

Commentaires sur le projet de note d'OPAS simplifiée conjointe de Vinci et Eiffage sur les actions SMTPC au prix de 27 € l'action

Pascal Quiry

7 janvier 2022

Synthèse

Alors que la valeur intrinsèque de l'action SMTPC peut être estimée entre 37,5 € et 40 € (cf. mon étude du 11 novembre), Vinci et Eiffage ont été contraints par la pression d'un marché qui commencé à ouvrir les yeux sur la réalité de la valeur de l'action SMTPC, à abandonner leur projet d'expropriation à 21,1 €. Le prix de l'OPAS a été relevé à 27 €, niveau de prix que l'expert indépendant a probablement jugé insuffisant pour pouvoir attester de l'équité d'une expropriation qui a été remise de 12 mois au moins, mais qui pourrait revenir après.

Justifier une décote du tiers par rapport à la valeur intrinsèque est un exercice difficile, surtout quand il n'y a pas de valeur terminale vers laquelle reporter les ajustements, puisque la concession se termine début 2033. Le projet de note d'offre témoigne clairement de cette difficulté, où tous les leviers doivent être activés pour ne pas dépasser 27 €. J'en ai dénombré 26 détaillés plus loin. Les principaux sont synthétisés ici et se répartissent en deux grandes catégories : ceux liés au plan d'affaires et ceux liés à la technique de l'évaluation.

1) Concernant le plan d'affaires

Le plan d'affaires de SMTPC 2019 est dans le domaine public et annexé à cette note. Comme nous sommes dans un secteur où les évolutions sont faibles et les marges très élevées (l'EBE fait les trois-quarts des ventes), détecter les évolutions anormales dans le plan d'affaires 2021 est aisé. Ce ne serait pas le cas dans tout autre secteur.

Alors que la croissance du trafic était prévue à 3 % par an dans le plan d'affaires de 2019, y compris l'impact de l'ouverture de la bretelle Schœsling qui étend le tunnel de 35 % à l'été 2023, la croissance du trafic tombe dans plan d'affaires de 2021 à 1,5 %. Aucune explication n'est donnée. Le rapport annuel de SMTPC ne liste aucun risque qui pourrait justifier cette division par 2 du taux de croissance qui implique, hors ouverture de la bretelle, une baisse chaque année de la fréquentation qui n'a jamais été vue dans une métropole dont la population croît de 0,3 % l'an, contrairement à Paris où elle baisse de 0,5 %. **L'impact sur la valeur de l'action est d'environ 2,5 €.**

Alors que le poste frais de personnel et autres charges externes baissait de 6 points de pourcentage des ventes entre 2021 et 2032 dans le plan d'affaires de 2019, il monte de 2,4 points dans celui de 2021, sans aucune explication. L'inflation ne saurait être une explication puisqu'elle affecte aussi le chiffre d'affaires. **L'impact sur la valeur de l'action est d'environ 1,5 €.**

SMTPC exploite pour le compte Vinci et Eiffage qui en sont propriétaires le tunnel adjacent au sien du Prado Sud. SMTPC est rémunéré à 5,5 % des péages, après 3 révisions à la baisse du contrat initial. Alors que dans une situation exactement similaire, Eiffage a accepté de rémunérer à 12, 2 % des ventes Sanef qui exploite l'A65 pour le compte d'Eiffage. Ce ripage de profits au détriment de **SMTPC impacte la valeur de l'action d'environ 1,1 €.**

Alors que le BFR a historiquement représenté – 14 % des ventes, dans le plan d'affaires 2021 il ressort sans aucune explication à + 7 %. **L'impact sur la valeur de l'action est d'environ 0,8 €.** SMTPC est malheureusement un habitué des plans d'affaires biaisés, comme la comparaison du réel 2019 par rapport au prévu dans son plan d'affaires 2019, utilisé pour obtenir l'allongement le

plus long possible de sa concession, le prouve amplement. Ainsi pour 2019, SMTPC inscrivait des ventes de **30,5 M€**, elles seront de **35,4 M€, soit 16 % de plus que la prévision**. Eiffage et Vinci ne sont malheureusement pas de reste comme le constatent la commission d'enquête du Sénat de septembre 2020 et la Cour des Comptes dans ses rapports. En témoignent aussi les retraits de cote d'APRR et d'ASF à 23 % et 22 % au-dessus des valeurs DCF établies sur des prévisions d'activité faites par Eiffage et Vinci.

2) Concernant les techniques de valorisation

Portzamparc calcule un coût du capital à 7,42 % pour cet actif faiblement risqué, alors que 13 références que j'ai identifiées sont comprises entre **3,2 % et 5 %**, alors qu'Eiffage a utilisé un coût du capital de **4 % environ** pour acquérir l'été dernier les 35 % qu'il ne détenait pas encore de l'A65, et alors que Vinci utilise 6,4 % **avant** impôt pour tester le goodwill de ses autoroutes, ce qui équivaut au cas particulier à un taux après impôt de **3,2 %**. Ce taux de 7,42 % est d'autant plus choquant qu'il est de **40 % supérieur à celui retenu au moment de l'introduction en Bourse** (mai 2004) : **5,25 %**. Or les taux d'intérêt ont baissé depuis, entraînant une baisse moyenne des coûts du capital de 1,3 point de % et la durée résiduelle de la concession est deux fois plus courte qu'en 2004.

Ce taux de 7,42 %, proprement **extravagant** pour un actif d'infrastructure faiblement risqué, est obtenu grâce à une prime de risque qui l'est tout aussi dans le marché actuel : **11 %**, sic ! C'est la plus haute de toute les primes de risque utilisées par Portzamparc sur les offres qu'il a présentées sur les 3 dernières années. C'est quasiment 3 points de plus que la prime de risque que Portzamparc prenait dans l'offre sur Open en juillet 2020 (8,3 %), comme si les Bourses avaient baissé depuis et comme si la situation sanitaire s'était aggravée sans que les laboratoires pharmaceutiques ne trouvent des vaccins. Un présentateur peut-il être plus déloyal ? **L'impact sur la valeur de l'action est 6 €.**

Selon toute vraisemblance, Portzamparc actualise à plein les flux de l'année 2022, alors que se produisant en moyenne en milieu d'année du fait de l'absence de saisonnalité de ce métier, une demi-actualisation est requise. **L'impact sur la valeur de l'action est 1 €.**

Soit donc un total d'impact d'environ 13 € par action.

Et voici donc comment Portzamparc, Vinci et Eiffage passent d'une valeur intrinsèque de 37,5 € à 40 € à un prix de 27 €. Certes, à ce prix, il n'y aura pas d'expropriation.

Mais si l'AMF considère, comme nous, que c'est au marché de se prononcer sur l'offre à 27 € de Vinci et d'Eiffage, privée de sa dimension d'expropriation pour 12 mois, elle se doit de veiller à la bonne information du marché. **Or le projet de note d'information est, en l'état, trompeur sur 26 points qui nécessitent des correctifs, des retranchements et des compléments d'informations sur le plan d'affaires, avec en particulier des sensibilités atteignant des niveaux de marché et non des niveaux extravagants, afin que les actionnaires soient pleinement informés des biais du plan d'affaires préparé par Vinci et Eiffage, et des subterfuges de Portzamparc.** C'est seulement alors que les milliers d'actionnaires de SMTPC pourront prendre une décision éclairée par une lumière non biaisée.

En tant qu'investisseur, notre décision est prise. Nous n'apporterons pas notre participation à une offre qui ne serait pas au niveau de la valeur intrinsèque de 37,5 € à 40 €, et nous jouirons tranquillement de nos actions SMTPC qui rapporteront un taux de rentabilité que nous estimons à 9 % l'an, sur la base du prix d'offre, jusqu'à l'échéance de la concession.

Première Partie - Rappels du contexte

En janvier 1989, Vinci et Eiffage créent ensemble la Société Marseillaise du Tunnel du Prado Carénage et obtiennent la concession du principal tunnel urbain marseillais à construire.

Le 18 septembre 1993, le tunnel de SMTPC ouvre ses barrières avec 4 mois d'avance par rapport au calendrier annoncé.

En mai 2004, Vinci et Eiffage introduisent SMTPC en Bourse.

Le 16 novembre 2013, le tunnel de Prado-Sud ouvre ses barrières, exploité par SMTPC, mais propriété intégrale de Vinci et d'Eiffage alors que les deux tunnels sont dans le prolongement l'un de l'autre. Là encore, les travaux sont en avance de 7 mois par rapport à ce qui avait été annoncé.

Avril 2020, Quirites, holding d'investissement de la famille de Pascal Quiry, acquiert 0,4 % du capital de SMTPC.

Le 31 mars 2021, Vinci et Eiffage font connaître leur projet de se déclarer de concert sur SMTPC pour pouvoir lancer une offre sur le solde du capital à un prix de 21,1 €¹ visant l'expropriation des actionnaires minoritaires et la sortie de Bourse. Ce projet a été confirmé le 23 avril 2021.

Le 8 décembre 2021 après Bourse, Vinci et Eiffage modifient leur projet en renonçant à leur volonté d'expropriation des actionnaires minoritaires pour 12 mois, et relèvent leur offre à 27 €.

Ces changements, peu fréquents entre les termes d'une pré-offre et ceux de l'offre soumis pour analyse de la conformité à l'AMF, s'expliquent :

- A. par une situation de sous-évaluation manifeste du prix de l'action SMTPC à environ 16 € (hors dividende 2021) avant l'annonce du projet de Vinci et d'Eiffage. En témoigne la progression de son cours de 59 % jusqu'au 8 décembre, dont seulement 32 %² sont dus à l'annonce de la pré-offre, alors que sur le même intervalle, l'indice CAC Mid & Small n'a progressé que de 6 %,
- B. par une correction partielle mais régulière de la sous-évaluation manifeste de l'action SMTPC, dont témoigne un cours au 7 décembre 21 % au-dessus du prix de la pré-offre, dans des volumes non négligeable représentant 46 % du flottant entre le 1er avril et le 8 décembre,
- C. par la mobilisation d'un certain nombre d'actionnaires minoritaires (Amiral Gestion, Pascal Quiry) qui ont écrit et/ou rencontré l'expert indépendant pour l'éclairer sur la situation de SMTPC.
- D. par le fait que l'expert indépendant s'est probablement refusé à attester l'équité de l'expropriation des actionnaires minoritaires à un prix de 27 €, et a fortiori à un prix inférieur, ne laissant pas d'autres choix à Vinci et Eiffage que d'abandonner pour 12 mois leur volonté d'expropriation des actionnaires minoritaires, et de relever le prix de leur offre.

¹ Après le détachement du dividende annuel qui a eu lieu le 1^{er} juin 2021.

² $21,1 / 16 - 1 = 32 \%$.

En effet, relever leur offre au niveau de la valeur intrinsèque de l'action SMTPC que nous estimons entre 37,5 € et 40 €³, posait de toute évidence un problème de communication et de crédibilité pour Vinci et Eiffage. D'où leur tactique probable, assez répandue et transparente⁴, de faire une première offre en apparence généreuse compte tenu du niveau de sous-évaluation considérable de SMTPC au printemps 2021 ; avant de lancer au plus tôt fin 2022 une seconde offre à un prix correspondant à la valeur intrinsèque, pour réussir cette fois la sortie de Bourse. Tous les titres qui auraient pu être acquis auprès des nombreux petits porteurs mal informés ou naïfs, à un prix au rabais, seront autant de titres en moins à acquérir le moment venu en payant alors la valeur intrinsèque.

Le flottant de 34 % se partage selon mes estimations entre 5 à 15 000 petits porteurs pour 22 % du capital et pour le solde de 12 % par Amiral (3 %), Quirites (2 %), des family offices (Greenstock, Eximium, etc.), et quelques institutionnels.

³ Voir notre étude d'évaluation dans sa dernière version du 11 novembre communiquée à l'expert indépendant, Vinci et Eiffage, Portzamparc et les administrateurs de SMTPC, et disponible sur le site www.actionnairesminoritairesSMTPC.fr

⁴ Voir par exemple l'article d'Investir du 11 décembre 2021.

Deuxième partie – Commentaires sur le projet de note

A. Au paragraphe 1.2.7.5, page 11, les initiateurs indiquent :

« Les Initiateurs (ensemble avec les autres membres du Concert) n'anticipent pas que l'Offre génère des synergies, à l'exception, **le cas échéant**, de l'économie des coûts de gestion et de fonctionnement liés au transfert de cotation des Actions du marché réglementé d'Euronext Paris vers le système multilatéral de négociation Euronext Growth Paris. »

La mention que nous avons mise en gras, **le cas échéant**, en parlant de l'économie des coûts de gestion et de fonctionnement liée au transfert de la cotation sur Euronext Growth, est en contradiction avec le second alinéa du paragraphe 1.2.1, page 6, concernant les motifs de l'offre et les intentions des initiateurs :

« Les Initiateurs et les autres membres du Concert ont décidé de prendre le contrôle de la Société de concert afin de créer un actionariat de contrôle conjoint de la Société permettant notamment de (i) déterminer conjointement les décisions la concernant selon les modalités du Pacte d'Actionnaires et (ii) alléger les coûts de gestion et de fonctionnement de la Société ainsi que les contraintes réglementaires et administratives liées à la cotation des Actions sur le marché réglementé d'Euronext Paris, par la mise en œuvre d'un transfert de la cotation des Actions du marché réglementé d'Euronext Paris vers le système multilatéral de négociation Euronext Growth Paris. Euronext Growth Paris est un système multilatéral de négociation plus approprié à la taille de la Société et offrant corrélativement un cadre réglementaire mieux adapté. »

Modification demandée n° 1

Il paraîtrait donc nécessaire de supprimer ces 3 mots « **le cas échéant** » au paragraphe 1.2.7.5, et pour la parfaite information des actionnaires de préciser :

- 1) **le montant annuel de ces économies attendues liées au changement de compartiment boursier et,**
- 2) **de confirmer que cette économie a bien été prise en compte dans le plan d'affaires servant à estimer la valeur de l'action SMTPC.**

B. Au paragraphe 1.2.8.2 (a), 6^{ème} alinéa, page 13

Il est indiqué : « En cas de transfert des Actions vers le système multilatéral de négociation Euronext Growth Paris la Société ne se référerait plus à un code de gouvernement d'entreprise »

Il ne fait aucun doute, quel que soit le résultat de l'offre de Vinci et d'Eiffage, que le passage sur Euronext Growth soit acté à la prochaine AG compte tenu de la détention par le concert de 66 % des droits de vote.

La grande majorité des sociétés cotées en Bourse se réfèrent à un code de gouvernance et nous ne connaissons pas de cas où une société a abandonné un code de gouvernance tout en restant cotée en Bourse.

Modification demandée n° 2

Le principe de bonne information des actionnaires veut qu'il soit expliqué pourquoi le changement de compartiment de cotation de SMTPC, justifié par les initiateurs uniquement pour des raisons de coûts, devrait entraîner l'abandon du code Middlenext comme code de référence en matière de gouvernance et l'abandon de toute référence à un code de gouvernance. Ce mouvement va à contrecourant de la pratique qui veut, au contraire, que de moins en moins d'entreprises cotées refusent d'adopter un code de gouvernance. Il est particulièrement surprenant 11 ans après l'adoption du code Middlenext par SMTPC, et de la part des deux actionnaires concertistes qui suivent, eux, le code AFEP-MEDEF, sans avoir exprimé la moindre volonté de l'abandonner.

On remarquera que cet élément majeur de la gouvernance de SMTPC n'avait pas été mentionné dans le communiqué du 23 avril 2021 alors même que le passage à Euronext Growth était annoncé, à un moment où ni Vinci ni Eiffage ne pouvaient supposer que leur offre publique n'allait pas se dérouler comme prévu⁵. Cet abandon d'un code de gouvernance apparaît la première fois dans le communiqué du 8 décembre 2021, à un moment où Vinci et Eiffage sont contraints de changer profondément les caractéristiques de leur offre.

Comme on ne peut pas imaginer que la fin de l'adoption d'un code de gouvernance soit un moyen indirect pour pousser les actionnaires minoritaires à apporter leurs actions à une offre sous-évaluée, il est important qu'une réponse claire soit apportée sur ce point dans la note d'information.

⁵ Mon premier courrier indiquant la volonté d'actionnaires totalisant 7,95 % du capital de ne pas apporter leurs titres à une offre à 21,1 € date du 16 juillet 2021.

Troisième partie – Commentaires généraux sur le plan d'affaires

Il est crucial pour la détermination de la valeur de l'action SMTPC puisque de facto la méthode prédominante est l'actualisation des flux de trésorerie disponible ; l'autre méthode principale, la méthode des comparables, est écartée par le présentateur.

Et pourtant le plan d'affaires 2021 de SMTPC est entaché de sérieuses et nombreuses réserves structurelles :

- A. Il a été établi, au mieux, par le directeur général de SMTPC qui est un cadre détaché de Vinci, avec qui il est lié par un contrat de travail, et chez qui il retournera probablement dans quelques années comme son prédécesseur qui est reparti chez Eiffage. Et plus probablement par les directions financières de Vinci et d'Eiffage, vu la faiblesse normale des effectifs d'une direction financière d'une PME de 60 personnes, dont seulement 7 personnes pour la DRH et la direction financière⁶.
- B. Les négociations d'extension de la concession de la SMTPC en 2017-2019 ont montré que **SMTPC n'hésitait pas, quand son intérêt était en jeu, à minimiser ses prévisions de ventes et à maximiser celles des charges, dans les plans d'affaires** transmis à la puissance concédante.

Ainsi, en 2017 SMTPC inscrit dans son plan d'affaires pour 2018 des ventes de **28,7 M€** ; elles seront de **38,3 M€, soit 33% de plus que la prévision**. Pour 2019, SMTPC inscrit des ventes de **30,5 M€**, elles seront de **35,4 M€, soit 16 % de plus que la prévision**. SMTPC inscrit des charges pour 2018 de **12,7 M€** (+ 28 % / 2017 alors que la très grande majorité des coûts sont fixes), elles seront de **9,4 M€, soit 26 % de moins que la prévision et au niveau du réalisé 2017**.

Ainsi SMTPC inscrit en 2019 pour son chiffre d'affaires prévisionnel 2021 un montant de 32,5 M€, soit moins que le réalisé 2021, qui devrait être compris entre 32,5 et 33 M€. Autrement dit, la prévision d'une année normale était inférieure au réalisé d'une année extraordinaire, marquée par un confinement du 17 mars au 3 mai 2021 et un couvre-feu jusqu'au 20 juin 2021, que personne ne prévoyait évidemment en 2019

Ainsi, la SMTPC annonce une baisse anticipée de son trafic due à la rocade L2 **de 36 %**⁷. Elle ne sera finalement que **de 20,8 %**.

L'objectif étant évidemment, dans les négociations avec la puissance concédante (la Métropole d'Aix-Marseille-Provence) et l'Union européenne, d'obtenir le prolongement le plus long possible de la concession, en augmentant arbitrairement les charges et en réduisant tout aussi arbitrairement les recettes prévisionnelles.

- C. On ne s'étonne pas que dans ces conditions qu'il a fallu que les Pouvoirs publics s'y prennent à 3 reprises pour aboutir à un accord sur la durée de l'allongement de la concession de SMTPC en contrepartie des travaux de la bretelle Schlœsing :

⁶ Page 15 du rapport annuel 2020 qui ne fait pas la distinction entre les effectifs de ces deux fonctions.

⁷ Dans le communiqué de presse SMTPC du 3 février 2017.

- 1) Le 21 décembre 2015 une extension de la concession de **11 ans et 2 mois** est signée avec la Métropole, avant que cette décision ne soit cassée par le préfet le 18 février 2016.
- 2) À budget de travaux identique, SMTPC a ensuite accepté le 18 octobre 2017 une extension de sa concession de **7 ans et 11 mois**,
- 3) avant qu'elle ne soit réduite finalement dans l'accord avec la Commission européenne⁸ du 21 novembre 2019 à **7 ans et 4 mois**.

À qui fera-t-on croire que le plan d'affaires alors utilisé ne présentait pas **de nombreuses réserves de valeurs cachées** pour amortir une réduction du tiers de la durée d'allongement de la concession entre la première négociation et la dernière négociation, tout en rendant l'investissement toujours aussi intéressant pour SMTPC ?

D. Plus choquant encore, le conseil d'administration de SMTPC et son directeur général ont menti en période de pré-offre, lors de l'AG du 18 mai 2021, en répondant à la question écrite⁹ de M. Denis Tiollier qui demandait l'impact de l'ouverture de la bretelle Schlœsing sur la fréquentation du tunnel de SMTPC : « **La mise en service est envisagée à l'été 2023. 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 une incertitude sur cette prévision.** »

Or dans le dossier d'extension de la concession de SMTPC, contrepartie de la construction de la bretelle Schlœsing, la hausse de la fréquentation due représente en cumul sur 3 ans **17,3 %¹⁰ de la fréquentation**, et non pas le 3 % que nous avons mis en gras. Et que l'on ne se dise pas qu'il s'agit d'une faute de frappe, le courrier du 25 novembre 2021 de Pascal Quiry au conseil d'administration et à la direction générale de SMTPC a eu, sur ce point, pour seule réponse le 15 décembre 2021 un refus d'explication en prétextant une surcharge de travail. . .

E. La capacité des sociétés d'autoroutes à produire des plans d'affaires économes avec la vérité est bien documentée par la Commission d'enquête du Sénat dans son rapport du 16 septembre 2020, n°709¹¹. En particulier, page 17 : « **Le rapporteur a fait procéder à une analyse indépendante de la rentabilité des concessions autoroutières « historiques » appréciée sous l'angle « actionnaires », qui prend appui sur les résultats publiés pour 2006-2019 et propose des projections établies à partir d'hypothèses prudentes pour la période allant de 2020 à l'échéance des concessions. Il en résulte que la rentabilité actionnaires attendue serait atteinte autour de 2022 (soit 16 ans après la privatisation) pour Vinci autoroutes (ASF et Escota) et pour Eiffage (APRR et AREA). Autrement dit la durée de ces concessions serait trop longue d'environ 10 ans.** » En effet, si la rentabilité obtenue est largement supérieure à celle légitime que délivre le taux d'actualisation, c'est que la réalité s'est avérée supérieure aux hypothèses prises sur le plan d'affaires préparé par les autoroutiers qui, elles, se sont révélées ex post trop pessimistes.

⁸ Qui statuait en particulier au titre du contrôle des aides d'État.

⁹ Page 7 du procès-verbal de l'assemblée générale du 18 mai 2021.

¹⁰ $1,08 \times 1,044 \times 1,04 - 1 = 17,3 \%$, hausse des recettes en 2022, 2023, 2024. À l'époque de sa rédaction, l'ouverture était attendue début 2022.

¹¹ Disponible sous <https://www.senat.fr/notice-rapport/2019/r19-709-1-notice.html>

Ainsi, en page 194, le Sénat souligne que son point de vue sur les déséquilibres entre les sociétés d'autoroutes et leurs puissances concédantes est partagé par la Cour des Comptes et l'Autorité de la Concurrence qui ont écrit des rapports sur ce sujet. Plus loin, en page 213 de son rapport, le Sénat note : « Dans une note interne du ministère de l'environnement et des transports du 26 mai 2015, dont le rapporteur a pu prendre connaissance, la DGITM¹² indiquait ainsi que les discussions avec les SCA (sociétés concessionnaires d'autoroutes) sont « *difficiles dans la mesure où les sociétés surestiment manifestement le coût unitaire des opérations* », ce qui démontre clairement, si besoin est, que les SCA se sentent en position de force. ».

F. **Cette situation de déséquilibre induit des plans d'affaires avec de nombreux biais destinés à en abaisser la valeur, et explique que la sortie de Bourse d'APRR contrôlée par Eiffage s'est faite avec une prime de 23 %¹³ sur la valeur DCF, et de 22%¹⁴ sur la valeur DCF pour la sortie de cote d'ASF contrôlée par Vinci.** Est ainsi démontré une nouvelle fois le caractère sous-évalué des projections élaborées par Vinci et Eiffage qui acceptent de payer plus que la valeur DCF car ils savent bien que cette dernière est basée sur des plans d'affaires établis par leurs propres soins qui seront largement dépassés dans leur réalisation.

G. Enfin SMTPC sous-facture très nettement ses prestations d'exploitation du tunnel de Prado-Sud à ses propriétaires, Vinci et Eiffage, induisant un ripage de profit au détriment des actionnaires de SMTPC (dont Vinci et Eiffage à 66 %) et au profit de Prado Sud (dont Vinci et Eiffage à 100 %). **Ce ripage de profits, que d'autres qualifieraient de fraude fiscale ou d'abus de biens sociaux, est chiffré par nos soins, après échanges épistolaires avec SMTPC, à environ 0,850 M€ par an** (voir annexe 1 pour le détail). Il est établi par la comparaison de la rémunération de SMTPC pour l'exploitation du tunnel de Prado Sud à 5,5 % des recettes contre 12,2 % sur l'autoroute A65 propriété à 65 % d'Eiffage et exploité par l'actionnaire minoritaire SANEF, troisième opérateur autoroutier français, qui perçoit 12,2 % des recettes de l'A65. **Pour quelle raison lorsque l'actionnaire minoritaire est un professionnel des autoroutes la rémunération de l'exploitation est à 12,2 % du chiffre d'affaires et est-elle est de 5,5 % quand il s'agit d'investisseurs minoritaires en Bourse ?** Le ripage de profits résulte principalement de la non-facturation à Prado Sud de l'amortissement d'immobilisations (matériel, installations) appartenant à SMTPC et utilisées par Prado Sud gratuitement, ce que SMTPC reconnaît implicitement¹⁵.

Modification demandée n° 3

Préciser le montant annuel de la redevance annuelle versée par Prado Sud à SMTPC prévue dans le plan d'affaires 2021

Dans beaucoup d'industries, la communication intégrale d'un plan d'affaires est inenvisageable pour des raisons évidentes de concurrence. Il n'en est rien ici puisque SMTPC exploite un tunnel

¹² Direction Générale des Infrastructures, des Transports et de la Mer.

¹³ Page 26 de la note d'OPR sur APRR.

¹⁴ Page 12 de la note d'OPR sur ASF.

¹⁵ Courriel du Président et du Directeur général de SMTPC à Pascal Quiry du 28 octobre 2021.

qui n'a pas de concurrent et qui n'en aura jamais compte tenu du coût que représenterait le creusement d'un nouveau tunnel. C'est d'ailleurs probablement pour cette raison que la Métropole d'Aix Marseille Provence a rendu public sur son site internet le plan d'affaires de 2019 de SMTPC qui a servi aux négociations d'alors, et qui est reproduit en annexe 2.

Modification demandée n° 4

Compte tenu de tous les points qui précèdent, le principe de bonne information veut que cette information non confidentielle et qui n'est pas de nature à porter tort à SMTPC soit rendue publique comme l'a été le plan d'affaires 2019, afin d'éclaircir les nombreuses zones d'ombre qu'il comprend.

Quatrième partie – Commentaires particuliers sur le plan d'affaires

A. Hypothèses d'évolution du trafic (page 32 du projet de note)

Premier point crucial, et déjà les premiers problèmes.

La prévision de trafic pour 2021 est donnée à 13,626 M passages. Le chiffre définitif 2021 sera rendu public le 13 janvier 2022 avec la publication du trafic du T4 2021.

13,626 M de passages en 2021 supposent une fréquentation au T4 de 3,530 M alors qu'elle a été de 3,816 M au T3 2021 ; et de 3,890 M sur la seconde partie du T2 2021 (trimestrialisée)¹⁶, hors la première partie du T2 encore sous confinement (du 17 mars au 3 mai).

Ensuite, le présentateur indique une croissance moyenne de 1,5 %¹⁷ par an du trafic de 2021 à 2032, avec en 2023 et 2024 une croissance 5,2 %¹⁸ et en 2030 une légère décroissance non chiffrée du trafic, due à la finalisation des travaux de la Capelette/A50.

Pour reconstituer année après année l'évolution du trafic à partir des maigres données fournies par Portzamparc, on a schématiquement deux possibilités :

- 1) soit on considère que 2023, 2024 et 2030 sont les 3 seules années atypiques comme nous y invite le présentateur puisqu'il n'individualise son commentaire que pour ces années. Dès lors, les autres années devront enregistrer une croissance moyenne du trafic de 0,9 % l'an pour arriver à la croissance moyenne sur la période 2021-2032 de 1,5 %. Avec cette hypothèse, le trafic prévu pour 2022 ressort alors à **13,762 M** passages¹⁹.

Et là, se pose un problème avec 2022.

En effet, le niveau de passages observés entre le 15 mai et le 30 septembre 2021 est de 5,761 M, ce qui annualisé donne **15,4 M**²⁰. On ne voit pas alors pourquoi SMITPC ne serait pas capable en 2022 de garder le même rythme de fréquentation, alors même que Marseille était encore en couvre-feu du 15 mai au 20 juin 2021.

Or le 13,762 M pour 2022 implique un repli de **10,6 %** par rapport au 15,4 M de 2021 pertinent annualisé, et un recul qui perdure **chaque année** entre 2022 et 2032. **Tout simplement**

¹⁶ La fréquentation du 1er avril au 15 mai 2021 (1,372 M) a été donnée par la SMITPC en réponse écrite à des questions posées lors de l'AG 2021 dont fait état son PV. La fréquentation sur la seconde partie du T2 2021 peut donc s'en déduire : 3,317 - 1,372 = 1,945 M.

¹⁷ Haut de la page 33 du projet de note.

¹⁸ $(1 + 7,4\%) / (1 + 2,1\%) - 1 = 5,2\%$ pour passer d'une croissance en valeur de 7,4 % à une croissance en volume compte tenu d'une hausse moyenne du prix des péages de 2,1 %.

¹⁹ 13,626 M estimés pour 2021 + 1 % = 13,762 M.

²⁰ $(3,816 + 1,945) / 4,5 \times 12 = 15,4$ M. La fréquentation du 1er avril au 15 mai 2021 (1,372 M) a été donnée par la SMITPC en réponse écrite à des questions posées lors de l'AG 2021 dont fait état son PV. La fréquentation sur la seconde partie du T2 2021 peut donc s'en déduire : 3,317 - 1,372 = 1,945 M pour le T2 2021.

impossible, sauf à repartir dans de nouveaux confinements qui se produisent chaque année jusqu'en 2032. . . !

- 2) **Prenons alors pour 2022 15,4 M de passages.** Mais dans ce cas pour atteindre une croissance annuelle moyenne sur 2021-2032 de 1,5 % par an, il faut que les autres années la croissance annuelle du trafic soit de **- 0,7 %, chaque année pendant 8 ans.** Du jamais vu depuis l'ouverture du tunnel en 1993, en dehors de la période d'ouverture de la rocade L2 qui a privé SMTPC de tout son trafic de transit.

En effet, Marseille n'est pas Paris ! C'est une ville beaucoup plus étendue (241 km² contre 87) avec un réseau de transports en commun très sous-dimensionné par rapport à celui de la capitale²¹ : **il y a 21 fois moins de points d'accès aux métros et trams par km² à Marseille qu'à Paris (0,25 contre 5,2) alors que la population n'est que 2,5 fois inférieure.** Et les arrêts de bus sont dans une situation peu différente : 5 par km² contre 26. La voiture continue ainsi de jouer un rôle irremplaçable pour les mobilités urbaines et le tunnel joue donc un rôle crucial pour désembouteiller Marseille entre le nord et le sud. Ce rôle n'est pas près de disparaître, alors que la ville est classée au 54^{ème} rang mondial pour ses embouteillages²² et au 1^{er} rang mondial pour les embouteillages en heures de pointe²³ ; ceci d'autant que la population de Marseille s'est accrue de 0,3 % par an contre une baisse de 0,5 % par an à Paris sur la décennie écoulée.

En effet, les principaux bassins d'emplois se situent dans les villes périphériques notamment les zones d'activités et industrielles à l'est (La Ciotat, Aubagne, dans le prolongement du tunnel par l'A50), ou au nord (ports de Marseille à la sortie du tunnel, Aix, Vitrolles dans le prolongement du tunnel par l'A51 ou l'A55), nécessitant pour les personnes concernées des trajets en automobile.

La paupérisation commerciale du centre-ville entraîne elle-aussi des flux de circulation vers les centres commerciaux situés en périphérie de Marseille (La Valentine, Zone des Palus Aubagne, Plan de Campagne, 1^{er} centre commercial européen) ou vers le centre commercial du Prado à la sortie du tunnel. Les principaux lieux d'attractivité de Marseille : stade Vélodrome, les docks, les terrasses du port, le Silo spectacle, le Dôme spectacle, Palais omnisport Dromel, les plages du Prado, etc. se situent tous près des accès des tunnels exploités par SMTPC.

De ma conversation avec l'expert indépendant du 4 novembre 2021, j'ai compris à ses interrogations que SMTPC mettait en avant l'extension du tramway T3 et de l'extension du Boulevard Urbain Sud (BUS) pour justifier une baisse de la fréquentation du tunnel.

Justifier une baisse de la fréquentation du tunnel par l'extension du tramway T3 est trompeur :

- 1) Ce prolongement, attendu pour 2025, est connu depuis au moins 2010. Autrement dit, son impact éventuel sur la fréquentation du tunnel de SMTPC a déjà été intégré dans le plan d'affaires de 2019 où il fait au mieux ralentir le taux de croissance de la fréquentation du tunnel SMTPC : + 1,7 % en 2025 contre + 4 % en 2024, mais temporairement, puisque que pour 2026, SMTPC prévoyait + 5,8 %, ce qui n'est pas un recul.

²¹ 2 lignes de métro avec 28 stations contre 14 lignes avec 304 stations ; 3 lignes de tram avec 32 stations contre 7 avec 148 stations à Paris. Par ailleurs, à Marseille les lignes de tram dupliquent le plus souvent en surface les lignes de métro. Et le réseau de bus ne compense pas ce large déficit : 115 lignes avec 1.238 stations contre 64 avec 2.285 arrêts à Paris.

²² Enquête annuelle Tom-Tom, https://www.tomtom.com/en_gb/traffic-index/france-country-traffic/

²³ FleetLogging janvier 2021, disponible sur <https://www.lebonbon.fr/marseille/lifestyle/marseille-1ere-ville-la-plus-embouteillee-du-monde-en-heure-de-pointe/>

- 2) Dans les facteurs de risque pesant sur l'activité de SMTPC, retracés avec beaucoup de détails dans le rapport annuel 2020²⁴, ne figure nulle mention de ce risque, alors même que, comme il se doit : « Une cartographie des risques est établie et revue chaque année²⁵. De surcroît, Madame Cécile Cambier, alors directrice générale de SMTPC, écrivait dans le rapport annuel 2020, en page 5, au titre de son attestation de responsable du rapport financier annuel : « J'atteste, à ma connaissance, que (...) le rapport de gestion présente un tableau fidèle de l'évolution des affaires, des résultats et de la situation financière de la société et qu'il décrit les principaux risques et incertitudes auxquelles elle est confrontée. ». Sinon, elle n'aurait pas manqué de le mentionner.

Faut-il souligner que Madame Cécile Cambier est d'une grande compétence professionnelle dans le secteur des concessions autoroutières, comme l'illustre quelques semaines après la rédaction de ce rapport annuel sa nomination au comité exécutif d'Eiffage, en charge de toutes les concessions de ce groupe ? Au demeurant, les 6 administrateurs représentant Eiffage et Vinci au conseil d'administration de SMTPC, qui approuvent le rapport annuel avant sa publication, n'ont pas trouvé utile, malgré leur responsabilité d'administrateurs, de faire ajouter année après année ce risque, si d'aventure il existait . . .

- 3) La bretelle Schlœsing va représenter une alternative au transit automobile par l'avenue Jules Cantini qui longe le parc du XXVIème centenaire, alternative qui va devenir d'autant plus indispensable que, de 3 à 4 voies et bidirectionnelle, l'avenue Cantini va passer à une voie unidirectionnelle ou deux voies bidirectionnelles pour laisser la place aux deux voies du tramway ³²⁶ et à de nouveaux espaces verts.
- 4) Enfin, l'extension de la ligne 3 du tramway, entre la place Castellane, qui va devenir semi-piétonne, réduisant encore les alternatives automobiles en surface au tunnel de SMTPC, et la station Sainte-Marguerite-Dromel, recoupe pour une bonne part dans cette zone la ligne 2 du métro. En effet, l'extension du tramway va passer par l'avenue Cantini alors que la ligne 2 du métro passe sous l'avenue du Prado distante de quelques centaines de mètres seulement. Ainsi les Marseillais des quartiers sud qui pouvaient abandonner leur voiture pour un transport en commun (ligne 2 du métro) l'ont déjà fait. La prolongation de la ligne 3 du tramway dans la zone où la bretelle Schlœsing va attirer des clients vers le tunnel SMTPC ne constituera donc pas une offre nouvelle susceptible de dériver du trafic au détriment de la SMTPC, ce qui explique les points 1 et 2 plus haut.

De la même façon, justifier une baisse de la fréquentation du tunnel par l'extension du Boulevard Urbain Sud (BUS) est trompeur :

- 1) On ne trouve nulle trace du risque qu'il représenterait dans les rapports annuels de la SMTPC, ni dans les facteurs de risques pourtant largement développés dans les rapports.
- 2) Ce projet était évoqué dès avant 2009²⁷ et ses premiers travaux ont commencé en 2017²⁸. Son éventuelle influence négative sur la SMTPC aurait bien sûr été intégrée dans le plan d'affaires de SMTPC 2019. Avec une croissance annuelle du chiffre d'affaires entre 2021 et

²⁴ Pages 31 à 34.

²⁵ Pages 31 du rapport annuel 2020.

²⁶ Comme le montrent très bien les photos sur le site <https://www.bretelle-schloesing.com> opéré par SMTPC, ou la vidéo disponible sur <https://www.marseillechange.fr/extension-tramway-t3/>.

²⁷ Voir par exemple : <https://www.pss-archi.eu/forum/viewtopic.php?id=28922&p=2>

²⁸ <https://www.marseille-provence.fr/index.php/les-grands-chantiers/628-le-boulevard-urbain-sud>

2032 prévue à 3,6 % (voir annexe 1), si influence négative il y a, elle est particulièrement insignifiante, ce qui explique le point précédent. . . .

- 3) Par ailleurs, ce projet est remis en cause par la nouvelle municipalité²⁹, d'un bord politique différent de celui de la Métropole d'Aix Marseille Provence et de la municipalité précédente, ce qui ne garantit absolument pas son aboutissement, d'autant qu'il doit emprunter des terrains que la nouvelle municipalité refuse de céder. C'est ainsi que la nouvelle adjointe à la politique de la ville et à la mobilité de la mairie de Marseille, Audrey Gatian écrit « *Ça suffit ! La Métropole doit prendre en compte la volonté des Marseillaises et des Marseillais d'avoir une ville plus verte, où les espaces naturels ne sont pas sacrifiés pour une autoroute urbaine et où les transports en commun et les mobilités douces et actives sont privilégiées*³⁰ ».
- 4) Et enfin loin de constituer un tunnel ou une rocade sans entrave, il s'agit d'un boulevard urbain, doté de 21 carrefours avec des feux de circulation dont l'enquête d'utilité publique a montré que 9 d'entre eux seraient saturés avec un taux de charge avoisinant ou dépassant les 100 % dès son ouverture, avec des voies dédiées aux transports en commun, piste cyclables et voies pour les piétons. Dans son point le plus proche du tunnel SMTPC, il en sera à plus de 4 kilomètres dans un environnement totalement urbain³¹.

Alternativement, on pourrait remarquer que l'annualisation du trafic du 15 mai au 31 décembre 2021, en retenant cette fois en plus l'estimation SMTPC du trafic pour le T4 2021 du plan d'affaires (3,530 M) donne 14,866 M pour 2022, et pas 13,672 M. On pourrait alors prendre pour 2022 14,866 M de passages. Mais dans ce cas, la fréquentation annuelle du tunnel devrait être de **- 0,2 %, chaque année pendant 8 ans**. Du jamais vu depuis l'ouverture du tunnel en 1993 en dehors de la période d'ouverture de la rocade L2 qui a privé SMTPC de tout son trafic de transit.

Modification demandée n° 5

Il convient donc de clairement expliciter la prévision de trafic pour 2022, d'autant qu'elle est directrice pour les années à venir, contrairement à 2021 marqué par des couvre-feu et confinements. Par ailleurs, dans le cadre d'une éventuelle nouvelle offre pour retirer SMTPC de la cote à partir de 2023, la comparaison du réel 2022 par rapport à cette prévision montrera ex-post la qualité du plan d'affaires 2021, dont il y a tout lieu de douter de la sincérité.

Modification demandée n° 6

Par ailleurs, le présentateur doit expliquer quels sont les facteurs de risques jamais mentionnés dans les différents rapports annuels de SMTPC qui sont la cause des baisses de trafic annuel qu'extériorise le plan d'affaires 2021, hors impact de l'ouverture de la

²⁹ Voir par exemple La Provence du 28 septembre 2021, L'agence d'urbanisme métropolitaine planche sur des alternatives au boulevard urbain sud.

³⁰ <https://gomet.net/boulevard-urbain-sud-trace-alternatif/>

³¹ Soit par exemple la distance à Paris entre la place de la Concorde et la porte de Saint-Ouen.

bretelle Schlœsing, contrairement au plan d'affaires 2019 qui, lui, montrait une croissance continue du trafic.

B. Comparaison du trafic prévu avec les prévisions de 2019 (page 33 du projet de note)

Il est écrit : « *Ces projections de croissance sont supérieures à la projection de croissance moyenne annuelle sur cette période présentée dans les Prévisions de trafic 2019* ».

Il me semble que cette affirmation est erronée.

En effet dans le plan 2019, le chiffre d'affaires 2032 est de 47,913 M€ et celui pour 2021 est de 32,466 M€ (voir annexe 2), soit un taux de croissance annuel **des recettes** de 3,6 %, y compris impact de la bretelle Schlœsing. Pour que le taux de croissance **du trafic** de 1,5 % du plan d'affaires 2021 soit plus grand que celui résultant du plan de 2019, il faudrait que dans le plan 2019, le taux d'inflation pris en compte soit d'au moins 2,1 %. Ce qui apparaît très peu probable, puisque le prix moyen effectif du passage entre 2015 (2,23 €) et 2019 (2,30 €) a crû de seulement 0,7 % par an. Si actuellement on peut anticiper une inflation à 2,1% l'an, ce n'était absolument pas le cas en 2019 où la crainte était plutôt la déflation ou une croissance des prix faiblement différente de zéro.

Avec une inflation de 0,7 %, la croissance en moyenne du trafic du plan d'affaires de 2019 ressort à 3 %, **soit le double du taux maintenant retenu dans le plan d'affaires 2021.**

Modification demandée n° 7

Il convient donc de corriger cette affirmation et d'expliquer pourquoi le taux de croissance a été divisé par 2 entre les plans de 2019 et de 2021.

Il convient de donner, à titre de sensibilité, une estimation de la valeur de l'action SMTPC en reprenant l'hypothèse du plan d'affaires de 2019, prévoyant un taux de croissance du trafic, y compris l'ouverture de la bretelle Schlœsing, de 3,6 %.

C. Hypothèses d'évolution des tarifs (page 33 du projet de note)

Alors que les hypothèses d'évolution du trafic et les hypothèses d'évolution du résultat d'exploitation ont le plus grand impact sur la valeur de l'action, et que celles sur l'évolution des tarifs, qui suivent contractuellement l'inflation, ont une importance moindre, le présentateur consacre 25 lignes à ces dernières et expédie les premières en 8 et 6 lignes respectivement.

Si le présentateur tient à ses 25 lignes sur ce paragraphe, qu'il étoffe ses commentaires particulièrement laconiques sur le paragraphe précédent (fréquentation attendue en 2022) et le paragraphe suivant (marge d'EBE par année) qui sont beaucoup plus importants pour permettre aux actionnaires de se forger une opinion argumentée.

Sur les deux risques mentionnés aux alinéas 2 et 3 (élasticité prix, et imposition de réductions tarifaires), notons qu'ils ne sont pas mentionnés dans les facteurs de risques du rapport annuel, qui s'étendent pourtant sur 4 pages dans la version 2020 du rapport annuel.

Quant à l'avant-dernier alinéa sur les clauses anti-surcompensation, si le présentateur tient à les mentionner, qu'il précise alors qu'elles ne s'appliqueront que si la somme actualisée (à 8 %) des chiffres d'affaires péages de SMTPC de 2017 à 2033 dépasse 387,490 M€³². Nous en sommes très loin dans le plan d'affaires 2021, environ 345 M€ selon mes estimations.

Tout ceci montre bien l'état d'esprit du présentateur qui est de souligner les risques pour peser sur la valeur, quitte à ce que ces risques aient une très faible probabilité d'occurrence au point que SMTPC ne les mentionne pas dans les facteurs de risques de son rapport annuel.

D. Hypothèses d'évolution du résultat d'exploitation

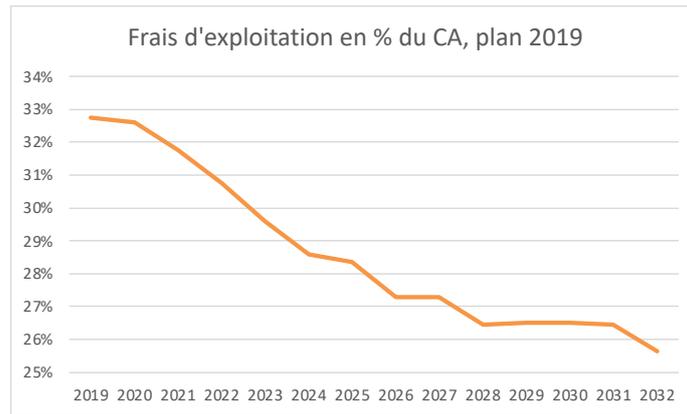
Alors que dans le secteur des infrastructures, la marge d'EBE est particulièrement importante, à la fois dans son montant (75 % du chiffre d'affaires de SMTPC en 2020) et pour déterminer la valeur de l'action, le présentateur choisit de faire l'impasse totale sur ce sujet crucial. Ce faisant, il expédie en une ligne le principal poste de charges de SMTPC, les dotations aux amortissements, qui représente 26 % du chiffre d'affaires en 2019.

Modification demandée n° 8

Cette lacune doit être réparée en donnant le taux de marge d'EBE année après année.

Par ailleurs, **l'augmentation des autres achats et charges externes plus rapide que le chiffre d'affaires doit être expliquée car elle est en contradiction avec le plan d'affaires 2019.** En effet dans ce dernier, le poste Frais d'exploitation, qui recoupe les autres achats et charges externes pour 38 %, les frais de personnel pour 52 %, et les impôts et taxes pour 9 %, passe de 32,7 % du chiffre d'affaires en 2019 à 25,7 % en 2032, soit une baisse de 7 points de marge en 13 ans, ce qui est considérable :

³² Page 7 de la lettre du 21 novembre 2019 de M. Verstager à J.-Y. Le Drian³², au titre de l'examen par la Commission européenne des conditions de l'extension de la durée de la concession, disponible sur <http://ec.europa.eu/competition/elojade/isef/index.cfm>



Comme on n'imagine pas que les frais de personnel aient été supposés comprimés (ils étaient déjà de 59 personnes en 2019 contre 60 au 30 juin 2021), d'autant que l'ouverture de la bretelle Schlœsing va probablement entraîner des recrutements nets, le plan 2019 tablait donc sur une baisse des autres achats et charges externes.

En 2021, SMTPC change d'avis, et significativement, car pour retrouver les valeurs de l'action calculées par Portzamparc, il est nécessaire de faire croître ces frais de 3 % de plus que le taux d'inflation de 2,1 %, soit 5,1 % par an et pendant 11 années. Ils passent ainsi de 10,4 % à 12,7 % du chiffre d'affaires, soit + 82 %, ce qui est considérable. **Pourquoi ? Qu'est-ce que cela cache ? L'instauration de *management fees* au profit de Vinci et d'Eiffage ?**

Modification demandée n° 9

Expliquer et détailler les raisons de la forte croissance continue des autres charges externes et préciser qu'elle ne résulte pas de la mise en place de *management fees* au profit de Vinci et d'Eiffage.

Donner, à titre de sensibilité, une estimation de la valeur de l'action SMTPC en reprenant l'hypothèse du plan d'affaires de 2019, prévoyant une baisse de 7 points de chiffre d'affaires du poste des frais d'exploitation.

E. Résultat financier non mentionné

On ne peut pas faire des prévisions de compte de résultat jusqu'en 2033 intégrant un taux d'inflation annuelle de 2,1 %, au-dessus des objectifs d'inflation de la BCE, et faire l'impasse sur le taux d'intérêt de rémunération de la trésorerie de SMTPC, comme si les taux d'intérêt allaient indéfiniment rester nuls. Comme la trésorerie brute de SMTPC dépasse les 20 M€ en 2024, malgré les versements de dividendes, le sujet n'est pas totalement neutre, que ce soit dans la méthode DDM ou DCF.

Modification demandée n° 10

Expliciter le taux d'intérêt retenu pour rémunérer la trésorerie de SMTPC qui ne peut plus être de 0 % avec une hypothèse d'inflation à 2,1 % pendant 12 ans.

F. Hypothèses de variation du BFR (en page 34 du projet de note d'offre)

Il est annoncé un BFR moyen de **+ 7,1 % du chiffre d'affaires. Ce chiffre est incompréhensible.**

En effet le BFR de SMTPC est structurellement négatif depuis des années, avec une moyenne depuis 2010 de **- 14 %** du chiffre d'affaires :

en k€ et en %	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
BFR d'exploitation	- 2 762	- 2 968	- 4 161	- 5 404	- 7 594	- 7 559	- 6 601	- 4 565	- 5 281	- 6 465
BFR d'exploitation en % du chiffre d'affaires	-8,0%	-8,6%	-11,8%	-14,7%	-19,0%	-18,6%	-16,1%	-11,5%	-13,8%	-18,3%

C'est bien aussi ce que prévoit le plan d'affaires 2019, avec des BFR d'exploitation systématiquement négatifs.

Ceci correspond à la logique économique de ce métier où les stocks sont insignifiants, les clients paient en avance (abonnement) ou à 15 jours en moyenne (par cartes bancaires), et où les fournisseurs accordent des délais de paiement.

Il existe par ailleurs un BFR hors exploitation dû aux paiements des investissements qui est lui aussi négatif, mais plus erratique.

Le passage de l'incompréhensible + 7,1 % à la moyenne historique de - 14 % impacte positivement la valeur de SMTPC de 4,8 M€, soit 0,8 € par action, les autres hypothèses de Portzamparc étant inchangées.

Modification demandée n° 11

Expliquer comment un BFR négatif de 14 % des ventes en moyenne depuis 10 ans passe d'un seul coup à un BFR positif de 7 % des ventes.

Donner, à titre de sensibilité, une estimation de la valeur de l'action SMTPC en reprenant l'historique réalisée par SMTPC d'un BFR à - 14 % des ventes.

G. Évaluation par la méthode DCF (en page 36 du projet de note d'offre)

1) Un coût du capital surévalué de 3,5 points environ

Portzamparc retient un coût du capital de **7,42 %**, ce qui est un taux totalement excessif au regard du risque de l'action SMTPC et de la pratique des évaluateurs dont témoignent les éléments suivants :

- 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%**³³ alors même que le taux des OAT 10 ans était de 4,4 % et celui de

³³ 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 %.

l'ÉONIA 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 de SMTPC, 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 %³⁴, une actualisation du coût du capital utilisé lors de l'introduction en Bourse, donne donc **3,95 %**.

- b) Les principaux brokers qui font apparaître dans leurs notes de recherche le coût du capital utilisé pour évaluer les concessions autoroutières de Vinci et d'Eiffage un taux moyen de **4,75 %** :

Barclays sur Eiffage-APRR	5 %	3 novembre 2021
SocGen sur Eiffage-APRR	4,6 %	3 novembre 2021
UBS sur Eiffage-APRR	5 %	8 novembre 2021
JP Morgan sur Eiffage-APRR	4,2 %	19 octobre 2021
UBS sur Vinci Concession	5 %	16 novembre 2021
JP Morgan sur Vinci Concession	4,2 %	16 novembre 2021
RBC sur Vinci Concession	5 %	16 novembre 2021
Barclays sur ASF Escota	5 %	8 avril 2021

- c) A. Damodaran, cité et utilisé par Portzamparc, 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 SMTPC³⁵.
- d) 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€³⁶. Comme démontré³⁷, ceci correspond à un coût du capital **de l'ordre de 4 %**, compte tenu d'un coût des capitaux propres communiqué par le directeur financier d'Eiffage un peu

³⁴ Vernimmen 2022, Dalloz 2021, page 589, source Exane BNP Paribas.

³⁵ http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html, [Costs of Capital by Industry Sector](#), 2. Europe

³⁶ https://app.eiffage.com/system/files/communiqués_presse/2021_08_25_communique_eiffage_devient_lactionnaire_unique_de_lautoroute_a65.pdf

³⁷ En annexe 5 de la note d'évaluation de SMTPC datée du 11 novembre 2021.

inférieur à 10 % compte tenu de l'endettement financier mis en œuvre (dette nette / EBE de 20,5).

- e) On remarquera aussi que si Portzamparc avait utilisé le taux d'actualisation que Vinci déclare utiliser³⁸ pour tester les goodwill de ses concessions autoroutières, soit 6,4 % avant impôt, la valeur centrale du DCF aurait été de 32,6 €, soit 21 % au-dessus du prix d'offre. La méthodologie de Vinci suppose ainsi de prendre un taux d'impôt sur les sociétés de 0 % et d'actualiser les flux sans impôt au taux de 6,4 %. Trouvant une valeur de l'action de 32,6 €, il est possible de déterminer l'équivalent du coût du capital après impôt correspondant au taux avant impôt de 6,4 %. Pour ce faire, on cherche le taux d'actualisation qui égalise les flux actualisés avec un impôt calculé au taux normal et 32,6 €. On trouve alors **3,2 %** qui est l'équivalent du taux après impôt du taux avant impôt de 6,4 %³⁹.
- 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.** »⁴⁰ 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 écrites à la Commission d'enquête du Sénat.

Soit une moyenne sur 12 observations, toutes comprises entre 3,2 % et 5 %, de **4,7 %**.

Si au lieu de retenir le taux de 7,42 %, Portzamparc avait retenu 4,7 %, la valeur centrale de son DCF aurait été de 29 €.

Modification demandée n° 12

Que le présentateur explique dans la note d'offre pourquoi son calcul diffère si significativement des autres sources de coûts du capital qu'il doit citer.

Donner, à titre de sensibilité, une estimation de la valeur de l'action SMTPC en reprenant le taux de 3,2 % utilisé par Vinci pour ses tests de dépréciation du goodwill, et le taux de 4% utilisé en août 2021 par Eiffage pour le rachat des 35 % de l'A65 qui lui manquaient.

- 2) Modalité de calcul du coût du capital par Portzamparc (en page 36 du projet de note d'offre)**

³⁸ Page 307 de son document d'enregistrement universel.

³⁹ La non-linéarité de la fonction d'actualisation, et la durée non infinie des flux de STPMC liés à une durée de concession finie fait que le taux d'actualisation après impôt ne peut pas être le taux avant impôt multiplié par (1 – taux d'IS).

⁴⁰ 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.

Rappelons d'abord que le MEDAF relie le taux de rentabilité à exiger sur un actif en fonction d'un seul paramètre, le taux de rentabilité du marché. En effet, le risque spécifique est éliminable par la diversification sans coût pour l'investisseur, et ne justifie pas de ce fait une rémunération ad hoc.

Si l'on souhaite maintenant rajouter une prime spécifique, ce n'est plus alors le modèle du MEDAF que l'on utilise, c'est un autre modèle, un modèle « bidouillage », mais dans ce cas, on ne revendique pas d'utiliser le MEDAF. En cas de besoin, les professeurs Delphine Lautier et Thierry Foucault, membres du Collège et du Conseil scientifique de l'AMF, pourraient vous apporter confirmation.

Pour obtenir un coût des capitaux propres à peu près double de celui utilisé par les autres intervenants de marché, Portzamparc fait son marché en choisissant à bon escient, de son point de vue, différentes sources qu'il combine au mépris de toute logique et de toute cohérence, mais avec un objectif clair : obtenir le taux d'actualisation le plus élevé.

D'un côté Portzamparc prend un taux de l'argent sans risque à 10 ans avec une moyenne sur 12 mois. Le taux étant à 10 ans, c'est l'assurance que ce taux de l'argent sans risque n'est pas sans risque de fluctuation de sa valeur, ce qui est pourtant requis par le MEDAF. En effet, le MEDAF définit le taux de l'argent sans risque comme celui d'un actif dont la rentabilité est certaine et donc dont l'écart-type des rentabilités est de zéro. Ceci est vrai pour un titre à court terme comme un bon du Trésor à un mois, pas sur un titre 120 fois plus long comme une OAT 10 ans.

Ensuite, Portzamparc choisit une moyenne qui l'arrange de ce taux de l'argent sans risque qui n'est pas un taux de l'argent sans risque : ici sur 12 mois, mais dans les 8 autres offres qu'il a présentées depuis 2019, ⁵⁴¹ l'ont été avec une moyenne sur 3 mois, et ⁵⁴² avec une moyenne sur 12 mois.
Pourquoi ces différences ? Quelle est la logique ?

Puis, Portzamparc choisit une prime de marché actions en France de 10,98 %, calculée sur une moyenne de 12 mois, de source Bloomberg. Rien ne dit que le taux d'argent sans risque utilisé pour le calcul de cette prime de risque soit le même que celui utilisé par Portzamparc, ce que le MEDAF suppose bien sûr, mais qui n'est pas garanti vu la pratique de Portzamparc de prendre une prime de risque sans vérifier avec quel taux de l'argent sans risque elle a été calculée.

Des 9 offres présentées par Portzamparc depuis 2019, la prime de marché retenue pour SMTPC est la plus élevée comme l'illustre le tableau suivant :

Cible	Date	Prime de risque action retenue par Portzamparc	Indice CAC Mid & Small
QUOTIUM TECHNOLOGIES	mai-19	10,2%	12 690
MILLET INNOVATION	oct-19	9,1%	12 842
GROUPE FLO	nov-19	8,4%	13 193
WEBORAMA	févr-20	9,4%	13 690
BUSINESS & DECISIONS	mai-20	8,9%	10 062
GROUPE OPEN	nov-20	8,3%	12 718
BOUYGUES CONSTRUCTION	févr-21	8,7%	14 098
VISIODENT	nov-21	10,8%	15 839
SMTPC	déc-21	11,0%	14 865

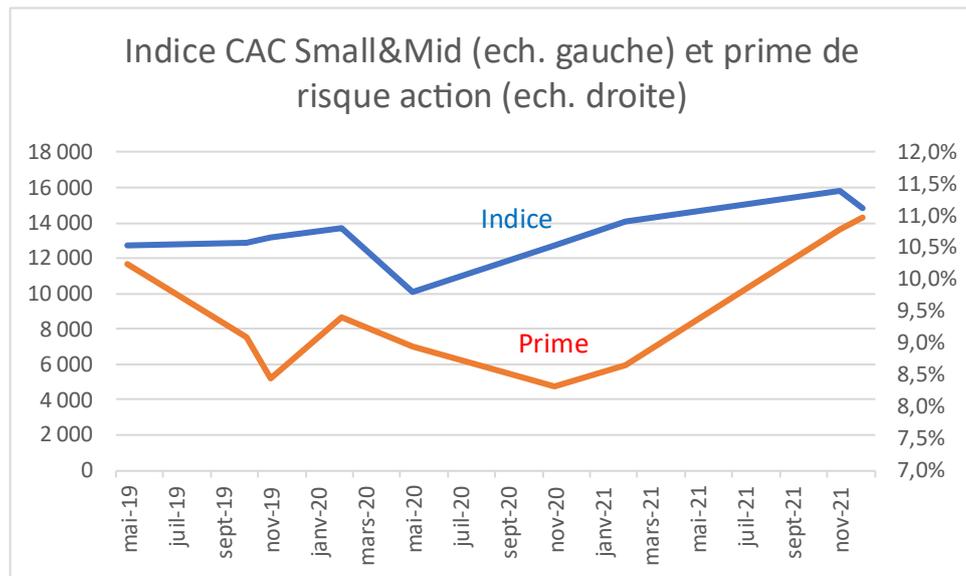
Source : Notes d'offre

⁴¹ Groupe Open, Business & Décisions, Weborama, Millet Innovation, Quotium Technologies.

⁴² Bouygues Construction, Visiodent, Groupe Flo.

Ceci est très illogique alors que les indices boursiers sont parallèlement à leur plus haut niveau, ce qui est exactement l'inverse de ce à quoi on doit s'attendre. **Comment Portzamparc peut-il prendre, par exemple, une prime de risque de 8,3 % en novembre 2020 sur Groupe Open, avant l'annonce de la mise au point des vaccins contre la Covid, et prendre 11 % pour SMTPC 13 mois après, alors que l'indice boursier a monté de 29 % dans l'intervalle, témoin d'un niveau de risque plus faible et non plus élevé ?**

En effet, de tout temps, taux et valeurs varient en sens inverse. Or c'est exactement l'inverse que l'on observe dans les données Bloomberg utilisées par Portzamparc depuis novembre 2020 : plus l'indice boursier est élevé, plus la prime de risque retenue par Portzamparc est élevée :



Une partie de l'explication tient probablement au fait que Portzamparc choisit parfois des moyennes des primes de risques actions calculées sur 12 mois (4 cas)⁴³, parfois sur 3 mois (5 cas)⁴⁴. Une autre est probablement la qualité très imparfaite des données Bloomberg que nous venons de démontrer.

Si au lieu d'aller chercher des données Bloomberg visiblement défectueuses, Portzamparc avait utilisé des données produites au sein de son groupe par Exane BNP Paribas, le premier broker européen selon Institutional Investor Research, la prime de risque retenue aurait été de **7,78 %**. Ce chiffre est en ligne avec les données Fairness Finance (**8,03 %**), **d'Associés en Finance (7,65 %)** ou la moyenne des primes utilisées sur le second semestre 2021 dans les offres qui en mentionnent une (**7,93 %**). Le coût du capital serait alors ressorti à 4,68 %, et la valeur de l'action SMTPC à **28,8 €**, soit au-dessus du prix de l'offre. On comprend mieux le choix de Bloomberg avec une moyenne 12 mois. . .

Pour le bêta, Portzamparc va faire son marché, non chez Bloomberg cette fois, mais chez A. Damodaran, et retient le bêta du secteur de 0,61. Si Portzamparc retient ce chiffre de A. Damodaran, on se demande pourquoi il ne retient pas tout simplement le coût du capital que donne A. Damodaran de ce secteur : **3,41 %**. Il est vrai qu'avec ce chiffre, la valeur de l'action ressort à 31,5 €, ce qui est gênant pour une offre à 27 €. . .

⁴³ Bouygues Construction, Visiodent, Groupe Flo, SMTPC.

⁴⁴ Groupe Open, Business & Décisions, Weborama, Millet Innovation, Quotium Technologies.

Si Portzamparc s'était contenté de calculer le bêta en régressant les rentabilités de l'action SMTPC contre celles du marché, il aurait obtenu 0,52 %. Mais cela aurait réduit le coût du capital d'un point de pourcentage. . . et accru la valeur de 1,6 € par action.

Enfin, Portzamparc ajoute un zeste de prime de taille de 0,8 % pour laquelle il ne donne ni source ni justification. On remarquera que lors de la dernière OPAS en France de Vinci (sur Entrepose Contracting, au printemps 2012), le présentateur (CACIB) n'avait bien sûr pas retenu de prime de liquidité ou de taille⁴⁵ pour calculer le taux d'actualisation, alors que les deux entreprises ont toutes les deux un flottant inférieur à 100M€.

Et voilà comment faire pour trouver un coût du capital deux fois supérieur à ceux observés d'autres sources, 7,42 % contre de l'ordre de 4 %.

On remarquera même que le résultat du calcul de Portzamparc est supérieur au 6,91 % utilisé par Vinci et Eiffage dans les négociations de 2017-2019 avec la Métropole d'Aix-Marseille-Provence et l'Union européenne sur l'allongement de la durée de la concession SMTPC, en se fondant sur des taux utilisés en 2011⁴⁶, alors que les taux d'intérêt ont baissé depuis lors.

Ce coût du capital est aussi supérieur au taux finalement retenu de 5,9 % lors du programme d'investissements autoroutiers de 2016⁴⁷ alors que les taux d'intérêt ont baissé depuis lors.

3) Le risque spécifique de SMTPC (page 37 du projet de note d'offre)

Le paragraphe qui commence par : « Il est important de souligner le risque spécifique. . . » et qui indique que le risque spécifique de SMTPC est plus fort que celui des autoroutes est contraire à la réalité des faits, sans mentionner le fait qu'il n'a rien à faire dans une partie consacrée au coût du capital qui ne prend en compte que le risque de marché de l'actif et non son risque spécifique⁴⁸.

Ce paragraphe est contraire à la réalité des faits car, face au choc de la pandémie, **la fréquentation du tunnel de SMTPC a baissé moins que n'a baissé la fréquentation des autoroutes de Vinci : -28,8 % pour SMTPC contre - 32,8 % pour Vinci Autoroutes au premier semestre 2020 et - 30,6 % pour APRR**. On ne peut donc pas écrire que le risque de trafic est plus fort pour SMTPC que pour les autoroutes quand, face au plus grand choc de fréquentation jamais connu, SMTPC se montre plus résiliente que ses deux actionnaires majoritaires.

Modification demandée n° 13

Supprimer ce paragraphe qui est contraire à la réalité des faits, ou mentionner les données de fréquentation du premier semestre 2020 par rapport au premier semestre 2019 pour SMTPC, APRR et Vinci Autoroutes.

⁴⁵ Page 20 de la note d'offre du 4 mai 2012.

⁴⁶ 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>

⁴⁷ Page 191 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.

⁴⁸ Voir par exemple page 636 du Vernimmen 2022, Dalloz.

- 4) **CMPC (coût moyen pondéré du capital) des actifs de concessions selon les analystes financiers suivant Vinci et Eiffage**, pages 37 du projet de note

Cette partie contient un tableau très intéressant, même s'il est un peu lacunaire, dont Portzamparc ne tire pas les conclusions qui s'imposent, et un paragraphe de commentaires totalement erronés.

Le tableau est lacunaire car il n'intègre pas les notes pour Vinci de JP Morgan du 16 novembre 2021 qui utilise un coût du capital (ou CMPC) de 4,2 %, de UBS avec un CMPC de 5 % en date du 16 novembre, de RBC en date du 25 octobre avec un CMPC de 5 % ; et les notes pour Eiffage de JP Morgan du 5 novembre avec un CMPC de 4,2 % et de UBS du 8 novembre avec un CMPC de 5%.

Par ailleurs, il contient une information erronée dans la note Barclays du 3 novembre sur Eiffage A65 qui mentionne un coût des fonds propres pour cette opération de 13,9 %, alors que Christian Cassayre, directeur financier d'Eiffage a indiqué le 25 août 2021 que celui-ci était un peu inférieur à 10 %⁴⁹. Cette note doit donc être sortie de ce tableau de ce fait car elle est erronée sur ce point.

Le commentaire en dessous du tableau contient une grave erreur de raisonnement. Le coût des fonds propres d'une entreprise dépend à la fois du risque de l'actif économique de cette entreprise, mais aussi de sa structure financière, car chacun sait que plus l'entreprise est endettée, plus les actionnaires courent de risques, et plus le coût des fonds propres en est logiquement accru. Dès lors, on ne peut comparer entre eux les coûts des capitaux propres d'entreprises qui si leurs structures financières sont identiques, sinon c'est comme comparer les performances à la course d'humains âgés de 10, 30 ou 60 ans.

Comme les niveaux de *gearing* (dettes nettes / valeurs des capitaux propres) sont très différents dans ce tableau : 75 %, 100 %, 144 % entre eux et avec le *gearing* de SMTPC, 11 % au prix de l'offre, il ne peut **RIEN** être déduit de la comparaison des coûts des fonds propres entre eux, et en particulier pas : « Le coût des fonds propres retenu par l'Établissement Présentateur s'élève à 7,62%, soit un niveau inférieur à ceux retenus par les analystes financiers pour évaluer les actifs de concessions de VINCI et d'Eiffage. »

Modification demandée n° 14

Ce paragraphe qui contient un raisonnement erroné doit donc être supprimé. Le tableau doit être complété des sources indiquées plus haut. Le présentateur doit expliquer pourquoi il retient le bêta désendetté du secteur, mais ne retient pas le coût du capital du secteur que son tableau, complété des notes manquantes, donne, à savoir 4,75 %, lui préférant le chiffre de 7,42 % :

Barclays sur Eiffage-APRR

5 %

3 novembre 2021

⁴⁹ Retranscription de la conférence, <https://edge.media-server.com/mmc/p/ogfu6j7y/lan/fr>, à 1 heure 23 minutes.

SocGen sur Eiffage-APRR	4,6 %	3 novembre 2021
UBS sur Eiffage-APRR	5 %	8 novembre 2021
JP Morgan sur Eiffage-APRR	4,2 %	19 octobre 2021
UBS sur Vinci Concession	5 %	16 novembre 2021
JP Morgan sur Vinci Concession	4,2 %	16 novembre 2021
RBC sur Vinci Concession	5 %	16 novembre 2021
Barclays sur ASF Escota	5 %	8 avril 2021

5) TRI des concessions d'autoroute (page 38 du projet de note)

Le TRI présenté ici mesure le taux de rentabilité **obtenu** par les concessionnaires d'autoroutes, il n'a rien à voir avec le taux de rentabilité **exigé sur des flux futurs**, comme l'écrit le présentateur lui-même. On se demande donc pourquoi ce paragraphe a été ajouté, si ce n'est pour sa conclusion finale : « Le CMPC retenu par l'Établissement Présentateur est inférieur au TRI des concessions « historiques » ». Celle-ci **est mathématiquement juste, mais dénuée de toute pertinence.**

Et si le présentateur a introduit ce paragraphe que l'on ne retrouve pas dans ses évaluations des 3 années précédentes, ni dans celles des notes de retrait de cote sur ASF et APRR, c'est pour laisser accréditer l'idée que le coût du capital qu'il a utilisé à 7,42 % est raisonnable puisque proche du TRI. **Ce qui est une contre-vérité. Le fait que le coût du capital soit proche du TRI ne prouve pas que le coût du capital soit pertinent. En fait, il ne prouve rien du tout.**

Modification demandée n° 15

Ce paragraphe n'a rien à faire dans une note d'évaluation, sauf à vouloir tromper le lecteur peu familier des techniques d'évaluation. Il doit donc être supprimé.

6) Flux de trésorerie (page 38 du projet de note)

- a) L'évaluation ayant été réalisée en décembre 2021, le présentateur devrait préciser que les flux de trésorerie de SMTPC qu'il a actualisés, l'ont été avec un facteur de mise en puissance de 0, autrement dit, ils sont retenus pour leur montant nominal dans son DCF. Il doit aussi préciser que les flux 2022 l'ont été avec un facteur de mise en puissance de 0,5, ceux de 2023 l'ont été avec un facteur de mise en puissance de 1,5, etc. puisque l'activité de SMTPC étant non saisonnière, les flux en moyenne se produisent au 30 juin, soit 6 mois après la période où l'évaluation du présentateur a été réalisée. À défaut, si le flux de l'année 2022 était actualisé avec un facteur de mise en puissance de 1, la valeur centrale du DCF de Portzamparc

serait ainsi indûment abaissée de 4 % environ (la moitié du taux d'actualisation), soit environ 1 € par action.

Modification demandée n° 16

Préciser que les flux de 2022 ont été actualisés, comme il se doit, avec un facteur de mise en puissance de 0,5, le flux moyen intervenant en milieu d'année, soit 6 mois après l'offre environ.

- b) Le présentateur a-t-il vérifié que SMTPC n'avait pas d'autres actifs, hors les postes de trésorerie et de BFR, qui ne soient pas rendus à la Métropole à la fin de la concession le 19 janvier 2033 ? J'ai moi-même posé la question par écrit à l'AG de mai 2021 et la réponse a été floue : « *A l'expiration de la concession, le contrat de concession prévoit que le concessionnaire sera tenu de remettre gratuitement à l'autorité concédante tous les terrains, ouvrages, installations, matériels et approvisionnements faisant partie de la concession.* » **Certes, mais qu'en est-il des éventuels actifs acquis depuis la création en 1989 qui ne font pas partie de la concession et qui ne seront donc pas transférés gracieusement à la Métropole ?** En particulier le tronçon de la concession de Prado-Sud acquis fin 2019 pour 49,8 M€ en provenance d'une concession qui s'achève en 2055, mais dont les recettes ont été gardées par la société Prado-Sud. Restera-t-il parmi les actifs de SMTPC ou reviendra-t-il lui aussi à la Métropole ?

Modification demandée n° 17

L'importance du montant de l'acquisition du tronçon de Prado Sud (le tiers de la capitalisation boursière au prix d'offre) fait qu'une précision écrite est indispensable pour se faire une idée précise de la valeur de SMTPC. Par ailleurs, il doit être précisé que SMTPC n'a pas d'autres actifs qui ne seront pas transférés gratuitement à la Métropole, mis à part sa trésorerie et son BFR.

- c) Pourquoi le présentateur n'a-t-il pas envisagé le cas où les travaux de construction de la bretelle Schlœsing seraient achevés en avance permettant une ouverture avant le mois de juillet 2023 comme annoncé à ce jour ? Ceci n'a rien de théorique sachant que le tunnel initial a ouvert avec 4 mois d'avance et le tunnel adjacent de Prado Sud a ouvert avec 7 mois d'avance par rapport à leur planning.

Ainsi au 30 juin 2021, 62 % des travaux de 41,7 M€ (25,7 M€) avaient déjà été réalisés en 13 mois⁵⁰. Restait 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 ? En cas d'avance dans les

⁵⁰Note 3 des comptes semestriels 2021 de SMTPC.

travaux réalisés par des filiales de Vinci et d'Eiffage, la durée de la concession n'est pas réduite d'autant⁵¹.

Modification demandée n° 18

Puisque la durée de la concession n'en serait pas de ce fait réduite, une sensibilité à l'ouverture en avance de la bretelle Schlœsing doit être réalisée.

- d) Pourquoi le présentateur n'a-t-il pas envisagé le cas où la concession de SMTPC serait prolongée au-delà du 18 janvier 2033, soit en contrepartie de nouveaux travaux à réaliser, d'un paiement d'une soulte à la Métropole dont l'état des finances rend l'hypothèse non théorique⁵², à l'issue d'un appel d'offre compétitif. 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. 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'échanges tout à fait significatif pour SMTPC (147 138 actions dans les 10 jours suivant l'annonce contre 17 910 dans les dix jours précédents⁵³). D'où un écart de valeur de 3 € par action.

Modification demandée n° 19

Faire une sensibilité au renouvellement/prolongation de la concession au-delà de janvier 2033.

H. Évaluation par actualisation des flux de dividendes futurs (DDM), (page 39 du projet de note)

Cette méthode étant utilisée à titre principal, il convient de donner pour la bonne information des actionnaires le montant des dividendes par action prévus par le présentateur au-delà de l'exercice 2024, puisqu'il donne les dividendes par action 2021 à 2024.

⁵¹ Voir le procès-verbal de l'AG du 18 mai 2021, page 8, réponse à la question 6.

⁵² Voir par exemple l'hebdomadaire Travaux Publics et Bâtiment du Midi titre le 25 novembre 2020⁵² : « 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. »

⁵³ Source : RefinitivEikon.

Les indications données par les initiateurs le 8 décembre⁵⁴ en matière de politique de dividende mériteraient d'être rappelées ici, d'autant que SMTPC est d'abord une valeur de rendement avant d'être une valeur de croissance, grâce à l'ouverture de la bretelle Schlœsing. En effet, on peut présumer que Portzamparc a suivi ces indications pour faire ses projections.

J'estime les dividendes par action au-delà de 2024, dans le respect de la politique de dividende édictée par les actionnaires majoritaires, et à partir du plan d'affaires utilisé par Portzamparc et reconstitué par mes soins, à :

Au titre de	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Dividende par action	2,17 €	2,47 €	2,81 €	3,21 €	3,66 €	4,17 €	4,75 €	8,81 €

On s'élève très vite au-delà des 1,90 € actuels du fait de la fin des travaux, de l'ouverture de la bretelle Schlœsing qui dope les recettes et du très faible niveau d'endettement de SMTPC.

Modification demandée n° 20

Les chiffres des dividendes par action sont importants et ils doivent être donnés aux actionnaires pour leur permettre de pouvoir décider d'apporter ou pas leurs actions à l'offre de Vinci et d'Eiffage.

- I. **Référence à l'objectif de cours des analystes financiers suivant la valeur SMTPC,**
(page 40 du projet de note)

Modification demandée n° 21

Pour la bonne information des actionnaires, il convient de préciser que le seul analyste qui suit l'action SMTPC le fait dans le cadre d'un contrat de liquidité rémunéré par SMTPC.

Modification demandée n° 22

Par ailleurs, il convient, toujours dans un objectif de donner une information non biaisée et factuelle, d'indiquer que :

- 1) **l'objectif de cours de l'analyste est la moyenne simple d'une évaluation DCF à 29 € et d'une évaluation DDM à 23 €.** Le tableau de la page 40 doit alors s'enrichir de deux colonnes supplémentaires donnant ces informations. L'investisseur serait alors en capacité

⁵⁴ « La politique de dividendes de la Société continuera d'être déterminée par ses organes sociaux en fonction des aléas de la pandémie de la Covid-19, des capacités distributives, de la situation financière et des besoins financiers de la Société », page 2 du communiqué.

de s'interroger sur l'ampleur de l'écart entre la valorisation par DCF et par DDM de Gilbert Dupont, 6 €, alors qu'elle n'est que de 0,7 € dans les travaux de Portzamparc, soit 8,8 fois moins.

Muni de cette information, il en déduirait que cet écart est dû au fait que l'analyste de Gilbert Dupont a supposé un maintien du dividende par action à 1,90 € sur la durée restante de la concession avant le dividende final de liquidation, contrairement à Portzamparc qui a fait croire le dividende selon les indications de politique de dividendes données par les initiateurs dans leur communiqué du 8 décembre.

Si Gilbert Dupont utilisait comme Portzamparc les indications des initiateurs sur la politique future de dividendes, il est probable que son DDM soit alors de $29 \text{ €} - 0,7 \text{ €} = 28,3 \text{ €}$. D'où une moyenne avec le DCF de 28,65 € faisant apparaître une décote du prix de l'offre de 6 %.

L'investisseur serait alors beaucoup plus correctement informé qu'il ne l'est actuellement dans le projet de note sur les travaux du seul analyste financier suivant SMTPC.

2) l'analyste, se fondant sur la réponse écrite du conseil d'administration de SMTPC à la question d'un actionnaire à l'AG 2021, a introduit dans son modèle un impact de 3 % de l'ouverture de la bretelle Schlœsing sur la fréquentation du tunnel. **Or cette information est mensongère comme démontré au § D de la troisième partie. Il y a donc eu manipulation en période de pré-offre du seul analyste suivant SMTPC, dont les travaux ainsi biaisés sont ensuite ré-utilisés pour justifier le prix de l'offre.**

C'est le 16 octobre 2021 que l'analyste de Gilbert Dupont passe de 0 % à 3 % pour l'impact de l'ouverture de la bretelle Schlœsing sur la fréquentation du tunnel, et sa valeur DCF passe alors de 26,9 € à 29 €. S'il avait saisi le vrai chiffre, 13,4 %, c'est un chiffre d'environ 36 € qu'il aurait publié. **Un tiers de plus que le prix de l'offre . . .** Voilà factuellement un mensonge bien payant pour ses auteurs.

Modification demandée n° 23

Puisque Portzamparc a indiqué page 33 du projet de note que l'ouverture de la bretelle Schlœsing allait induire une hausse des recettes de 7,4 % en 2023 et de 7,4 % en 2024, il convient de souligner que l'analyste ne prend lui que 3 %, en tout, pour fixer son objectif de cours.

J. Actif net comptable (à titre indicatif), (page 41 du projet de note)

Ce paragraphe donne une information tronquée au lecteur de la note puisque l'actif essentiel de SMTPC, sa concession jusqu'au 18 janvier 2033, ne figure pas à l'actif de son bilan, alors qu'il est bien réel.

Ce paragraphe n'a que pour seul intérêt de permettre au présentateur de présenter une prime de 139 %, oubliant que tout ce qui est excessif est insignifiant.

Modification demandée n° 24

Autant donc ne pas induire en erreur l'actionnaire peu au fait des règles comptables en supprimant ce paragraphe trompeur, ou à tout le moins en faisant indiquer que l'actif net comptable ne prend pas en compte l'actif immatériel qu'est la concession qui fait toute la valeur de l'entreprise puisque les actifs immobilisés devront être transmis au concédant à l'issue de la concession.

K. La valeur des titres SMTPC dans les comptes des initiateurs (page 41 du projet de note)

L'information ici donnée est redondante avec la précédente. En effet SMTPC n'ayant pas de filiale, ne produit pas de comptes consolidés. La quote-part de Eiffage dans les capitaux propres de SMTPC correspond donc à la quote-part de Eiffage dans les capitaux propres sociaux de SMTPC, et donc à l'actif net comptable.

Si ce paragraphe devait être maintenu, il conviendrait de remplacer la quote-part des capitaux propres de SMTPC par le prix de revient des titres SMTPC dans les comptes sociaux de Vinci Concession et d'Eiffage. Mais comme cette information est surtout utile en cas d'offre pouvant entraîner une expropriation, et que Vinci et Eiffage y ont renoncé, ce paragraphe aussi pourrait être supprimé.

Modification demandée n° 25

Autant donc ne pas induire en erreur l'actionnaire peu au fait des règles comptables en supprimant ce paragraphe trompeur, ou en changeant le contenu pour mentionner le prix de revient comptable des titres SMTPC dans les comptes sociaux de Vinci Construction et d'Eiffage

L. L'approche par les multiples des sociétés comparables (page 31 du projet de note)

Cette méthode est écartée par Portzamparc alors qu'elle peut tout à fait être menée à bien, pour autant que l'on prenne soin, comme nous l'avons fait dans notre dossier d'évaluation du 11 novembre, pages 39 à 41, de tenir compte de l'impact sur les multiples des sociétés comparables des différences de durée de concession.

On trouve alors une valeur de l'action SMTPC de 37,7 €. On comprend mieux que Portzamparc ait écarté cette méthode au profit d'un artifice consistant à appliquer une décote de 40 %, rien de moins, aux 28 € à 34 € qu'il a trouvés. Portzamparc affiche ainsi une valeur décotée comprise entre 16,5 € à 20,30 €, dont **le côté totalement artificiel apparaît clairement quand on le compare au cours de 25,5 € du 8 décembre** avant l'abandon de l'expropriation et le relèvement de l'offre à 27 €.

Pour ce faire, Portzamparc mobilise une étude publiée en 2002, fondée sur des données du siècle précédent, jamais mise à jour depuis, sur les décotes de taille. Sur ce point, nous renvoyons au

rapport du groupe de travail de la Société Française des Évaluateurs⁵⁵ qui met 4 conditions à la validité d'une décote de taille :

- 1) la concentration du management sur une ou quelques personnes,
- 2) l'accès limité au financement,
- 3) ainsi qu'une structure de coûts moins favorable
- 4) et une plus grande sensibilité à la conjoncture.

Aucune de ces 4 conditions n'est remplie : le management de SMTPC est assuré par des cadres de Vinci ou d'Eiffage sans qu'il y ait d'homme-clé comme la succession sans à-coup en 2021 de Cécile Gambier par Jérôme Havard l'a montré ; SMTPC a pu lever sans difficulté des financements bancaires de 65,5 M€ en 2019 pour financer la construction de la bretelle Schlœsing représentant les 2/3 de sa capitalisation boursière d'alors ; sa marge d'EBE de 76 % ne caractérise pas une structure de coûts moins favorable car c'est une des plus élevée de France, y compris parmi des autoroutes. Enfin, la crise de la pandémie a montré que SMTPC avait une faible sensibilité à la conjoncture avec une marge d'EBE qui baisse en 2020 de 76 % à 75 % des ventes, malgré des ventes qui chutent de 21%.

La décote de taille que Portzamparc a appliquée à la valeur issue des comparables n'a, au cas particulier, aucun fondement, si ce n'est l'arbitraire, ou cache une décote de liquidité malvenue dans le cas d'une OPAS portant sur 100 % du flottant et qui offre par définition une liquidité à tous les actionnaires qui le souhaiteraient.

Modification demandée n° 26

Soit Portzamparc supprime cette décote de 40 % non justifiée, soit il se contente de dire que la méthode des comparables n'est pas opérante au cas particulier sans citer des chiffres trompeurs.

M. Synthèse (page 42 du projet de note)

La lecture du tableau de synthèse ne peut que faire naître la question de savoir comment Portzamparc et les initiateurs auraient justifié le prix de 21,1 €, si des actionnaires de SMTPC ne s'étaient pas mobilisés pour rompre l'asymétrie d'information et contraindre Vinci et Eiffage à renoncer à leur offre d'expropriation à 21,1 € et relever leur OPAS à 27 €.

Par un coût du capital encore plus déconnecté des réalités du marché ?

Par un plan d'affaires encore plus biaisé à la baisse ?

Probablement par les deux à la fois.

⁵⁵ Primes et décotes dans le cadre des évaluations financières, 2008, page 27.

Annexe 1 : Les ripages de profits au détriment de SMTPC et au bénéfice de Prado Sud

Les faits

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 de 1,4 M€ par an.**

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, inclus 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 pandémie⁵⁶, il est probable que ce montant de 1,4 M€ annuel soit significativement plus élevé aujourd'hui.

Face à cette base de nouveaux coûts récurrents, la facturation à Prado Sud est très insuffisante :

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

Cette situation s'explique par des baisses régulières de la rémunération versée à SMTPC pour l'exploitation du tunnel de Prado Sud :

1. en 2015 de 1000 k€ avec un intéressement, à 700 k€ sans intéressement ; 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,
2. en 2017 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 prévisions de l'annexe 4 de l'avenant 2 du contrat de concession

⁵⁶ 3,556 M de passages en 2014 et 6,477 M en 2019.

Prado Sud pour cette même année (8,8 M€), témoin d'une fréquentation plus importante que prévu,

3. en 2019 de 680 k€ sans intéressement à 610 k€ sans intéressement pour tenir compte de la cession d'une partie du tunnel de Prado Sud à la SMTPC, lui permettant de mener à bien la création de la bretelle Schlœsing. 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 à l'annexe 4 de l'avenant 2 du contrat de concession Prado Sud.

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 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 pour 2019 en 2016, 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 %⁵⁷.

La comparaison avec la situation similaire de l'A65

L'A65 est une autoroute détenue par Eiffage à 65 % et Sanef à 35 %, exploitée par Sanef Aquitaine (filiale à 100 % de Sanef), et pour laquelle Eiffage a annoncé fin août l'acquisition des 35 % de Sanef et des 100 % de la société d'exploitation. La marge d'exploitation de Sanef Aquitaine, qu'Eiffage considère donc comme normale puisqu'il l'a acceptée pendant des années, 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 donc de l'ordre de 1,5 M€⁵⁸.

Ce chiffre de 1,5 M€ est d'autant plus crédible que c'est exactement celui que l'on trouve lorsque que l'on retient 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 %⁵⁹ du chiffre d'affaires. C'est un prix de marché entre parties indépendantes et bien informées. 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 par un tiers d'une autoroute qu'il possède, 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 %⁶⁰ sur Prado Sud, quand le minoritaire n'est pas un professionnel du secteur comme Sanef, mais des investisseurs en Bourse ? Et ce alors que SMTPC a longuement disserté dans son courrier du 6 septembre 2021 sur les contraintes d'exploitation des tunnels qui devraient donc, logiquement, conduire à des coûts

⁵⁷ De 4,844 M en 2016 à 6,477 M en 2019.

⁵⁸ 1,4 M€ x (1 + 9 %) = 1,5 M€

⁵⁹ 8,1 M€ de redevances facturées à l'A65 constituant le chiffre d'affaires 2019 de Sanef Exploitation / le chiffre d'affaires 2019 de l'A65 = 8,1 / 66,5 = 12,2 %. Le chiffre pour 2017 est de 12,4 %, celui de 2018 est de 12,1 %. Celui de 2020, marqué par la pandémie, est de 14,5 %.

⁶⁰ 0,666 / 12,191 = 5,5 %.

d'exploitation plus élevés par rapport au chiffre d'affaires que pour une autoroute à ciel ouvert comme l'A65.

Le 1,5 M€/an est une estimation minimum, et avec une facturation annuelle de charges d'exploitation à Prado Sud réduite à moins de 0,7 M€, **c'est donc a minima 0,850 M€ annuels auxquels SMTPC renonce chaque année, sans aucune contrepartie pour elle.**

C'est-à-dire sur la durée résiduelle de la concession une valeur de 1,1 € par action, comme chiffrée dans la note d'évaluation du 11 novembre, page 49.

Annexe 2 : Plan d'affaires de SMTPC 2019

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										
Bilan										
Actif										
Valeur brute - immobilisations incorporelles et corporelles	202 497	265 911	282 364	297 561	305 000	306 220	306 037	306 681	307 027	307 170
Amortissement de Cédulité (biens non-renouvelables)	(139 177)	(142 861)	(146 094)	(149 616)	(153 206)	(163 762)	(175 723)	(187 706)	(199 688)	(211 600)
Amortissement des Immobilisations incorporelles	(2 763)	(2 956)	(3 150)	(3 336)	(3 448)	(3 448)	(3 448)	(3 448)	(3 448)	(3 448)
Amortissement des Immobilisations corporelles	(10 994)	(11 392)	(11 643)	(12 026)	(12 481)	(12 963)	(13 505)	(14 047)	(14 590)	(15 134)
Immobilisations incorporelles et corporelles	49 563	108 901	121 477	132 593	135 865	126 047	113 361	101 480	89 321	76 989
Stocks nets	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92
Créances clients et comptes rattachés nets	282	204	218	222	236	251	266	271	277	293
Autres créances nettes	1 071	1 071	1 071	1 071	1 071	1 071	1 071	1 071	1 071	1 071
Compte de trésorerie affecté au versement de dividendes	11 091	11 091	11 091	11 091	11 091	9 930	7 662	5 743	5 160	5 546
Compte de trésorerie affecté au financement des nouveaux investissements	-	317	626	928	1 232	-	-	-	-	-
Disponibilités	20 426	141	257	114	365	-	-	-	-	557
Charges à décaler	151	1 618	1 437	1 256	1 126	995	865	734	603	473
Charges Constatées d'Avance	186	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Compte de réserve du service de la dette	2 696	-	-	-	-	6 686	6 686	6 686	6 686	6 686
Total actif circulant	35 996	14 535	14 792	14 775	15 214	19 026	16 643	14 597	13 890	14 718
TOTAL ACTIF	85 559	123 436	136 270	147 358	151 079	145 073	130 003	116 077	103 211	91 707
Passif										
Capital social	17 804	17 804	17 804	17 804	17 804	17 804	17 804	17 804	17 804	17 804
Prime d'émission et de conversion	10 653	10 653	10 653	10 653	10 653	10 653	10 653	10 653	8 511	6 001
Réserve légale	1 780	1 780	1 780	1 780	1 780	1 780	1 780	1 780	1 780	1 780
Autres réserves	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Report à nouveau	17 339	20 128	15 296	13 287	11 438	10 385	5 248	175	-	-
Résultat net de l'exercice	13 880	6 248	9 092	9 242	10 038	5 954	6 019	7 198	7 846	9 575
Capitaux Propres	61 587	56 744	54 745	52 896	51 844	46 707	41 634	37 741	36 041	35 261
Provisions pour obligation de maintien en bon état	2 514	2 655	2 808	2 961	3 114	3 281	3 462	3 644	3 761	3 950
Provision pour engagements sociaux	277	277	277	277	277	277	277	277	277	277
Provisions pour charges	2 791	2 932	3 085	3 238	3 391	3 558	3 739	3 920	4 038	4 227
Crédit Long terme historique	14 719	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Nouveau Crédit Long terme	-	58 325	71 821	85 453	89 639	89 025	78 633	67 887	56 759	45 245
Crédit Relais TVA	-	307	199	204	85	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Emprunts et dettes auprès des établissements de crédit	14 719	58 632	72 020	85 657	89 724	89 025	78 633	67 887	56 759	45 245
Avances reçues des clients	1 167	839	896	911	970	1 033	1 097	1 117	1 142	1 210
Dettes fournisseurs et comptes rattachés	624	719	701	711	722	744	761	754	766	777
Participation des salariés	481	228	300	305	331	200	202	240	261	314
Impôt sur les sociétés à payer	215	(127)	943	63	334	(69)	27	495	272	707
Dettes fiscales et sociales (hors S/participation)	1 555	1 555	1 555	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	1 095	1 095	1 095
Autres dettes	818	818	818	818	818	818	818	818	818	818
TVA à payer	508	2	114	297	395	395	443	456	465	489
TOTAL PASSIF	85 559	123 436	136 270	147 358	151 079	145 073	130 003	116 077	103 211	91 707

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	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Total									
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)	(289 997)	(289 997)	(289 997)
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)	(16 964)	(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 du 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	9 582	-	-
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	-	-
Crédit Long terme historique	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Nouveau Crédit Long terme	33 330	21 004	8 246	0	0	0	0	0	0
Crédit Relais 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	384	406	431	453	501	320	23	0
Impôt sur les sociétés à payer	280	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	500	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	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Total	468 909	23 271	24 723	25 038	26 014	23 855	25 373	26 423	26 921	28 488
Recettes d'exploitation - parcours (TPC seul)	74 493	-	-	-	-	5 143	5 700	5 920	6 016	6 331
Recettes d'exploitation - parcours (TPC □ Schibensing)	90 569	4 473	4 884	5 159	5 514	5 143	4 602	4 770	4 825	5 180
Prestations annexes	16 659	934	910	924	938	952	966	981	995	1 010
Chiffre d'affaires	39 658	28 677	30 517	31 121	32 466	35 092	36 641	38 094	38 757	41 010
□ Frais d'exploitation	(185 678)	(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)	-	-	-	-	-	-	-	(64)	-
Autres Charges nettes des produits	(11 461)	(671)	(641)	(651)	(665)	(683)	(697)	(711)	(722)	(740)
Excédent Brut d'Exploitation	450 304	15 965	19 886	20 320	21 482	23 613	25 103	26 496	26 976	29 075
Amortissement technique	(7 513)	(592)	(444)	(569)	(568)	(482)	(542)	(542)	(543)	(544)
Amortissement de caducité	(159 894)	(3 484)	(3 433)	(3 522)	(3 589)	(10 709)	(12 144)	(12 166)	(12 145)	(12 114)
Reprise / (dotation) travaux P. I. R	2 547	(141)	(153)	(153)	(153)	(167)	(161)	(181)	(118)	(189)
Reprise Produits Constatés d'Avance	34	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Charges à étaler	(1 785)	(117)	(181)	(181)	(130)	(130)	(130)	(131)	(130)	(130)
Charges Constatées d'Avance	(248)	(186)	-	-	-	-	-	-	-	-
Liquidation des stocks	(92)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Liquidation autres créances	(1 071)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
□ résultat d'exploitation	282 280	11 444	15 675	15 894	17 042	12 124	12 105	13 476	14 040	16 098
□ Frais financiers en construction	(7 592)	(1 059)	(2 066)	(2 070)	(2 063)	(333)	-	-	-	-
Intérêts Crêt Long terme (historique)	(500)	(141)	-	-	-	(2 759)	(2 981)	(2 627)	(2 245)	(1 858)
Intérêts Crêt Long terme	(15 736)	-	-	-	-	65	66	54	48	47
Intérêts sur trésorerie	1 288	101	45	47	48	65	66	54	48	47
□ résultat financier	22 540	1 099	2 021	2 023	2 015	3 027	2 915	2 572	2 197	1 811
□ résultat courant avant impôt	22 540	10 346	13 653	13 871	15 027	9 097	9 190	10 903	11 843	14 286
Participation des salariés	(5 714)	(228)	(300)	(305)	(331)	(200)	(202)	(240)	(261)	(314)
IS □ contrib 3 □	(62 912)	(3 870)	(4 261)	(4 324)	(4 858)	(2 943)	(2 970)	(3 465)	(3 737)	(4 397)
□ résultat net	171 113	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										
Revettes d'exploitation - parcours (TPC seul)	468 909	28 903	30 338	30 695	30 828	31 269	32 753	20 695	-	-
Revettes d'exploitation - parcours (TPC □ Schloesing)	74 493	6 993	6 680	6 727	6 865	6 934	7 233	4 551	-	-
Revettes d'exploitation - parcours (TPC □ TPS)	90 569	5 320	5 686	5 824	6 223	6 396	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	45 667	47 913	30 319	-	-
□ Frais d'exploitation	(185 678)	(11 365)	(11 567)	(11 741)	(11 920)	(12 077)	(12 290)	(7 799)	(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)	(521)	-	-
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. I. 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	-
□ Frais financiers en construction	(7 592)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Intér. Its Crédit Long terme (historique)	(500)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Intér. Its Crédit Long terme	(15 736)	(1 458)	(1 046)	(614)	(149)	-	-	-	-	-
Intér. Its sur trésorerie	1 288	49	49	49	50	84	143	189	-	-
□ résultat financier	22 540	1 408	998	566	99	84	143	189	-	-
□ résultat courant avant imp. t	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	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Total	28 017	20 426	141	257	114	365	0	0	0	0
Trésorerie	29 743	15 965	19 886	20 320	21 482	23 613	25 103	26 496	26 976	29 075
Trésorerie à l'ouverture	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Résultat d'Exploitation	(96 985)	(62 990)	(14 932)	(12 342)	(6 071)	(660)	-	-	-	-
Investissements Schloesing	(482)	172	(32)	7	(3)	7	2	(12)	5	(4)
Variation de □□R	(1 181)	(328)	56	15	60	62	65	19	25	68
Variation des avances clients	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Variation dettes fiscales et sociales	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Variation dettes sur immobilisations	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Variation autres dettes	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Variation engagements sociaux	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Variation engagements sociaux	(277)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dépenses incorporelles / corporelles	(13 204)	(393)	(1 202)	(2 194)	(450)	(559)	-	(827)	(529)	(325)
Variation des comptes de TVA sur chiffre d'affaires et co. ts d'exploitation	(846)	(189)	4	1	68	13	48	13	10	33
Variation des comptes de TVA sur investissement	0	(307)	108	(5)	119	85	-	-	-	-
Participation des salariés	(474)	(481)	(228)	(300)	(305)	(331)	(200)	(202)	(240)	(261)
Impôts sur les sociétés et assimilés	(7 287)	(4 212)	(3 191)	(5 203)	(4 387)	(3 332)	(2 888)	(2 997)	(3 961)	(3 963)
Intér. ts sur trésorerie	154	101	45	47	48	65	66	54	48	47
Flux de trésorerie pro et	19 577	52 672	514	345	10 560	18 974	22 196	22 545	22 335	24 670
Intér. ts intercalaires	-	(2 673)	(2 386)	(2 731)	(2 981)	(487)	-	-	-	-
Dépôt sur le compte de trésorerie: financement des investissements Schloesing	-	(24 864)	(4 131)	(1 743)	(5 170)	(365)	-	-	-	-
Retrait sur le compte de trésorerie: financement des investissements Schloesing	-	24 546	3 822	1 440	4 866	13	-	-	-	-
Liquidation de la trésorerie affectée au financement	-	-	-	-	-	1 585	-	-	-	-
Variation du Comptes Réserve du Service de la Dette	649	2 696	-	-	-	(6 686)	-	-	-	-
Variation du Crédit Relais TVA	-	307	(108)	5	(119)	(85)	-	-	-	-
Variations du Crédit Long terme	-	58 325	13 495	13 632	4 185	7 820	-	-	-	-
Trésorerie disponible pour le service de la dette	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 de la dette</i>	<i>48 243</i>	<i>26 091</i>	<i>11 348</i>	<i>11 206</i>	<i>11 457</i>	<i>21 124</i>	<i>22 196</i>	<i>22 545</i>	<i>22 335</i>	<i>24 670</i>
Intér. ts du Crédit Long terme historique	(960)	(141)	-	-	-	-	-	-	-	-
Principal du Crédit Long terme historique	(5 275)	(14 719)	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Trésorerie disponible pour le service du Nouveau Crédit Long terme</i>	<i>42 608</i>	<i>11 232</i>	<i>11 348</i>	<i>11 206</i>	<i>11 457</i>	<i>21 124</i>	<i>22 196</i>	<i>22 545</i>	<i>22 335</i>	<i>24 670</i>
Intér. ts du Nouveau Crédit Long terme	-	-	-	-	-	(2 759)	(2 981)	(2 627)	(2 245)	(1 858)
Principal du Nouveau Crédit Long terme	-	-	-	-	-	(8 434)	(10 392)	(10 746)	(11 127)	(11 514)
Affectation au compte de distribution	(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	11 091	11 091	11 091	11 091	11 091	11 091	11 091	11 091	9 545	10 355
<i>Trésorerie disponible pour le versement de dividende</i>	<i>31 517</i>	<i>11 232</i>	<i>11 348</i>	<i>11 206</i>	<i>11 457</i>	<i>11 091</i>	<i>11 091</i>	<i>11 091</i>	<i>9 545</i>	<i>10 912</i>
Versement de dividende	(11 091)	(11 091)	(11 091)	(11 091)	(11 091)	(11 091)	(11 091)	(11 091)	(9 545)	(10 355)
Dividende de liquidation	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Trésorerie en fin de période	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	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Total	557	9	380	600	8 958	19 353	27 510	19 254	310
Trésorerie									
Trésorerie à l'ouverture	28 457	31 375	31 783	32 277	32 808	34 803	19 146	5	-
Résultat d'Exploitation	450 304	29 457	31 375	32 277	32 808	34 803	19 146	5	-
Investissements Schloesing	(96 985)	-	-	-	-	-	-	-	-
Variation de □□R	(482)	(2)	7	7	7	(2)	(379)	(131)	-
Variation des avances clients	(1 181)	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)	(940)	(1 355)	(40)	(502)	-	-	-
Variation des comptes de TVA sur chiffre d'affaires et co. ts d'exploitation	(846)	1	43	(11)	34	18	(439)	(145)	-
Variation des comptes de TVA sur investissement	0	-	-	-	-	-	-	-	-
Participation des salariés	(6 188)	(314)	(384)	(406)	(431)	(453)	(501)	(320)	(23)
Impôts sur les sociétés et assimilés	(82 912)	(5 128)	(6 027)	(5 923)	(6 328)	(6 648)	(5 379)	(817)	(287)
Intér. ts sur trésorerie	1 288	49	49	50	84	143	189	-	-
Flux de trésorerie pro et	246 048	24 834	24 550	24 660	26 156	27 421	11 592	5 529	310
Intér. ts intercalaires	(11 268)	-	-	-	-	-	-	-	-
Dépôt sur le compte de trésorerie: financement des investissements Schloesing	(36 273)	-	-	-	-	-	-	-	-
Retrait sur le compte de trésorerie: financement des investissements Schloesing	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	24 834	24 550	31 346	26 156	27 421	11 592	5 529	310
<i>Trésorerie disponible pour le service de la dette historique</i>	<i>(500)</i>	<i>24 187</i>	<i>24 929</i>	<i>31 946</i>	<i>35 114</i>	<i>46 774</i>	<i>39 102</i>	<i>13 726</i>	<i>0</i>
Intér. ts du Crédit Long terme historique	(19 994)	-	-	-	-	-	-	-	-
Principal du Crédit Long terme historique	24 187	24 843	24 929	31 946	35 114	46 774	39 102	13 726	0
<i>Trésorerie disponible pour le service du Nouveau Crédit Long terme</i>	<i>(15 736)</i>	<i>(1 458)</i>	<i>(6 14)</i>	<i>(149)</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>-</i>
Intér. ts du Nouveau Crédit Long terme	(97 459)	(11 915)	(12 758)	(8 246)	-	-	-	-	-
Principal du Nouveau Crédit Long terme	(227 897)	(10 805)	(10 957)	(14 594)	(15 761)	(19 264)	(19 848)	(11 401)	-
Reprise du compte de distribution	227 897	10 805	10 665	11 675	14 594	15 761	17 699	26 976	-
Affectation au compte de distribution	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Trésorerie disponible pour le versement de dividende</i>	<i>(210 327)</i>	<i>10 815</i>	<i>11 471</i>	<i>20 633</i>	<i>33 947</i>	<i>43 272</i>	<i>36 954</i>	<i>29 300</i>	<i>0</i>
Versement de dividende	(19 585)	(10 805)	(10 665)	(11 675)	(14 594)	(15 761)	(17 699)	(9 405)	-
Dividende de liquidation	-	-	-	-	-	-	-	(19 585)	-
Trésorerie en fin de période	98 235	9	600	8 958	19 353	27 510	19 254	310	0

