/ charges	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
= Excédent brut d'exploitation	76,4%	75,6%	75,8%	75,9%	76,1%	76,3%	76,4%	76,6%	76,8%	76,9%	77,1%	77,2%	77,4%	77,5%	77,7%	77,8%	78,0%	78,1%	78,3%	78,4%	78,6%
- Dotations aux amortissements	18,9%	18,5%	18,1%	17,7%	17,3%	16,9%	16,5%	16,1%	15,8%	15,4%	15,1%	14,7%	14,4%	14,1%	13,7%	13,4%	13,1%	12,8%	12,5%	12,3%	12,0%
= Résultat d'exploitation	56,5%	57,1%	57,7%	58,3%	58,8%	59,4%	59,9%	60,5%	61,0%	61,5%	62,0%	62,5%	63,0%	63,5%	63,9%	64,4%	64,8%	65,3%	65,7%	66,2%	66,6%
- Coût de l'endettement net	26,5%	25,1%	23,7%	22,4%	21,0%	19,6%	18,3%	17,0%	15,6%	14,3%	13,0%	11,7%	10,5%	9,2%	7,9%	6,7%	5,4%	4,2%	3,0%	1,7%	0,5%
+ Autres éléments financiers	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
+ Eléments non récurrents	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
= Résultat avant impôt	30,0%	32,0%	34,0%	35,9%	37,8%	39,7%	41,6%	43,5%	45,3%	47,2%	49,0%	50,8%	52,5%	54,3%	56,0%	57,7%	59,4%	61,1%	62,8%	64,4%	66,0%
- Impôt sur les bénéfices	7,5%	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%	9,9%	10,4%	10,9%	11,3%	11,8%	12,2%	12,7%	13,1%	13,6%	14,0%	14,4%	14,9%	15,3%	15,7%	16,1%	16,5%
Résultat net	22,5%	24,0%	25,5%	26,9%	28,4%	29,8%	31,2%	32,6%	34,0%	35,4%	36,7%	38,1%	39,4%	40,7%	42,0%	43,3%	44,6%	45,8%	47,1%	48,3%	49,5%

Tableau des flux de trésorerie

	2046	2047	2048	2049	2050	2051	2052	2053	2054	2055	2056	2057	2058	2059	2060	2061	2062	2063	2064	2065	2066
En milliers d'euros																					
Résultat net de l'ensemble consolidé	26 707	29 142	31 654	34 247	36 921	39 680	42 526	45 460	48 487	51 607	54 824	58 140	61 558	65 081	68 711	72 452	76 306	80 277	84 368	88 581	92 920
+ Dotation aux amortissements	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478
+ Charges et produits sans incidence sur la trésorerie	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
= Capacité d'autofinancement	49 185	51 619	54 132	56 724	59 399	62 158	65 003	67 938	70 964	74 085	77 301	80 618	84 036	87 559	91 189	94 930	98 784	102 755	106 845	111 058	115 398
- Variation du besoin en fonds de roulement d'exploitation	325	333	341	348	356	365	373	382	391	400	409	418	428	438	448	458	469	480	491	502	514
= Flux d'exploitation (1)	48 860	51 287	53 791	56 376	59 042	61 793	64 630	67 566	70 574	73 685	76 893	80 199	83 608	87 121	90 741	94 471	98 315	102 275	106 354	110 556	114 884
- Investissements industriels	557	570	583	597	610	624	639	654	669	684	700	716	733	750	767	785	803	822	841	860	880
- Variation du besoin en fonds de roulement hors exploitation	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- Investissements financiers	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
+ Produits nets des cessions	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
= Flux d'investissement (2)	(557)	(570)	(583)	(597)	(610)	(624)	(639)	(654)	(669)	(684)	(700)	(716)	(733)	(750)	(767)	(785)	(803)	(822)	(841)	(860)	(880)
Flux de trésorerie disponible après charges financières (1)+(2)	48 303	50 717	53 208	55 779	58 432	61 168	63 991	66 902	69 905	73 001	76 192	79 483	82 875	86 371	89 974	93 686	97 512	101 453	105 514	109 696	114 004
+ Augmentation (réduction) de capital	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- Dividendes	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
= Réduction (augmentation) de l'endettement net	48 303	50 717	53 208	55 779	58 432	61 168	63 991	66 902	69 905	73 001	76 192	79 483	82 875	86 371	89 974	93 686	97 512	101 453	105 514	109 696	114 004
Endettement net en début de période	1573 627	1 525 324	1 474 607	1 421 399	1 365 620	1 307 188	1 246 019	1 182 028	1 115 126	1 045 221	972 220	898 028	816 545	733 670	647 299	557 325	463 639	366 127	264 673	159 160	49 464
Endettement net en fin de période	1 525 324	1 474 607	1 421 399	1 365 620	1 307 188	1 246 019	1 182 028	1 115 126	1 045 221	972 220	898 028	816 545	733 670	647 299	557 325	463 639	366 127	264 673	159 160	49 464	(64 540)
Dettes nettes/EBE	17,0	16,1	15,1	14,1	13,2	12,3	11,4	10,4	9,6	8,7	7,8	6,9	6,1	5,2	4,4	3,6	2,7	1,9	1,1	0,3	-0,4
Bilan																					
En milliers d'euros	2046	2047	2048	2049	2050	2051	2052	2053	2054	2055	2056	2057	2058	2059	2060	2061	2062	2063	2064	2065	2066
+ Immobilisations incorporelles	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
+ Immobilisations corporelles	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
+ Immobilisations financières	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
= Actifs immobilisés (1)	435 265	413 357	391 463	369 582	347 714	325 861	304 023	282 199	260 390	238 597	216 819	195 058	173 313	151 586	129 875	108 182	86 508	64 852	43 215	21 598	(0)
Socks	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
+ Clients	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
+ Autres actifs d'exploitation	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- Fournisseurs	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- Autres dettes d'exploitation	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
= Besoin en fonds de roulement (2)	14 389	14 721	15 062	15 410	15 767	16 131	16 505	16 886	17 277	17 677	18 085	18 504	18 932	19 370	19 818	20 276	20 745	21 225	21 716	22 218	22 732
Actifs hors exploitation	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- Passifs hors exploitation (fournisseurs d'immobilisations)	2 069	2 069	2 069	2 069	2 069	2 069	2 069	2 069	2 069	2 069	2 069	2 069	2 069	2 069	2 069	2 069	2 069	2 069	2 069	2 069	2 069
= BFR hors exploitation (3)	(2 069)	(2 069)	(2 069)	(2 069)	(2 069)	(2 069)	(2 069)	(2 069)	(2 069)	(2 069)	(2 069)	(2 069)	(2 069)	(2 069)	(2 069)	(2 069)	(2 069)	(2 069)	(2 069)	(2 069)	(2 069)
Actif économique = (1)+(2)+(3)	447 585	426 010	404 456	382 923	361 412	339 924	316 458	297 016	275 598	254 204	232 836	211 493	190 176	168 886	147 624	126 389	105 184	84 008	62 862	41 747	20 683
Capitaux propres (4)	(10 777 739)	(11 448 598)	(12 119 943)	(12 791 297)	(13 462 650)	(14 134 003)	(14 805 356)	(15 476 709)	(16 148 062)	(16 819 415)	(17 490 768)	(18 162 121)	(18 833 474)	(19 504 827)	(20 176 180)	(20 847 533)	(21 518 886)	(22 190 239)	(22 861 592)	(23 532 945)	(24 204 298)
Dettes financières LT	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
+ Dettes financières CT	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
= Endettement bancaire et financier net (5)	1 525 324	1 474 607	1 421 399	1 365 620	1 307 188	1 246 019	1 182 028	1 115 126	1 045 221	972 220	898 028	816 545	733 670	647 299	557 325	463 639	366 127	264 673	159 160	49 464	(64 540)
- Trésorerie et équivalents de trésorerie	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Capitaux investis = (4)+(5)	447 585	426 010	404 456	382 923	361 412	339 924	316 458	297 016	275 598	254 204	232 836	211 493	190 176	168 886	147 624	126 389	105 184	84 008	62 862	41 747	20 683

Évaluation de Sanef Aquitaine, société qui exploite l'A65

Il a été supposé que le résultat d'exploitation de Sanef Aquitaine croisse parallèlement à celui de A'liénor. Les investissements sont supposés égaux aux dotations aux amortissements pour cette entreprise qui avait au 31 décembre 2020 des immobilisations de 312 k€. Les variations du BFR sont supposées négligeables. L'impôt sur les sociétés est calculé au taux en vigueur (25 % à partir de 2022). Les disponibilités de 219 k€ au 31 décembre 2020 ont été négligées, l'endettement bancaire et financier à cette même date était nul.

Le coût du capital utilisé est celui qui ressort de la valeur de 222 M€, soit 4 % comme pour A'liénor puisque le niveau de risque de marché des deux entreprises est similaire.

Sanef Aquitaine	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045	2046
Résultat d'exploitation	703	820	855	891	920	942	964	985	1008	1022	1036	1050	1065	1080	1105	1131	1157	1184	1211	1239	1268	1297	1327	1358	1389	1421	1454
Impôt sur les sociétés		217	214	223	230	235	241	246	252	258	264	270	276	283	289	296	303	310	317	324	332	339	347	355	363	371	384
Flux de trésorerie disponible	603	641	668	698	706	706	723	739	756	774	792	810	829	848	868	888	908	929	951	973	995	1018	1042	1066	1091	1116	1141
Flux de trésorerie disponibles actualisés	603	616	617	617	613	603	590	574	555	535	515	496	477	458	439	420	401	382	363	344	325	306	287	268	249	230	211
Valeur des capitaux propres	2084																										

Saneef Aquitaine	2046	2047	2048	2049	2050	2051	2052	2053	2054	2055	2056	2057	2058	2059	2060	2061	2062	2063	2064	2065	2066
Résultat d'exploitation	1 522	1 557	1 593	1 630	1 668	1 707	1 746	1 786	1 828	1 870	1 913	1 958	2 003	2 049	2 097	2 145	2 195	2 245	2 297	2 351	2 405
Impôt sur les sociétés	381	389	398	408	417	427	437	447	457	468	478	489	501	512	524	536	549	561	574	588	601
Flux de trésorerie disponible	1 142	1 168	1 195	1 223	1 251	1 280	1 310	1 340	1 371	1 403	1 435	1 468	1 502	1 537	1 572	1 609	1 646	1 684	1 723	1 763	1 804
Flux de trésorerie disponible actualisé	426	419	412	406	399	392	386	380	373	367	361	355	349	344	338	333	327	322	316	311	306

Évaluation de A'liénor par actualisation des dividendes

		Evolution par actualisation des dividendes																									
		2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045
Dividendes		0	0	0	0	300000	0	0	0	0	0	400000	0	0	0	0	0	0	0	550000	0	0	0	0	0	0	550000
Taux d'actualisation		9,70%																									
Valeur actualisée du dividende		0	0	0	0	227249	0	0	0	0	0	173860	0	0	0	0	0	0	0	113986	0	0	0	0	0	0	59022
Valeur des capitaux propres		575921																									

	Evaluation par actualisation des dividendes																	2067				
Dividendes	2046	2047	2048	2049	2050	2051	2052	2053	2054	2055	2056	2057	2058	2059	2060	2061	2062	2063	2064	2065	2066	2067
Taux d'actualisation	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	85203
Valeur actuelle du dividende	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1205
Valeur des capitaux propres																						

Évaluation de A'liénor par actualisation des flux de trésorerie disponibles

	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040	2041	2042	2043	2044	2045
Évaluation par actualisation des flux de trésorerie disponibles																									
Restant d'exploitation	21 914	24 248	26 686	28 631	29 970	31 342	32 748	34 188	35 664	37 177	38 728	40 314	41 940	43 606	45 313	47 062	48 854	50 690	52 570	54 496	56 470	58 491	60 562	62 683	64 856
- impôt sur le résultat d'exploitation	5 807	6 062	6 271	7 158	7 492	7 808	8 187	8 547	8 916	9 294	9 682	10 078	10 485	10 902	11 328	11 766	12 213	12 672	13 142	13 624	14 117	14 623	15 141	15 671	16 214
+ dotation aux amortissements	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478
- variation du BFR d'exploitation	1 105	328	342	280	201	208	211	216	221	228	231	236	242	247	253	259	265	271	277	284	290	297	304	311	318
- investissements	300	313	326	337	345	353	361	369	378	386	395	404	414	423	433	443	453	464	475	486	497	508	520	532	544
= Flux de trésorerie disponible	37 179	40 022	41 824	43 334	44 409	45 426	46 467	47 534	48 628	49 746	50 886	52 072	53 277	54 512	55 776	57 072	58 400	59 760	61 153	62 581	64 043	65 541	67 075	68 647	70 258
Valeur terminale										49 746	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Taux d'actualisation																									
Flux de trésorerie disponible actualisé	37 179	38 476	38 654	38 501	37 932	37 301	36 681	36 074	35 477	34 882	34 317	33 784	33 280	32 807	32 353	31 909	31 084	30 679	30 083	29 595	29 116	28 646	28 183	27 729	27 283
Somme de flux de trésorerie actualisés 2021-2046																									
Valeur actuelle de la valeur terminale																									
Valeur actuelle de l'actif économique																									
Endettement bancaire et financier au 31 décembre 2020																									
Valeur des capitaux propres																									

	2046	2047	2048	2049	2050	2051	2052	2053	2054	2055	2056	2057	2058	2059	2060	2061	2062	2063	2064	2065	2066	2067
Evaluation par actualisation des flux de trésorerie disponibles																						
Résultat d'exploitation	67 082	69 382	71 698	74 090	76 541	79 050	81 621	84 254	86 951	89 714	92 543	95 441	98 408	101 448	104 561	107 749	111 015	114 359	117 784	121 291	124 883	
- Impôt sur le résultat d'exploitation	16 771	17 341	17 824	18 523	19 135	19 763	20 405	21 064	21 738	22 428	23 136	23 860	24 602	25 362	26 140	26 937	27 754	28 590	29 446	30 323	31 221	
+ dotation aux amortissements	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	22 478	
- variation du BFR d'exploitation	325	333	341	348	356	365	373	382	391	400	409	418	428	438	448	458	469	480	491	502	514	
- investissements	557	570	583	597	610	624	639	654	669	684	700	716	733	750	767	785	803	822	841	860	880	
= Flux de trésorerie disponible	71 907	73 597	75 327	77 100	78 916	80 776	82 681	84 633	86 632	88 679	90 776	92 923	95 123	97 376	99 683	102 046	104 467	106 945	109 484	112 083	114 746	
Valeur terminale	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	85 203	
Taux d'actualisation																						
Flux de trésorerie disponible actualisé																						
Somme de flux de trésorerie actualisé 2021-2066	26 844	26 413	25 990	25 573	25 164	24 762	24 366	23 977	23 595	23 219	22 850	22 486	22 129	21 778	21 432	21 092	20 758	20 429	20 106	19 788	19 475	
Valeur actuelle de la valeur terminale																						
Valeur actuelle de l'actif économique																						
Endettement bancaire et financier net au 31 décembre 2020																						
Valeur des capitaux propres																						