

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

Pascal Quiry  
22 janvier 2022

### Synthèse

Saluons d'abord l'expert indépendant tant il est rare d'en rencontrer qui refusent d'attester l'équité d'une offre pouvant induire une expropriation à 21,1 € et qui conduisent leur client à hausser leur prix de 28 %, à 27 €, sans option de retrait de cote pour 12 mois. Il est vrai qu'il a été aidé par un marché qui prend progressivement conscience de la valeur intrinsèque de l'action SMTPC et qui continue à le faire depuis la remise du projet de rapport de l'expert, à l'instar du seul analyste suivant SMTPC depuis des années, Gilbert Dupont. Ce dernier, pourtant lié à SMTPC par un contrat de liquidité, a changé sa recommandation vendredi 14 janvier après la publication du chiffre d'affaires du T4 2021 : Conserver est devenu Accumuler avec un objectif de cours à 31 € et un DCF à 33,6 €. Bravo aussi à cet analyste pour son courage et sa lucidité.

Saluons aussi l'évolution de la gouvernance des offres, souhaitée et mise en œuvre par l'AMF qui, dans le cadre de la commission Suet-Philipponnat, a donné à l'expert indépendant une vraie obligation de dialogue avec l'ensemble des actionnaires grands ou petits.

Les travaux de l'expert indépendant jettent une lumière naturellement plus crue que celle apportée par le présentateur sur le plan d'affaires de SMTPC. Bien que communiqué plus de 200 jours après l'annonce de l'opération, ce qui fait office de plan d'affaires est en fait un compte de résultat prévisionnel, sans bilan prévisionnel, et selon toute vraisemblance sans tableau de flux prévisionnel permettant d'assurer la cohérence des 3 documents entre eux. Étrange pour la filiale de deux des plus grands groupes français, alors même que la convention de crédit lui fait l'obligation de maintenir à jour un modèle financier et de le transmettre annuellement aux banques. Étrange quand le plan d'affaires de 2019, qui est dans le domaine public, contient bien ces 3 documents. SMTPC a-t-elle affirmé par écrit qu'il n'existait pas d'autre plan d'affaires que celui transmis à l'expert indépendant ?

Face à ce document, **et fait unique pour les offres annoncées en 2021**, l'expert s'est senti le devoir de **développer un scénario alternatif plus optimiste** pour le trafic et les marges que celui présenté par les dirigeants de SMTPC. Il est vrai que ces derniers, en choisissant de s'appuyer sur les projections de fréquentation réalisées par un consultant pour le compte du syndicat bancaire finançant la construction de la bretelle Schlœsing, ont fait évidemment le choix le plus conservateur : les prêteurs sont rarement par construction les plus objectifs des bâtisseurs de plan d'affaires puisqu'ils veulent mesurer leurs risques, ce sont donc les plus prudents. Toutefois, au cas particulier, le plan d'affaires est utilisé dans le cadre d'une offre publique et doit refléter une vision loyale et non biaisée du futur . . . Chacun comprend mieux pourquoi le cours de Bourse (29 €) est significativement au-dessus du prix de l'offre (27 €) malgré son récent relèvement de 28 %, et pourquoi le DCF de Gilbert Dupont est à 33,6 €.

Si BM&A est lucide et courageux, il n'en est pas pour autant inconscient. Heurter frontalement deux des plus grands groupes français à qui il a déjà fait renoncer à l'expropriation et hausser leur prix d'offre de 28 %, est compliqué, même s'il se sait observé de près par des minoritaires vigilants. Alors il joue sur le plan d'affaires alternatif et sur le taux d'actualisation.

**Sur le plan d'affaires alternatif**, les variations par rapport au plan d'affaires officiel sont bien faibles, mais il sait que les minoritaires monteront au créneau sur ce point pour prendre son relais sur un terrain où il n'est pas le mieux placé. En effet, alors que la direction de SMTPC s'est illustrée par des sous-estimations avérées de prévisions de trafic de 15 % et plus (16 % pour 2019 par exemple), il teste un timide 1,5 % de trafic supplémentaire par rapport aux chiffres de SMTPC, tout en gardant le même taux de croissance du trafic/CA que SMTPC alors que celui, à 1,5 % en moyenne, est deux fois inférieur à celui du plan d'affaires de 2019 (3%). L'écart entre ces deux chiffres peut sembler relever du détail. Il n'en est rien quand on raisonne sur 11 ans cumulés comme ici (l'écart atteint alors 18 % en dernière année), écart que l'on va retrouver à 75 % en résultat avant impôt, compte tenu de la marge d'EBE qui est l'une des plus fortes de France.

Par ailleurs, alors que SMTPC a frappé très fort dans son plan d'affaires 2021 en multipliant fort opportunément par 4 ses prévisions d'investissements (24 M€ contre 6 M€) par rapport au plan de 2019, l'expert les réduit à seulement 18 M€. Enfin, alors que le plan d'affaires de 2019 prévoyait une baisse des frais d'exploitation de 7 points du CA, SMTPC les fait progresser en 2021 de 2 points, et l'expert ne neutralise que la fraction de ces charges non identifiées (sic), comme si toutes les charges ne devaient pas être identifiées dans un tunnel exploité depuis 28 ans par le même opérateur, filiale de deux spécialistes mondiaux des autoroutes.

Au total, je continue d'estimer à environ **6 €** l'impact de ce plan d'affaires biaisé sur la valeur de l'action.

**Sur le taux d'actualisation**, BM&A continue d'éviter de froisser ses deux puissants clients. Il les satisfait même en prenant pour le haut de sa fourchette de taux d'actualisation 7,6 %, qui correspond idéalement au chiffre que les autoroutiers ont toujours réclamé dans leurs négociations avec les pouvoirs publics, sans pouvoir en apporter la moindre démonstration<sup>1</sup>. Pour cela, il est obligé de retenir comme bêta de l'actif économique de SMTPC **0,79**, soit quasiment le bêta moyen de l'actif économique des sociétés cotées, comme si le risque d'une concession autoroutière était celui de la moyenne des activités économiques, alors que chacun sait que les infrastructures font partie des actifs les moins risqués existants. Ainsi, au moment de l'introduction en Bourse de SMTPC, il avait été retenu **0,44**, et l'introduction avait été massivement sursouscrite avec un cours en progression de 23 % dans les six mois suivants, validant largement ce chiffre.

En revanche, c'est dans les annexes que l'expert donne tous les éléments qui permettent de rétablir la vérité de l'évaluation avec des alternatives testées. On y apprend qu'Eiffage a utilisé un coût du capital de **4,8 %** pour racheter il y a 6 mois le minoritaire de l'A65. Mais quand le minoritaire s'appelle SANEF, il est plus difficile à berner que des investisseurs individuels ou financiers à qui l'on présente un taux de 6,8 %. A cette aune, l'action SMTPC vaut **34,8 €**, et non les 26,6 € du corps du rapport, une fois corrigée des 6 € du plan d'affaires où l'on a vu que les dirigeants de SMTPC se sont une nouvelle fois illustrés par leur absence de loyauté.

On y apprend que mon collègue de l'Université de New York, Aswath Damodaran, cité 22 fois par l'expert, calcule un coût du capital pour SMTPC de **4,3 %**. A cette aune, l'action SMTPC vaut **35,8 €** et non les 26,6 € du corps du rapport, une fois corrigée des 6 € du plan d'affaires de SMTPC, dont même un débutant en finance verrait qu'il est systématiquement biaisé.

On n'y apprend pas, et c'est bien dommage que l'expert ait écarté cette référence majeure sous un prétexte futile, que l'application du coût du capital utilisé par Vinci pour tester les goodwill

---

<sup>1</sup> Rapport de la commission d'enquête du Sénat sur le contrôle, la régulation et l'évolution des concessions autoroutières, page 185, septembre 2020.

de ses autoroutes françaises (6,4 % avant impôt correspondant à **3,2 %** après impôt<sup>2</sup>) conduit à une valeur de **38,2 €**, toujours corrigés des 6 € du plan d'affaires 2021 si différent sur des points clés de celui de 2019.

C'est donc **une valeur totale de l'ordre de 36 € que l'on reconstitue en creux des travaux de l'expert**, alors que j'estime la valeur intrinsèque de l'action entre 37,5 et 40 €. Pas étonnant que l'expert ait refusé d'attester l'équité d'une expropriation à 27 €, et que Vinci et Eiffage doivent se contenter d'une offre sans retrait de cote après avoir affiché l'ambition de le mettre en œuvre à 21,1 €. Pas étonnant que ceux qui savent lire et qui ont feuilleté le rapport de l'expert indépendant propulsent le cours largement au-dessus du prix de l'offre depuis sa parution. Les autres n'ont que le site [www.actionnairesminoritairesSMTPC.fr](http://www.actionnairesminoritairesSMTPC.fr) et l'AMF pour les éclairer.

Que fera l'AMF ?

L'AMF pourrait considérer que nul n'est forcé d'apporter ses titres maintenant que l'expert indépendant a obtenu l'absence de retrait de cote. Et puis qu'il y aura probablement une offre de second tour avant l'ouverture de la bretelle en juillet 2023. Comme les minoritaires vigilants détiennent plus de 10 % du capital, ils pourraient être en mesure d'imposer à Vinci et Eiffage un prix à la valeur intrinsèque, ce qui résoudrait alors tout seul le problème.

Dans ce cas, elle demandera à SMTPC et à l'expert indépendant de reprendre les 35 points de cette note détaillés plus loin afin que les principes de bonne information et de loyauté soient respectés, et que chacun comprenne clairement l'enjeu de cette offre de premier tour, en attendant sereinement la seconde.

Nous pensons pour notre part que l'AMF devrait mettre le holà à ce tour de passe-passe de l'offre à deux tours : au premier tour l'initiateur acquiert ce qu'il peut acquérir à un prix au rabais. Puis, un an après, une nouvelle offre à la valeur intrinsèque, supérieure à la précédente de plus 40 % (SMTPC en janvier 2023 avant l'ouverture de la bretelle Schœsing ?), de plus 72 % (Devoteam, en novembre 2021, un an après la première offre), ou de plus 123 % (Groupe Open, en janvier 2022, 13 mois après la première offre), est lancée au profit de ceux qui ont compris et n'ont pas apporté à la première offre.

Si l'AMF voulait envoyer un signal clair et net pour mettre fin à cette pratique, qui ne grandit pas la place, ce dossier lui fournit la meilleure occasion possible : les initiateurs étant en offre obligatoire, ses pouvoirs en matière d'appréciation du prix sont plus importants. Or les aspects financiers sont extrêmement critiquables : des prévisions d'investissements multipliées par 4 en deux ans ; un BFR qui bondit sans raison d'une moyenne historique de - 14 % à + 7 % des ventes ; des frais d'exploitation, qui devaient baisser en pourcentage du chiffre d'affaires de 7 points dans le plan de 2019, grimpent soudainement de 2 points dans celui de 2021 ; des taux d'actualisation plus élevés qu'en mai 2004 ; des ripages avérés de résultat de SMTPC vers une filiale à 100 % des initiateurs. Sans compter que le surcoût pour arriver à la valeur intrinsèque représente pour Vinci seulement 0,2 % de la **hausse** de sa capitalisation boursière depuis l'annonce de l'offre en décembre dernier, et 1 % pour d'Eiffage (12 M€ chacun).

L'AMF peut-elle accorder sa conformité à une offre à 27 €, soit 2 € en dessous du cours de Bourse qui dépasse les 29 € depuis la publication du chiffre d'affaires du T4 ; alors que les échanges sur le dernier mois à 6 % du flottant sont deux fois plus élevés qu'avant l'annonce de l'offre,

---

<sup>2</sup> Le taux d'actualisation après impôt n'équivaut pas en effet au taux d'actualisation avant impôt multiplié par (1 – taux d'impôt). Voir page 18 de cette note.

montrant que le cours n'est pas dénué de sens ? La conformité peut-elle être donnée à une offre à 27 €, soit 6,6 € en dessous du DCF (33,6 €) de l'analyste couvrant la valeur dans le cadre d'un contrat de liquidité, alors que contrairement à d'autres dossiers (EPC), il n'y a pas de transactions avec un tiers qui viendrait valider le prix de l'offre, et des doutes multiples et avérés sur la loyauté du plan d'affaires 2021 ?

Il est peu vraisemblable qu'une partie prendra le risque d'attaquer publiquement une décision de non-conformité de l'AMF dans une offre obligatoire avec un dossier financier aussi critiquable, qui viendrait alors sur la place publique.

L'AMF devrait, selon nous, conditionner sa conformité au relèvement du prix de cette offre obligatoire à 34 € par action, soit le niveau du DCF de l'analyste financier suivant SMTPC dans le cadre d'un contrat de liquidité, afin d'éviter une offre à deux tours spoliatrice au premier tour des milliers d'investisseurs mal informés qui y participeront. Serait ainsi évité une situation à la Groupe Open, où la moitié du flottant est venu en décembre 2020 à une offre à 15 €, attestée équitable par l'expert, avant qu'en janvier 2022 les mêmes initiateurs proposent 33,5 €, de facto essentiellement au profit d'actionnaires institutionnels que l'attestation d'équité n'avait pas convaincus.

**Tables des modifications demandées : les modifications demandées les plus importantes ont un numéro sur fond bleu.**

Modification demandée n°	Objet	Nature	Impact sur la valeur de l'action	Page de la note
1	Économies liées au changement de compartiment boursier	Montant à indiquer		6
2	Abandon du code Middledent	Expliquer l'abandon du code de gouvernance		7
3	Prime/décote	Correction d'une erreur factuelle		7
4	Changement de gouvernance	Correction d'une erreur factuelle		8
5	Autres fonctions du DG de SMTPC	Compléter avec ses fonctions chez Vinci et Prado Sud qui pèsent sur son objectivité d'auteur du plan d'affaires SMTPC		8
6	Durée de la concession de Prado Sud	Correction d'une erreur factuelle		8
7	Évolution des charges de personnel	Correction d'une erreur factuelle		9
8	Précisions sur le BFR	Correction d'une erreur factuelle		10
9	Impact de la rocade L2 sur le trafic 2021 et 2022	Challenger le point de vue du management qui ne correspond pas aux chiffres publiés		10
10	Confinement 2021	Correction d'une erreur factuelle		11
11	Partage de la recette entre SMTPC et Prado Sud	Détailler les explications, en particulier chiffrées, pour qu'elles soient compréhensibles pour le lecteur qui sera ainsi à même de mesurer l'impact considérable de l'ouverture de la bretelle Schlœsing sur SMTPC en volume et en prix		12
12	Impact de l'ouverture de la bretelle Schlœsing sur les recettes SMTPC	Correction d'une erreur factuelle		12
13	Montant des frais d'exploitation	Expliquer pourquoi ils baissent de 7 de points de chiffre d'affaires dans le plan de 2019 et montent maintenant de 2 points de CA dans celui de 2021	1,5 €	13
14	Montant des investissements	Expliquer pourquoi ils étaient de 6,3 M€ dans le plan de 2019 et sont maintenant 24 M€ dans celui de 2021	1,3 €	14
15	Plan d'affaires	Construire un vrai plan alternatif, avec des hypothèses cohérentes avec celles de 2019 sur les investissements, le taux de croissance et les frais d'exploitation	Environ 6 € par action	15
16	Notes d'analyse de Gilbert Dupont	Prendre en compte celle du 14 janvier 2022 qui corrige le taux d'IS retenu dans les précédentes notes citées à 32% (26 % dorénavant) et intègre les effets de l'ouverture de la bretelle Schlœsing dans les projections financières		16
17	Méthodes des comparables	Expliquer pourquoi seules les notes de 4 brokers ont été utilisées sur les 12 utilisables		16
18	Spéculation sur le cours de Bourse	Clarifier le propos, voire le modifier, compte tenu de la note Gilbert Dupont du 14 janvier 2022		17
19	Impact des Gilets jaunes sur le trafic T4 2018	Corriger une remarque qui ne correspond pas à ce que le management écrivait à l'époque		17
20	Billets Boursorama	Ne citer que des billets qui sont visibles sur Boursorama		18
21	Achats d'Amiral et de Quirites	Réécrire pour clarifier et supprimer des insinuations trompeuses et fausses		18
22	Plan de financement, bilan, tableaux de flux de trésorerie	Expliquer pourquoi ces éléments standards dans un plan d'affaires n'ont pas été donnés à l'expert par les directions financières de Vinci et d'Eiffage		19
23	Valeur terminale	Y a-t-il des actifs qui ne seront pas remis gratuitement à la concédante à l'issue de la concession ?		20
24	Reconduction de la concession	Tester un scénario probabilisé de reconduction de la concession		21
25	Taux d'actualisation	Que les taux mentionnés en annexe 8, utilisé par Eiffage pour acquérir les minoritaires de l'A65, par A.Damodaran, par Vinci pour calculer les dépréciations de goodwill, que celui qui avait été utilisé à l'introduction en bourse et mis à jour, apparaissent dans le corps du texte sur un même pied d'égalité que ceux utilisés par l'expert.	de 2 à 5,6 €	23
26	Technique d'actualisation	Que des flux se produisant à demi-année après la date de l'évaluation soient actualisés avec un coefficient de 6 mois et non d'un an	1 €	24
27	Actionnaires minoritaires	Faire apparaître mon nom et non un pseudonyme		24
28	Actionnaires minoritaires	Changer la présentation d'un tableau pour éviter l'ambiguïté d'une fausse attribution		25
29	Actionnaires minoritaires	Modifier une phrase pour la préciser		25
30	Actionnaires minoritaires	Compléter d'une phrase une explication erronée sur des données parcellaires		25
31	Prime/décote	Correction d'une erreur factuelle		26
32	Plan d'affaires	Tester une ouverture plus tôt qu'annoncé de la bretelle Schlœsing à l'instar de ce qui s'est produit pour les 2 tunnels précédents		27
33	Plan d'affaires	Donner les hypothèses de BFR retenues	0,8 €	27
34	Plan d'affaires	Préciser le taux d'intérêt de la rémunération de la trésorerie jusqu'en 2033, alors qu'une inflation de 2,1 % l'an est postulée jusqu'en 2033		28
35	Plan d'affaires	Préciser le traitement retenu des ripages de résultats de SMTPC au profit de Prado Sud	1,1 €	28

## Première Partie : Commentaires sur le projet de note en réponse

Dans la partie A, au milieu de la page 15, le conseil d'administration de SMTPC indique :

« 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 troisième alinéa du paragraphe 1.1.3, page 5, 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 actionnariat 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 paraît donc nécessaire de supprimer ces 3 mots « le cas échéant » en page 15, 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) d'expliquer pourquoi cette économie n'a pas été prise en compte dans le plan d'affaires servant à estimer la valeur de l'action SMTPC, comme l'expert le mentionne § 3.3.3.3 de son rapport.**

### En haut de la page 16, 2nd alinéa

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.

Ce mouvement va à contre-courant 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 prévu<sup>3</sup>. 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 en réponse.**

### *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.*

#### **En haut de la page 18, 1<sup>er</sup> alinéa**

*« Cette méthode conduit à une valeur centrale de 28,32 €, qui extériorise une décote de 4,7 % par rapport au prix d'Offre. »*

L'offre étant à 27 €, une méthode (les comparables boursiers en l'occurrence) qui aboutit à une valeur de 28,32 € ne peut pas extérioriser une **décote** de **4,7 %** par rapport au prix d'Offre de 27 €. En effet  $28,32 / 27 - 1 = + 4,9 \%$  et non pas  $- 4,7 \%$ .

La méthode des comparables conduit bien à une valeur **supérieure** (28,32 €) au prix de l'offre (27 €), et non pas **inférieure** comme le dit le texte.

### *Modification demandée n° 3*

*Cette phrase doit donc être corrigée en : « Cette méthode conduit à une valeur centrale de 28,32 €, sur laquelle le prix d'Offre fait apparaître une décote de 4,7 %. »*

---

<sup>3</sup> Mon premier courrier à Vinci et Eiffage, 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.

## Seconde partie – Commentaires sur le rapport de l'expert indépendant

### En page 5 du rapport de l'expert indépendant, 4<sup>ème</sup> alinéa

Il est indiqué : « Pour les 12 mois à venir, les Initiateurs n'envisagent de modifier ni la stratégie de la Société, ni la politique de la Société en matière d'emploi et en matière d'organisation juridique<sup>3</sup>, ni la gouvernance de la société<sup>4</sup>. »

Les changements de gouvernance annoncés (réduction du nombre d'administrateurs indépendants, abandon du respect d'un code de gouvernance, 11 ans après avoir adopté celui de Middledent), sont certains compte tenu de la détention par Vinci et Eiffage de 66 % des droits de vote de SMTPC. On ne peut donc dire que les Initiateurs n'envisagent pas de modifier la gouvernance de la Société, même avec un renvoi à une note de bas de page qui évoque une possibilité qui est en fait une certitude.

#### *Modification demandée n° 4*

*Supprimer la fin de la phrase « ni la gouvernance de la société<sup>4</sup> ».*

### En page 7 du rapport de l'expert indépendant, § 2.4, 5<sup>ème</sup> alinéa

Les autres fonctions de Jérôme Havard à Prado-Sud et chez Vinci ne sont pas indiquées, alors qu'elles le sont pour Pierre Rimattéi. Jérôme Havard est Président du directoire de Prado-Sud (détenue à 100 % par Vinci et Eiffage), et titulaire d'un contrat de travail avec Vinci Concessions, ces dernières fonctions étant susceptibles d'influencer son jugement, en particulier dans la construction du plan d'affaires de SMTPC.

#### *Modification demandée n° 5*

*Ajouter dans un renvoi de bas de page, après la fonction de directeur général de Jérôme Harvard, que celui-ci est aussi Président du directoire de Prado-Sud (détenue à 100 % par Vinci et Eiffage), et titulaire d'un contrat de travail avec Vinci Concessions.*

### En page 11 du rapport de l'expert indépendant, § 3.1.2, 5<sup>ème</sup> ligne

La durée de la concession sur Prado-Sud est de 47 ans et non de 46 ans et son échéance est 2055, et non 2054, depuis l'avenant n°1 au contrat de concession en date du 20 septembre 2013. Voir par exemple <https://www.vinci-concessions.com/infrastructure/tunnel-du-prado-sud>

#### *Modification demandée n° 6*

*Corriger 46 ans en 47 ans et 2054 en 2055.*

### En page 13 du rapport de l'expert indépendant, dernier §

Il est écrit : « *Les charges sont principalement constituées de charges de personnel (en hausse ces dernières années, passant de 12 à 14 % du chiffre d'affaires)* ».

Cette phrase ne semble pas correspondre à la réalité. En effet, voici comment dans les comptes de SMTPC, les frais de personnel ont évolué :

en 000 €	2018	2019	2020	S1 2021
Salaires	2 816	2 684	2 483	1 386
Charges sociales	1 601	1 206	1 137	656
Salaires + Charges sociales	4 417	3 890	3 620	2 042
Chiffre d'affaires	38 304	35 350	27 911	14 969
Salaires + Charges sociales, en % du chiffre d'affaires	11,5%	11,0%	13,0%	13,6%

Source : Rapports annuels SMTPC

En fait, les frais de personnel ont **baissé** en montant absolu sur la période étudiée par l'expert indépendant de 4,4 M€ à 3,6 M€ en 2020, et à 4,0 M€ en annualisant le premier semestre 2021, malgré leur caractère de coûts fixes. Leur hausse relative en pourcentage du chiffre d'affaires n'est dû qu'à une baisse **temporaire** du chiffre d'affaires en raison de la pandémie. Ainsi leur montant au S2 2021 (pris par hypothèse identique à ceux du premier semestre), rapporté au chiffre d'affaires du second semestre 2021 (17,56) donne un ratio de 11,6 %, similaire à celui de 2018.

#### Modification demandée n° 7

**Remplacer** : « *(en hausse ces dernières années, passant de 12 à 14 % du chiffre d'affaires)* » par « *en recul en montant absolu, et stable en montant relatif une fois pris en compte l'impact non récurrent de la pandémie sur le chiffre d'affaires.* »

### En page 14 du rapport de l'expert indépendant, avant-dernier §

Il est écrit : « *La diminution du résultat en 2020 est compensée par un effet positif de variation de BFR (+6 m€), la Société passant à nouveau en situation d'EFR en 2020 après avoir été en situation de BFR en 2019, résultant de l'existence d'un crédit de TVA significatif généré par le rachat de tronçon Prado-Sud.* »

SMTPC a acquis de Prado Sud fin 2019 un tronçon de son tunnel pour un coût de 49,8 M€ HT, générant un crédit de TVA de 9,9 M€ qui lui a été remboursé en début 2020<sup>4</sup>. On ne peut pas dire que son BFR est devenu positif en 2019 de ce fait, alors qu'il a toujours été historiquement négatif. Il s'agit d'une opération bien sûr exceptionnelle qui n'a pas sa place dans le flux de trésorerie des opérations d'exploitation, mais dans ceux des opérations d'investissement. On ne peut en effet pas qualifier de créance d'exploitation une créance de TVA sur acquisition d'immobilisations, même si SMTPC s'est permis cette qualification erronée dans ses comptes 2019.

<sup>4</sup> Voir la réponse à la question n°4 de l'AG du 10 juin 2020.

### **Modification demandée n° 8**

**Corriger le tableau de financement pour donner une vision économique correspondant à la réalité de cette opération exceptionnelle, en faisant riper cette variation de BFR de l'exploitation à l'investissement, et en supprimant la seconde phrase de ce paragraphe qui devient inutile.**

#### **En page 16 du rapport de l'expert indépendant, dernier §**

Il est écrit : « L'éclatement de la crise sanitaire masque l'effet de la L2 sur le trafic 2020 et 2021. Il n'est donc pas possible de vérifier si les pertes de trafic au profit de cette itinéraire on atteint alors le point d'équilibre en 2019 ou non. L'opinion du management de la SMTPC est que l'effet négatif de la L2 sur le trafic TPC se poursuivra en 2021 et 2022 ».

Ces affirmations font abstraction de l'évolution de la fréquentation au T4 2019 et sur les deux premiers mois de 2020, où la fréquentation du tunnel était repartie à la hausse : + 4,4 %<sup>5</sup>, puis accélération à + 5,5 %<sup>6</sup>. On peut donc douter de la pertinence de l'opinion du management sur l'impact de la L2 sur le trafic en 2021 et 2022, alors que ce risque n'est plus mentionné dans le rapport annuel 2020 parmi les nombreux facteurs de risques auxquels est confronté SMTPC (pages 31 à 34).

On peut en douter d'autant plus que le 12 avril 2021, Cécile Cambier, alors directrice générale de SMTPC, m'a oralement indiqué que la généralisation des GPS dans quasiment toutes les voitures faisait que l'ajustement des parcours à des nouvelles possibilités moins chères ou plus rapides se faisait dorénavant très rapidement. Ce qui explique que dans le plan d'affaires de 2019, la montée de la fréquentation du tunnel SMTPC due à l'ouverture de la bretelle Schlœsing, s'enregistre pendant 3 ans et pas pour une durée plus longue. Dans le plan d'affaires 2021, cette durée a été réduite à 2 ans<sup>7</sup>. Or l'ouverture du dernier tronçon de la L2 date d'il y a plus de 3 ans (25 octobre 2018).

### **Modification demandée n° 9**

**Indiquer factuellement les chiffres d'évolution du trafic au T4 2019 (+ 4,4 %) et sur les 2 premiers mois de 2020 (+ 5,5 %) après l'expression de l'opinion du management.**

#### **En page 17 du rapport de l'expert indépendant, premier §, première ligne**

Il est indiqué : « et ce malgré un confinement d'un mois au 1er trimestre 2021 ». Les dates de ce confinement sont du 3 avril au 3 mai.

---

<sup>5</sup> Communiqué de presse du 16 janvier 2020.

<sup>6</sup> Premier § de la page 35 du rapport annuel 2020.

<sup>7</sup> Projet de note d'offre, page 33.

## Modification demandée n° 10

Changer « au 1er trimestre 2021 » en « en avril 2021 ».

### En page 18 du rapport de l'expert indépendant, § 3.3.1.5, second alinéa

Il est indiqué : « C'est pourquoi le prix moyen perçu par la SMTPC en 2020 sur l'intégralité de son trafic n'a été que de 2,30 € ». Le chiffre de 2,30 € est juste, mais il est HT puisque c'est ce que SMTPC enregistre en chiffre d'affaires. Toutes taxes comprises, il est de 2,76 € (taux de TVA de 20 %), soit le prix moyen mentionné au paragraphe précédent. Autrement dit l'effet mix tunnel n'est pas du tout expliqué dans ce paragraphe, contrairement à son objectif. **Or cet effet est crucial pour la compréhension de la situation qui amène l'offre en cours.**

Ce qu'il convient de présenter est la répartition du prix payé de 5,20 € pour un trajet Prado Carénage + Prado Sud, entre ce qui revient à SMTPC, et ce qui revient à Prado Sud. Des 5,20 € du trajet combiné, le montant qui revient à SMTPC est de 2,60 € TTC<sup>8</sup> (inférieur à 2,90 € prix du trajet du tunnel SMTPC seul), et le montant qui revient à Prado Sud est de 2,60 € (supérieur à 2,30 €, prix du seul trajet tunnel de Prado Sud). Sinon il n'y aurait pas d'effet mix tunnel.

Or cet effet-ci existe bien et constitue probablement l'une des raisons de la volonté initiale de retirer SMTPC de la cote : permettre à Vinci et Eiffage de se renforcer dans le tunnel qui va bénéficier, du fait de l'ouverture de la bretelle Schlœsing, d'un afflux de recettes (SMTPC), au détriment de l'autre tunnel qu'ils contrôlent à 100 % et qui va perdre du chiffre d'affaires de ce fait.

En effet, du fait de l'ouverture de la bretelle Schlœsing qui sera gratuite, un certain nombre d'automobilistes qui enchaînent actuellement tunnel Prado Sud puis tunnel SMTPC (ou dans le sens inverse) pour 5,20 € TTC (dont seulement 2,6 € TTC revient à SMTPC), vont changer de trajet et faire à la place le trajet bretelle Schlœsing + Tunnel SMTPC pour 2,90 € TTC. Ainsi SMTPC enregistrera plus de recettes à nombre de trajets constants, et plus de trajets du fait de l'élasticité de la demande à **une baisse massive du prix du péage, réduit de 44 %**<sup>9</sup> pour ceux qui cesseront d'emprunter le tunnel de Prado-Sud pour opter pour la bretelle Schlœsing, dans un sens et dans l'autre. Or 2,33 M de trajets en 2019 ont été faits en combinant, dans un sens ou dans l'autre, les deux tunnels (soit plus de la moitié des trajets du tunnel de Prado Sud). **L'effet sera donc massif sur SMTPC**, dont la note d'offre (page 33, 3<sup>ème</sup> §) souligne l'élasticité importante du trafic au prix du péage en mentionnant des augmentations liées à une inflation de 2,1 %. Qu'est-ce que cela sera alors quand le prix du péage ne montera pas pour ces automobilistes de 2 %, mais baissera de 22 fois plus !

Par ailleurs, ce que l'expert indépendant appelle un effet mix tunnel pourrait constituer une seconde source de ripage des profits de SMTPC vers Prado Sud, car la logique économique d'une rémunération de Prado Sud pour des trajets dans le tunnel de SMTPC ne saute pas spontanément aux yeux, alors que SMTPC ne bénéficie pas d'une telle rémunération sur les trajets faits dans le tunnel de Prado-Sud par ses clients.

---

<sup>8</sup> Page 3 du rapport du délégataire sur l'activité de Prado Sud pour 2020.

<sup>9</sup>  $2,90 / 5,20 - 1 = - 44 \%$

### *Modification demandée n° 11*

*Indiquer la répartition du prix d'un trajet combiné Prado Carénage + Prado Sud (5,20 € TTC) entre la part qui revient à SMTPC (2,60 € TTC contre 2,90 € TTC pour un trajet limité à son tunnel) et à Prado Sud (2,60 € TTC contre 2,2 € TTC pour un trajet se limitant à son tunnel), pour que l'effet mix tunnel soit clairement explicité et compréhensible pour le lecteur.*

#### **En page 19 du rapport de l'expert indépendant, § 3.3.2.2**

Il est indiqué : « Dans ce contexte, nous estimons l'impact total de l'ouverture de la bretelle Schlœsing attendu par le management sur le chiffre d'affaires à + 7,6 % ».

Dans le projet de note d'offre en page 33, le présentateur indiquait de son côté : « En 2023 et 2024, le Plan d'Affaires prévoit une hausse de recette de 7,4 % pour chacun de ces deux exercices, notamment en lien avec l'ouverture de la bretelle Schlœsing prévue à l'été 2023 ».

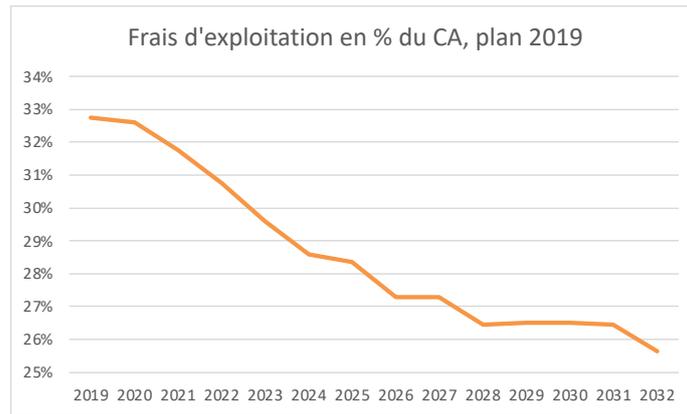
Le présentateur et l'expert indépendant travaillant sur le même plan d'affaires, il conviendrait que l'expert indépendant précise que la hausse du chiffre d'affaires de 7,6 % qu'il a calculée s'applique à deux années consécutives ou clarifie son propos.

### *Modification demandée n° 12*

*Ajouter à la fin de cette phrase : « sur 2023 et 2024 »*

#### **En page 19 du rapport de l'expert indépendant, § 3.3.2.3**

Le plan d'affaires prévoit, d'après ce qu'explique l'expert, une hausse de 2 points de pourcentage du cumul des frais de personnel et des autres achats et charges externes, ce qui 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 :



Comment passe-t-on d'un plan d'affaires 2019 avec une baisse de ces coûts fixes en proportion des ventes de 7 points de chiffre d'affaires à un plan d'affaires 2021 avec une hausse de ces coûts de 2 points ?

**L'impact sur la valeur de l'action est d'environ 1,5 €.**

### *Modification demandée n° 13*

*S'interroger, expliquer le changement radical sur le montant des frais d'exploitation, 9 points de chiffre d'affaires, entre le plan d'affaires 2019 et le plan d'affaires 2021.*

### **En page 19 du rapport de l'expert indépendant, § 3.3.2.5**

L'expert indique, ce que le présentateur s'était bien gardé de dire dans la note d'offre, que le plan d'affaires 2021, reconstitué par mes soins en annexe 3 à partir des indications de l'expert et du présentateur, prévoit des investissements annuels futurs, hors bretelle Schlœsing, de 5 % du chiffre d'affaires, soit entre 2022 et 2032 de l'ordre de 23 M€.

Dans le plan d'affaires de 2019, le montant des investissements sur les 11 dernières années de la concession est de 6,338 M€, voir annexe 1 qui reproduit le tableau des flux de trésorerie prévisionnels du plan d'affaires 2019.

**Comment s'explique cette différence de 17 M€, qui a un impact sur la valeur de l'action SMTPC de 1,3 €, si ce n'est par une volonté délibérée de faire baisser le prix de l'offre ?**

Je remarque que ce chiffre de 6,338 M€ doit être assez fiable si j'en crois le courrier que le président et le directeur général de SMPTC m'ont adressé du 28 octobre 2021 et que je tiens à disposition de l'AMF. Dans ce courrier, ils m'écrivaient, parlant du plan d'affaires de 2019 : « Ces coûts et recettes ont tous été validés par la Métropole, et ses conseils financiers mandatés pour les besoins de l'opération, et par la Commission européenne après 16 mois d'instruction et de questions extrêmement précises sur chacun des éléments ayant conduit à déterminer l'allongement de la durée. »

Et voilà que maintenant, fort opportunément, le montant des investissements d'ici la fin de la concession est quasiment multiplié par 4 !

#### *Modification demandée n° 14*

*S'interroger sur le changement radical sur le montant des investissements d'ici la fin de la concession, hors bretelle Schlœsing, quasiment multiplié par 4 entre le plan d'affaires 2019 et le plan d'affaires 2021.*

#### **En page 20 du rapport de l'expert indépendant, § 3.3.3**

Le management de SMTPC a un long historique de prévisions de trafic pessimistes systématiquement dépassées par la réalité car correspondant à son intérêt bien compris au moment où ces prévisions sont établies. En 2019, il prévoit pour 2021, alors que personne n'imaginait la pandémie, un chiffre d'affaires de **32,466 M€**. Malgré la pandémie, les couvre-feux et confinements, SMTPC fait mieux en 2021 que la prévision de 2019 à **32,530 M€**. Qu'est-ce que cela aurait été sans la pandémie ? Probablement comme pour 2019 où SMTPC avait prédit des ventes de **30,5 M€**, elles seront de **35,4 M€**, soit **16 % de plus que la prévision**. Tout ceci pour obtenir de ce fait l'allongement le plus long possible de la durée de sa concession. SMTPC n'est pas la filiale de Vinci et d'Eiffage pour rien, dont les pratiques en ce domaine sont bien établies<sup>10</sup>.

Comprenant bien que le plan d'affaires qui lui est présenté est une nouvelle fois un plan biaisé destiné à justifier un prix d'offre aux minoritaires le plus petit possible, l'expert développe un plan alternatif à celui du management.

**Cette initiative est rarissime dans ce type d'offre.** Si on peut trouver des exemples où l'expert corrige le plan d'affaires à la baisse, la correction à la hausse comme ici est **unique** sur les 44 offres de 2021. C'est aussi la première fois où BM&A procède ainsi depuis 2019 (nous ne sommes pas remontés avant dans l'étude de ses travaux).

Cependant pour ne pas s'aliéner définitivement deux puissants clients qui l'avaient embauché en juillet 2021 pour attester de l'équité d'une offre d'expropriation à 21,1 €, et qu'il a contraint à relever leur offre à 27 €, sans possibilité d'expropriation pour ce prix, l'expert indépendant développe un scénario alternatif bien pâle :

- Le chiffre d'affaires est supérieur de seulement 1,5 % à celui retenu par le management. En effet, en retenant le trafic des 7 derniers mois de 2021 comme base du chiffre d'affaires normatif futur, y compris le T4 2021, dont SMTPC souligne qu'il « *continue d'être impacté par les effets de la crise sanitaire* »<sup>11</sup>, l'expert fait ainsi implicitement l'hypothèse que le Covid perturbera le trafic jusqu'en 2033 . . .

---

<sup>10</sup> Commission d'enquête du Sénat dans son rapport du 16 septembre 2020, n°709, disponible sous <https://www.senat.fr/notice-rapport/2019/r19-709-1-notice.html>

<sup>11</sup> Communiqué de presse SMTPC du 13 janvier 2022.

- Ensuite le taux de croissance du chiffre d'affaires est le même que celui retenu par le management, soit 1,5 % contre 3 % dans le plan d'affaires de 2019, malgré une inflation prévue en 2021 plus forte (2,1 %) qu'en 2019.
- Seule la portion des autres achats et charges externes non identifiées est extournée, alors que ceux-ci passent de 10 à 12 % du chiffre d'affaires, en contradiction avec l'évolution prévue dans le plan d'affaires de 2019.
- Les investissements sont réduits de seulement 25 % par rapport au plan d'affaires 2021, alors que, dans celui-ci, ils ont été multipliés par 4 (23 M€ contre 6,3 M€) par rapport au plan de 2019.

Quand on compare ces petites variations aux erreurs massives et répétées de prévision des dirigeants de SMTPC (dont seuls les naïfs croiront qu'elles ne sont pas intentionnelles), on se dit que ce scénario alternatif n'est pas à la hauteur de l'absence démontrée de loyauté des dirigeants de SMTPC.

Nous estimons qu'un plan alternatif en cohérence avec les hypothèses du plan d'affaires de 2019 en matière de croissance de l'activité, de marge, d'investissements et de BFR conduit à une valeur supérieure d'environ 6 € par action (cf. nos commentaires du projet de note).

#### *Modification demandée n° 15*

*Construire un vrai plan alternatif avec un taux de croissance du chiffre d'affaires correspondant à celui de 2019 (3 % et non 1,5 %), majoré du différentiel d'inflation par rapport au 2,1 % retenu en 2021 ; avec le même niveau d'investissement que ceux prévus en 2019 et des frais d'achats et d'autres services externes évoluant comme dans le plan de 2019.*

#### **En page 20 du rapport de l'expert indépendant, § 3.3.3.3**

L'expert explique avoir dû modéliser dans son scénario alternatif l'économie de charges dues au passage de la cotation sur Euronext Growth. On ne peut que s'étonner que les initiateurs, la société cible et le présentateur n'aient pas inclus cet élément dans le plan d'affaires de la société et dans son évaluation, alors que cet élément financier est présenté comme la raison principale du changement de marché de cotation.

#### **En page 22 du rapport de l'expert indépendant, § 4.3.3**

Puisque l'expert indépendant a choisi de mentionner les objectifs de cours et les recommandations de Gilbert Dupont jusqu'au 9 décembre 2021, il convient qu'il mette à jour son travail en incluant le changement de recommandation de **Conserver** à **Accumuler** avec un objectif de cours de 31 €, moyenne entre un DCF à 33,6 € et un DDM à 28,3 € qui a été rendu public après la publication de la fréquentation du T4 2021, le 14 janvier.

Cette mise à jour est d'autant plus importante que Gilbert Dupont a changé sa recommandation et son objectif de prix, car il a intégré l'impact positif de l'ouverture de la bretelle Schloësing sur la fréquentation de SMTPC et mis à jour son estimation de taux d'impôt sur les sociétés à 26 % contre 32 % auparavant. On remarquera que le DDM de Gilbert Dupont à 28,3 € est en retrait de 5,3 € par rapport à son DCF, contre un retrait de moins d'un euro pour l'expert (voir page 47) qui a repris les engagements en ce domaine de Vinci et Eiffage (du 8 décembre 2021), ce que n'a pas encore fait l'analyste de Gilbert Dupont. Quand ceci sera fait, l'objectif de cours en sera mécaniquement remonté. En effet, le report dans le temps de la distribution d'une partie des résultats sous forme de dividendes, alors que la trésorerie ne rapporte rien, conduit à faire baisser la valeur du fait du mécanisme de l'actualisation qui déprécie d'autant plus les sommes qu'elles interviennent lointainement dans le temps.

La première page de cette note est reproduite en annexe 2 de ce document.

### ***Modification demandée n° 16***

***Mentionner la note d'analyse de Gilbert Dupont du 14 janvier avec sa recommandation d'accumuler, et non pas d'apporter à l'offre, et son objectif de cours de 31 €, moyenne entre un DCF à 33,6 € et un DDM à 28,3 €.***

### **En page 23 du rapport de l'expert indépendant, § 4.3.4.1**

Les méthodes analogiques sont présentées par l'expert à titre de recoupement. J'ai aussi mis en œuvre cette méthode dans mon dossier d'évaluation du 11 novembre 2021<sup>12</sup>.

En revanche, je trouve un multiple de l'EBE 2022 plus élevé que celui que retient l'expert : 8,1 contre 7,1. La principale raison que je trouve pour cette différence est le nombre de notes d'analystes beaucoup plus réduit qu'il retient (UBS, Deutsche Bank, Exane et Bank of America), alors qu'aux siennes, j'ajoute pour ma part celles de JP Morgan, Morgan Stanley, Barclays, Kepler, Santander, RBC, Equita SIM et HSBC.

### ***Modification demandée n° 17***

***Expliquer pourquoi les notes d'analystes de JP Morgan, Morgan Stanley, Barclays, Kepler, Santander, RBC, Equita SIM et HSBC n'ont pas été reprises pour ce travail alors qu'elles sont disponibles sur Eikon dont dispose l'expert indépendant comme il l'explique en page 9 de son rapport.***

---

<sup>12</sup> Voir pages 39 à 41.

**En page 25 du rapport de l'expert indépendant, § 4.4.1, dernière phrase avant le premier tableau**

Il est écrit : « *Nous considérons toutefois la référence au cours de bourse préannonce de l'Offre comme une référence de valeur pertinente, mais l'évolution qui a suivie comme pouvant avoir été biaisée par des mouvements spéculatifs.* »

Nous laissons bien sûr l'expert seul responsable de cette affirmation, mais elle devrait être clarifiée pour que l'on comprenne si la période de préannonce de l'Offre se termine pour lui le 31 mars 2021 ou le 8 décembre 2021.

Par ailleurs, il voudra peut-être revoir ses propos à la lumière de la publication par Gilbert Dupont, seul analyste à suivre l'action SMTPC, d'une note suivant la communication du chiffre d'affaires du T4 2021 et recommandant d'accumuler l'action avec un objectif de cours à 31 € et un DCF à 33,6 €.

***Modification demandée n° 18***

***Revoir la formulation de cette phrase pour la clarifier, voire la modifier si l'expert le souhaite pour intégrer la note Gilbert Dupont du 14 janvier 2022 qui invite à avoir un autre regard sur le cours de Bourse.***

**En page 26 du rapport de l'expert indépendant, § 4.4.2, point 9**

Il est écrit : « porté par un trafic en hausse de 4,41 % (le trafic du T4 2018 avait été perturbé par les fermetures aux manifestations des gilets jaunes) ». S'il est vrai que le tunnel a été brièvement totalement ou partiellement fermé les 17, 19, 22 et 27 novembre 2018, le communiqué de presse de la fréquentation du T4 2018 n'y fait aucune allusion et explique la baisse du T4 2018 par rapport au T4 2017 uniquement par l'ouverture du tronçon complet de la rocade L2 Nord.

Cette précision, reprise par l'expert, ne correspond pas à une réalité suffisamment significative pour rendre non pertinent le rebond du trafic au T4 2019 qui marque la fin de la baisse de la fréquentation post-ouverture de la rocade L2. En témoigne la hausse de la fréquentation de + 5,5% sur les deux premiers mois de 2020, avant l'irruption de la pandémie, sans que les gilets jaunes y soient pour rien.

***Modification demandée n° 19***

***Supprimer la phrase entre parenthèses, probablement issue du management « (le trafic du T4 2018 avait été perturbé par les fermetures aux manifestations des gilets jaunes) ».***

### **En page 27 du rapport de l'expert indépendant, premier bullet point**

L'expert mentionne un billet sur le forum de Boursorama qui n'est plus disponible (« en mai 2021, les premiers arguments remettant en cause le prix d'Offre du 31 mars 2021 sont publiés par un actionnaire « très significatif » de la SMTPC ») et n'est pas disponible sur web.archive.org.

#### **Modification demandée n° 20**

**Quitte à citer le forum Boursorama, autant remarquer que dès l'annonce de l'offre, les réactions négatives sont pléthores : « Regroupons nous les PPs » le 1<sup>er</sup> avril, « Poisson d'avril ??? » du 1<sup>er</sup> avril, « En fait offre pas super généreuse » du 12 avril, « Au vol !!! » du 12 avril, etc.**

### **En page 27 du rapport de l'expert indépendant, second bullet point**

L'expert indique : « À partir du 30 juin 2021, deux actionnaires minoritaires significatifs de la SMTPC commencent à acquérir des volumes importants de titres SMTPC à des prix supérieurs au prix d'Offre. Sur la période fin juin–fin novembre 2021, ces acquisitions représenteront près de 17 % des volumes échangés ».

Ce paragraphe mélange de façon ambiguë et potentiellement fautive deux idées différentes. D'un côté deux actionnaires minoritaires significatifs acquièrent des titres, ce qui est un truisme puisque pour être un minoritaire significatif, il faut bien acquérir des titres. De l'autre, le cours de bourse passe au-dessus du prix de la pré-offre à 21,1 € (de façon définitive en clôture de la séance du 25 août).

Par ailleurs, un volume d'achat de près de 17 % de la part de deux acteurs indépendants est largement en dessous des seuils où l'on considère usuellement que le cours peut être affecté par les achats en question (25 %). Quirites et Amiral sont intervenus, selon leurs déclarations à l'AMF, 17 séances sur les 60 séances du 8 septembre au 30 novembre ; pas de quoi expliquer la hausse continue du cours observée sur la même période, comme l'insinue de façon surprenante l'expert indépendant.

#### **Modification demandée n° 21**

**Récrire ce paragraphe pour le clarifier et qu'il ne contienne pas d'insinuations injustifiées, ou le supprimer.**

### **En page 28 du rapport de l'expert indépendant, § 4.4.3.1**

L'expert indique : « L'actualisation des flux de dividendes s'appuie sur un scénario de distribution estimé par nos soins ». Il ajoute plus loin : « Nous avons par ailleurs procédé à la modélisation du bilan prévisionnel de la Société, non fourni par le management ».

Alors que SMTPC n'a transmis à l'expert indépendant son plan d'affaires que le 22 octobre 2021, soit près de 7 mois après l'annonce de la pré-offre, alors que les directions financières de Vinci et d'Eiffage sont étoffées et non dépourvues de talents, il est pour le moins **ahurissant** que le plan d'affaires ne comprenne pas un bilan prévisionnel, ni peut-être même un tableau de flux complet, puisque l'expert dit avoir estimé les versements des dividendes, alors qu'ils figurent par construction dans un tableau prévisionnel de financement.

**SMTPC n'est pas une PME, c'est la filiale consolidée de deux des plus grands groupes français.**

Ceci est d'autant plus surprenant que SMTPC est tenue par la convention de financement bancaire de la construction de la bretelle Schlœsing de tenir à jour un modèle financier et de le transmettre chaque année à l'agent inter-crédancier du syndicat bancaire<sup>13</sup>. Ainsi, le plan d'affaires de 2019 communiqué à la Métropole d'Aix-Marseille-Provence et à l'Union Européenne était, lui, complet avec ces 3 documents<sup>14</sup>.

#### ***Modification demandée n° 22***

***L'expert devrait expliquer pourquoi il a dû modéliser un scénario de distribution alors que, si SMTPC lui a communiqué un plan de financement correctement bâti, ce dernier inclut nécessairement des dividendes versés. À défaut, expliquer comment on peut faire une évaluation fiable sans bilan et tableau de flux futurs fournis par les initiateurs ou la société cible qui s'équilibrent les uns les autres et permettent de d'éviter des erreurs d'incohérence.***

#### **En page 28 du rapport de l'expert indépendant, § 4.4.3.2**

L'expert indique : « nous n'avons pas tenu compte d'une valeur terminale en dehors de la liquidation des actions et passifs projetés au bilan ».

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 ?

Par ailleurs qu'en est-il du 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 début 2033 ?

#### ***Modification demandée n° 23***

---

<sup>13</sup> Ainsi qu'indiqué en page 57 du rapport annuel 2020.

<sup>14</sup> Qui figurent en pages 35 à 40 de ma note du 7 janvier 2021 (Commentaires sur le projet d'OPAS simplifié de Vinci et Eiffage sur les actions SMTPC au prix de 27 €).

*L'expert doit préciser qu'il a bien vérifié et que SMTPC lui a bien confirmé par écrit ne pas avoir d'autres actifs, mis à part sa trésorerie et son BFR, qui ne seront pas transférés gratuitement à la Métropole à la fin de sa concession. L'expert ne peut en effet pas se reposer sur ce point sur un bilan qu'il a projeté lui-même faute de l'avoir reçu de SMTPC, ce qui est pour le moins étrange.*

#### **En page 28 du rapport de l'expert indépendant, § 4.4.3.2**

L'expert indique : « nous n'avons pas non plus tenu compte d'un scénario de reconduction de la concession à son échéance » et invoque deux raisons :

- La nature incertaine de ce scénario,
- Le processus de mise en concurrence qui réduirait à néant, voire à moins, la valeur induite.

Nous sommes en désaccord sur ces deux points. Il aurait valu la peine de tester un scénario sur ce point.

En effet, dire que l'hypothèse d'une reprise de la concession par la Métropole et son exploitation directe est « largement plausible », ne la rend pas certaine pour autant, d'autant que la Métropole, dont les finances sont dans un piteux état<sup>15</sup>, pourrait trouver un intérêt financier à un allongement de la concession ou une remise en jeu contre une soulte, y compris avec une baisse du prix du péage.

Par ailleurs, le processus de mise en concurrence ne risque pas de déboucher sur une concurrence intense pour la plus petite concession de France, dans la mesure où les deux seuls opérateurs français en sont actionnaires, que SANEF se concentre exclusivement sur le nord de la Loire depuis la cession en août 2021 de ses intérêts dans l'A65, et que l'on voit mal des opérateurs étrangers s'intéresser à cet actif, alors qu'à peu près au même moment toutes les grandes autoroutes françaises seront venues ou viendront sous peu à échéance (ASF, APRR, Escota, Cofiroute, etc.) offrant des cibles autrement plus significatives que la petite SMTPC. D'autre part l'intrication des tunnels Prado Sud et Prado Carénage rendrait difficile l'exploitation par un concessionnaire tiers.

Enfin, il est factuellement faux de dire : « la faible valeur résiduelle qui sera générée à cette occasion soit entièrement absorbée (et au-delà) par l'effet de l'actualisation et de la hausse du risque engendré par le rétrécissement des marges opérationnelles ». Une faible valeur ne peut pas devenir négative du fait de son actualisation, tout au plus peut-elle tomber à zéro sur une très longue période et avec un très fort taux d'actualisation.

La hausse du risque engendrée par le rétrécissement des marges est plus qu'à relativiser pour une entreprise où la marge d'EBE est de 75 %, et les coûts de 25 % des ventes. En effet, si le tarif passe de 2,9 € à 1,6 €, le chiffre d'affaires se réduit de 100 à 55. Compte tenu de coûts d'exploitation cash de 25, l'EBE passe alors à  $55 - 25 = 30$ . Soit une marge d'EBE de  $30/55 = 55\%$ , ce qui continuerait

---

<sup>15</sup> Voir par exemple l'hebdomadaire Travaux Publics et Bâtiment du Midi qui titre le 25 novembre 2020<sup>15</sup> : « 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. »

de positionner SMTPC dans le top 1 % des entreprises par l'importance de leur marge d'EBE. La faillite ne serait donc toujours pas proche !

Il est bien sûr difficile d'estimer en 2022 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 à 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 précédents<sup>16</sup>). D'où un écart de valeur de 3 € par action.

### ***Modification demandée n° 24***

***L'expert doit indiquer l'ordre de grandeur de la valeur créée par une prorogation de la concession, et l'intégrer dans sa valeur affectée d'un coefficient de probabilité, puisque l'histoire des autoroutes en France depuis la première autoroute privée en 1970 est celle de renouvellements et d'extensions.***

#### **En page 29 du rapport de l'expert indépendant, § 4.4.3.3**

L'expert a sa propre méthodologie de détermination des taux d'actualisation, que BM&A est seul à utiliser, et qui n'a fait l'objet d'aucune validation par une autorité scientifique et académique de renom.

Ce n'est bien sûr pas ici que l'on va convaincre BM&A de changer de méthodologie, d'autant qu'elle est très pratique puisqu'avec 6 primes manipulées<sup>17</sup>, on peut justifier à peu près n'importe quel taux d'actualisation à l'issue d'un travail particulièrement complexe, puisqu'il tient en 24 lignes pour SMTPC ! Notons qu'il n'y en avait que 9 pour Visiodent un mois auparavant dans un travail similaire fait par le même expert.

L'expert fait aussi parti des derniers à croire à la théorie qui voudrait que les entreprises peuvent baisser leur coût du capital en s'endettant plus, en contradiction avec la recherche académique qui montre que la valeur de l'économie d'impôt due à la déductibilité des dettes est neutralisée par la valeur des coûts de faillite<sup>18</sup>. Et en contradiction avec l'observation empirique, comme l'illustre le récent rachat par L'Oréal de 9 Md€ de ses propres actions financé par endettement qui n'a ni fait baisser son coût du capital ni fait monter son cours de bourse contrairement à ce qui aurait dû être observé si cette théorie était juste (le cours est resté stable, puis a baissé).

L'expert a l'honnêteté intellectuelle de présenter à chaque fois deux coûts du capital, selon que le lecteur accorde foi à ses croyances sur l'impact de la dette sur le coût du capital, ou non.

Prenons donc du recul pour regarder les résultats. On peut en effet faire tous les calculs que l'on veut, faut-il que le résultat final soit cohérent avec la logique et des repères indiscutables. Il y a

---

<sup>16</sup> Source : RefinitivEikon.

<sup>17</sup> Prime de biais d'optimisme large cap, prime de risque de défaut large caps, prime AAA, prime de taille, prime d'illiquidité, prime de biais de prévision.

<sup>18</sup> Voir par exemple la section 1 du chapitre 31 du ou la section 1 du chapitre 35 Vernimmen 2022, Dalloz 2021.

quatre références incontournables que l'expert néglige ou traite en annexe sans les intégrer dans ses fourchettes du corps de son rapport.

- 1) L'acquisition par Eiffage en août 2021 des 35 % détenus par le minoritaire Sanef dans l'autoroute A65 et qui s'est faite sur la base d'un coût moyen pondéré du capital que j'estime à 4 % environ<sup>19</sup> et que l'expert chiffre à **4,8 %** en page 54 de son rapport.

Pourquoi ce taux de 4,8 % n'est-il pas retenu dans les fourchettes de sensibilité de l'expert, alors qu'il est particulièrement pertinent provenant de l'un des deux initiateurs ? **L'impact sur la valeur DCF est de + 2,2 € par action, par rapport à une valeur de l'action estimée par l'expert à 26,6 €.**

- 2) Vinci utilise pour valoriser ses concessions d'autoroutes et tester les goodwills un taux **avant** impôt sur les sociétés de 6,4 %. Pour convertir ce taux avant impôt qui s'applique à des flux avant impôt en un taux **après** impôt comme ceux utilisés par l'expert, il suffit de prendre le plan d'affaires, de calculer la valeur de l'action avec ce taux de 6,4 % en postulant un taux d'impôt sur les sociétés de 0 %. On trouve alors 32,6 €. On cherche alors le taux d'actualisation après impôt qui permet de trouver une valeur de l'action de 32,6 € en ayant rétabli un taux d'impôt sur les sociétés au taux normal. On trouve alors **3,2 %**.

Pourquoi ce taux de 3,2 % n'est-il pas retenu dans les fourchettes de sensibilité de l'expert alors qu'il est particulièrement pertinent provenant de l'un des deux initiateurs ?<sup>20</sup> **L'impact sur la valeur DCF est de + 5,5 € par action, par rapport à une valeur de l'action estimée par l'expert à 26,6 €.**

- 3) Les travaux de mon collègue Aswath Damodaran sont cités 22 fois dans le travail de l'expert indépendant, ce qui montre un vrai attachement à ses positions. On se demande alors pourquoi les données publiques d'Aswath Damodaran qui aboutissent à un coût du capital chiffré par l'expert à **4,3 %**<sup>21</sup> en annexe 8.5.1.3 de son rapport ne sont pas reprises dans ses fourchettes de sensibilité. **L'impact sur la valeur DCF est de + 3,1 € par action, par rapport à une valeur de l'action estimée par l'expert à 26,6 €.**

- 4) 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%<sup>22</sup> alors même que le taux des OAT 10 ans était de 4,4 % et celui de l'EONIA de 2,07 %, contre des chiffres nuls ou négatifs aujourd'hui pour ces références de taux d'intérêt.

---

<sup>19</sup> Qui figurent en pages 32 à 34 de ma note du 7 janvier 2021 (Commentaires sur le projet d'OPAS simplifié de Vinci et Eiffage sur les actions SMTPC au prix de 27 €).

<sup>20</sup> L'expert ne peut pas se contenter de dire comme en page 41 de son rapport qu'un taux avant impôt est réservé à l'application de IAS36, sans se poser la question de savoir quel est le taux après impôt équivalent à ce taux avant impôt. Certes la réponse ne va pas plaire à Vinci, mais c'est la réalité.

<sup>21</sup> En page 56 du rapport de l'expert

<sup>22</sup> 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 %.

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 mai 2004, le coût du capital moyen des principaux groupes cotés en Bourse a baissé de 8,3 % à 7 %<sup>23</sup>, une actualisation du coût du capital utilisé lors de l'introduction en Bourse, donne donc **3,95 %**. Pourquoi cette référence de marché particulièrement pertinente puisque concernant SMTPC, mise à jour à 2021, n'est-elle pas utilisée par l'expert dans sa fourchette ? **L'impact sur la valeur DCF est de + 3,9 € par action, par rapport à une valeur de l'action estimée par l'expert à 26,6 €.**

On remarque aussi que le bêta de l'actif économique de SMTPC utilisé alors était de **0,44** pour une durée résiduelle de la concession de 21 ans, soit le double de celle d'aujourd'hui. Or plus la durée de la concession est courte, plus le coefficient bêta tend vers zéro ce qu'il sera peu de temps avant l'échéance de la concession, quand l'entreprise sera réduite à une coquille vide pleine de liquidités. Prendre donc, comme l'expert le fait, dans sa fourchette haute un bêta économique de **0,79**, soit quasiment le bêta de l'actif économique moyen de l'ensemble des secteurs économiques qui est de 0,83<sup>24</sup>, alors qu'il est bien connu que les infrastructures font partie des secteurs les moins risqués de l'économie, porte atteinte au caractère sérieux de ses travaux.

Déjà prendre un bêta économique de 0,65 en valeur centrale est très contestable par rapport au 0,44 de 2004, ou à celui que l'on peut calculer soi-même avant l'annonce de l'offre et que l'expert rappelle à 0,52<sup>25</sup>.

#### *Modification demandée n° 25*

*Que l'expert indépendant chiffre la valeur de l'action SMTPC en utilisant le taux d'actualisation de 4,8 % utilisé par Eiffage selon lui pour acquérir les minoritaires de l'A65.*

*Que l'expert indépendant chiffre la valeur de l'action SMTPC en utilisant le taux d'actualisation après impôt de 3,2 % équivalent au taux d'actualisation avant impôt de 6,4 % utilisé par Vinci dans ses tests de dépréciation du goodwill.*

*Que l'expert indépendant chiffre la valeur de l'action SMTPC en utilisant le taux d'actualisation de 4,3 % qu'il calcule en utilisant les données d'Aswath Damodaran.*

*Que l'expert indépendant chiffre la valeur de l'action SMTPC en utilisant le taux d'actualisation de 3,95 % tiré de la mise à jour du coût du capital de SMTPC au moment de son introduction en Bourse.*

*Que ces chiffres ne soient pas mentionnés en annexe, mais dans le corps de son rapport, soit en constituant une fourchette basse, ou une sensibilité sur le même pied que son actuelle fourchette.*

*Que l'actuelle fourchette haute du coût du capital, avec un coefficient bêta à 0,79, soit effacée, tellement elle porte atteinte au caractère sérieux de ses travaux. À défaut indiquer comment se compare ce*

---

<sup>23</sup> Vernimmen 2022, Dalloz 2021, page 589, source Exane BNP Paribas.

<sup>24</sup> Page 638 du Vernimmen 2022, Dalloz 2021.

<sup>25</sup> Dernier paragraphe de la page 44 du rapport de l'expert.

*coefficient bêta avec la moyenne des coefficients bêta des actifs économiques des entreprises cotées pour que le lecteur comprenne bien les hypothèses sous-jacentes de ce calcul.*

#### **En page 31 du rapport de l'expert indépendant, § 4.4.3.4**

L'expert écrit en note méthodologique : « *les flux des approches DCF ont été actualisés à fin de période, les taux Fairness Finance utilisés étant calculés de la même façon* ».

Ceci est une argutie. Dès lors qu'un taux est actuariel comme le sont les taux calculés par BM&A, si le flux que l'on cherche à actualiser se produit dans 6 mois par rapport à la date de l'évaluation, on ne peut pas déprécier ce flux par la technique de l'actualisation comme s'il se produisait dans 12 mois. Or du fait de l'absence de saisonnalité significative de l'activité de SMPTC, les flux se produisent en moyenne en milieu d'année. L'évaluation présente est conduite en début d'année, soit 6 mois avant la survenance du flux moyen. Il convient donc d'actualiser le flux 2022 avec un coefficient de mise en puissance de 0,5, celui de 2023 avec un coefficient de mise en puissance de 1,5, etc.

Si le raisonnement sur ce point de BM&A était juste, on diviserait par  $(1 + 6,8 \%)$  un flux d'un euro se produisant dans un jour, comme celui se produisant dans six mois ou dans un an. Et ces flux d'un euro vaudraient tous la même chose alors qu'ils se produisent pourtant à des moments différents séparés entre eux par 180 ou 364 jours.

A défaut, la valeur de l'action SMTPC est minorée artificiellement de **1 € par action**.

#### ***Modification demandée n° 26***

**Que conformément à la logique, les flux soient actualisés avec des coefficients d'actualisation reflétant le fait que le flux moyen se produit à mi-année chez SMTPC et non en fin d'année, et que l'évaluation a lieu en début d'année.**

#### **En page 38 du rapport de l'expert indépendant, partie 6**

Avec délicatesse, l'expert a anonymisé mon nom qui, de Pascal Quiry, devient ActMin1. Je ne souhaite pas que mon nom soit anonymisé, et demande instamment à apparaître en pleine transparence, n'ayant pas pour principe de me cacher derrière un pseudonyme pour dire ou écrire ce que je pense.

Au-delà de ces considérations d'éthique qui me sont propres, le principe de bonne information serait violé si l'on cachait au public le nom d'un actionnaire qui a passé des centaines d'heures à étudier cette situation et dont la compétence et l'expérience en finance ne sont niées par personne.

#### ***Modification demandée n° 27***

***Que l'expert remplace ActMin1 par Pascal Quiry partout où ce pseudonyme est utilisé.***

**En page 44 du rapport de l'expert indépendant, partie 6**

Dans le tableau du haut, la troisième colonne intitulée Bêta mensuel, sous mon pseudonyme, n'est pas mienne, car je n'aurais jamais retenu un coefficient bêta correspondant à la moyenne des secteurs (0,79) alors que les infrastructures font partie des secteurs les moins risqués de l'économie. Pour moi, un bêta de l'actif économique dépassant 0,5 significativement n'est que l'indice d'une volonté de minorer artificiellement la valeur de l'action.

*Modification demandée n° 28*

*Que l'expert efface la troisième colonne ou en change la présentation pour qu'en aucun cas elle ne puisse m'être attribuée.*

**En page 44 du rapport de l'expert indépendant, 4<sup>ème</sup> ligne après le tableau**

L'expert écrit « *par un coefficient bêta de 0,52 « estimé par Refinitiv Eikon »* ». Il serait plus conforme d'écrire « calculé par ses soins sur 3 ans et que trouve aussi Refinitiv Eikon sur cette période »

*Modification demandée n° 29*

*Corriger la phrase en : « calculé par ses soins sur 3 ans et que trouve aussi Refinitiv Eikon sur cette période »*

**En page 45 du rapport de l'expert indépendant, graphique du point iii)**

On ne peut pas utiliser un graphique qui commence à fin 2006 pour nier une baisse de taux qui commence en juin 2004. Comme entre mai 2004 et décembre 2006, les Bourses ont été particulièrement porteuses avec une hausse spectaculaire de l'indice CAC 40 coupons réinvestis de 61,3 % par exemple, c'est bien qu'une partie de la hausse s'explique par une baisse du coût du capital utilisé par les investisseurs, qui intervient entre mai 2004 et décembre 2006. Or cette partie n'est pas dans le graphique de BM&A pour des raisons qui lui sont propres.

*Modification demandée n° 30*

*Supprimer ce iii) ou mettre l'explication que je donne pour suppléer aux données manquantes.*

### **En page 48 du rapport de l'expert indépendant, fin du 3eme §**

L'expert écrit « Cette méthode conduit à une valeur centrale de 28,32 €, qui extériorise une décote de 4,7 % par rapport au prix d'Offre. »

L'offre étant à 27 €, une méthode (les comparables boursiers en l'occurrence) qui aboutit à une valeur de 28,32 € ne peut pas extérioriser une **décote** de **4,7 %** par rapport au prix d'Offre de 27€. En effet  $28,32 / 27 - 1 = + 4,9 \%$  et non pas  $- 4,7 \%$ .

La méthode des comparables conduit bien à une valeur **supérieure** (28,32 €) au prix de l'offre (27 €), et non pas **inférieure** comme le dit le texte.

#### ***Modification demandée n° 31***

***Cette phrase doit donc être corrigée en : « Cette méthode conduit à une valeur centrale de 28,32 €, sur laquelle le prix d'Offre fait apparaître une décote de 4,7 %. »***

## Troisième partie – Ce qui manque dans le rapport de l’expert indépendant

1. Pourquoi l’expert 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 de SMTPC 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 initial.

Ainsi au 30 juin 2021, 62 % des travaux de 41,7 M€ (25,7 M€) avaient déjà été réalisés en 13 mois<sup>26</sup>. Restait 25 mois, soit 66 % du temps, 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 travaux réalisés par des filiales de Vinci et d’Eiffage, la durée de la concession n’est pas réduite d’autant<sup>27</sup>.

### *Modification demandée n° 32*

*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.*

2. Pourquoi l’expert indépendant ne donne-t-il pas ses données de BFR sur toute la période du plan d’affaires ? Le présentateur avait pris des hypothèses d’un BFR moyen de + 7,1 % du chiffre d’affaires qui sont incompréhensibles, puisque 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%

L’impact négatif sur la valeur de SMTPC était de 0,8 € par action.

### *Modification demandée n° 33*

*Indiquer l’hypothèse de BFR prise et la justifier si elle diffère de la moyenne historique de – 14 % du chiffre d’affaires.*

3. 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

<sup>26</sup> Note 3 des comptes semestriels 2021 de SMTPC.

<sup>27</sup> Voir le procès-verbal de l’AG du 18 mai 2021, page 8, réponse à la question 6.

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.

#### ***Modification demandée n° 34***

***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.***

4. 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 de mes commentaires sur le projet de note d'offre 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 quelles raisons 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 implicitement<sup>28</sup>.

L'impact sur la valeur de l'action est d'environ **1,1 €**.

#### ***Modification demandée n° 35***

**Que l'expert précise le traitement qu'il a retenu des ripages de profits au détriment des actionnaires de SMTPC et au profit des actionnaires de Prado Sud (Vinci et Eiffage) dont il a été mis au courant par mes soins.**

---

<sup>28</sup> Courrier du Président et du Directeur général de SMTPC à Pascal Quiry du 28 octobre 2021, que je tiens à la disposition de l'AMF.

## Annexe 1 : Tableau de financement du plan d'affaires de SMTPC 2019

Qui montre en ligne 10 les dépenses corporelles et incorporelles, c'est-à-dire les investissements

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	
<b>TOTAL</b>	<b>28 017</b>	<b>20 426</b>	<b>141</b>	<b>257</b>	<b>114</b>	<b>365</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	
<b>TOTAL</b>	<b>29 743</b>	<b>15 965</b>	<b>19 886</b>	<b>20 320</b>	<b>21 482</b>	<b>23 613</b>	<b>25 103</b>	<b>26 496</b>	<b>26 976</b>	<b>29 075</b>	
<b>Trésorerie</b>	<b>460 304</b>	<b>15 965</b>	<b>19 886</b>	<b>20 320</b>	<b>21 482</b>	<b>23 613</b>	<b>25 103</b>	<b>26 496</b>	<b>26 976</b>	<b>29 075</b>	
Trésorerie à l'ouverture	28 017	20 426	141	257	114	365	0	0	0	0	
<b>Résultat d'Exploitation</b>	<b>29 743</b>	<b>15 965</b>	<b>19 886</b>	<b>20 320</b>	<b>21 482</b>	<b>23 613</b>	<b>25 103</b>	<b>26 496</b>	<b>26 976</b>	<b>29 075</b>	
Investissements Schloesing	(96 985)	(62 990)	(14 932)	(12 342)	(6 071)	(650)	-	(12)	5	(4)	
Variation de $\Delta$ R	(462)	172	(62)	7	(3)	7	2	19	25	68	
Variation des avances clients	(1 181)	(328)	56	15	60	62	65	-	-	-	
Variation dettes fiscales et sociales	(1 555)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Variation dettes sur immobilisations	(1 095)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Variation autres dettes	(618)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Variation engagements sociaux	(2 771)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Dépenses incorporelles / corporelles	(2 067)	(393)	(1 202)	(2 194)	(450)	(559)	-	(827)	(629)	(325)	
Variation des comptes de TVA sur chiffre d'affaires et co. ts d'exploitation	(339)	(199)	4	1	68	13	48	13	10	33	
Variation des comptes de TVA sur investissement	0	(307)	108	(5)	119	85	-	(202)	(240)	(261)	
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	
<b>Flux de trésorerie pro et</b>	<b>19 577</b>	<b>52 672</b>	<b>514</b>	<b>345</b>	<b>10 560</b>	<b>18 974</b>	<b>22 196</b>	<b>22 545</b>	<b>22 335</b>	<b>24 670</b>	
Intér. ts intercalaires	-	(2 673)	(2 386)	(2 731)	(2 981)	(487)	-	-	-	-	
Dépôt sur le compte de trésorerie - financement des investissements Schloesing	(36 273)	(24 864)	(4 131)	(1 743)	(5 170)	(365)	-	-	-	-	
Retrait sur le compte de trésorerie - financement des investissements Schloesing	34 688	24 546	3 822	1 440	4 866	13	-	-	-	-	
Liquidation de la trésorerie affectée au financement	1 585	-	-	-	1 585	-	-	-	-	-	
Variation du Comptes Réserve du Service de la Dette	3 344	2 696	-	-	-	(6 686)	-	-	-	-	
Variation du Crédit Relais TVA	(0)	307	(108)	5	(119)	(85)	-	-	-	-	
Variations du Crédit Long terme	97 459	58 325	13 495	13 632	4 185	7 820	-	-	-	-	
<b>Trésorerie disponible pour le service de la dette</b>	<b>20 225</b>	<b>5 666</b>	<b>11 207</b>	<b>10 949</b>	<b>11 342</b>	<b>20 758</b>	<b>22 196</b>	<b>22 545</b>	<b>22 335</b>	<b>24 670</b>	
Trésorerie disponible pour le service du Crédit Long terme historique	48 243	26 091	11 348	11 206	11 457	21 124	22 196	22 545	22 335	24 670	
Intér. ts du Crédit Long terme historique	(360)	(141)	-	-	-	-	-	-	-	-	
Principal du Crédit Long terme historique	(5 275)	(14 719)	-	-	-	-	-	-	-	-	
Trésorerie disponible pour le service du Nouveau Crédit Long terme	42 608	11 232	11 348	11 206	11 457	21 124	22 196	22 545	22 335	24 670	
Intér. ts du Nouveau Crédit Long terme	-	-	-	-	-	(2 759)	(2 961)	(2 627)	(2 245)	(1 659)	
Principal du Nouveau Crédit Long terme	(97 459)	(14 719)	-	-	-	(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)	(9 900)	(8 823)	(9 172)	(8 962)	(10 741)	
Reprise du compte de distribution	227 897	11 091	11 091	11 091	11 091	11 091	11 091	11 091	9 545	10 355	
Trésorerie disponible pour le versement de dividende	31 517	11 232	11 348	11 206	11 457	11 091	11 091	11 091	9 545	10 912	
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	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
<b>Trésorerie en fin de période</b>	<b>20 426</b>	<b>141</b>	<b>257</b>	<b>114</b>	<b>365</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>557</b>	

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
<b>Total</b>	<b>557</b>	<b>9</b>	<b>380</b>	<b>600</b>	<b>8 958</b>	<b>19 353</b>	<b>27 510</b>	<b>19 254</b>	<b>310</b>
<b>Trésorerie</b>									
Trésorerie à l'ouverture	557	9	380	600	8 958	19 353	27 510	19 254	310
<b>Résultat d'Exploitation</b>	<b>29 457</b>	<b>31 375</b>	<b>31 783</b>	<b>32 277</b>	<b>32 808</b>	<b>34 803</b>	<b>19 146</b>	<b>5</b>	<b>-</b>
Investissements Schloesing	(96 985)	-	-	-	-	-	-	-	-
Variation de CIR	(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)	(1 360)	(940)	(1 355)	(40)	(502)	(439)	(145)	-
Variation des comptes de TVA sur chiffre d'affaires et coûts 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)	(4 955)	(6 027)	(5 923)	(6 328)	(6 648)	(5 379)	(817)	(287)
Intérêts sur trésorerie	1 288	49	49	50	84	143	189	-	-
<b>Flux de trésorerie pro et</b>	<b>23 630</b>	<b>24 834</b>	<b>24 550</b>	<b>24 660</b>	<b>26 156</b>	<b>27 421</b>	<b>11 592</b>	<b>5 529</b>	<b>310</b>
Intérêts 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	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Trésorerie disponible pour le service de la dette</b>	<b>335 583</b>	<b>24 834</b>	<b>24 550</b>	<b>31 346</b>	<b>26 156</b>	<b>27 421</b>	<b>11 592</b>	<b>5 529</b>	<b>310</b>
<i>Trésorerie disponible pour le service du Crédit Long terme historique</i>									
Intérêts du Crédit Long terme historique	24 187	24 843	24 929	31 946	35 114	46 774	39 102	13 726	0
Principal du Crédit Long terme historique	(500)	-	-	-	-	-	-	-	-
Principal du Crédit Long terme historique	(19 994)	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Trésorerie disponible pour le service du Nouveau Crédit Long terme</i>									
Intérêts du Nouveau Crédit Long terme	24 187	24 843	24 929	31 946	35 114	46 774	39 102	13 726	0
Principal du Nouveau Crédit Long terme	(15 736)	(1 046)	(614)	(149)	-	-	-	-	-
Principal du Nouveau Crédit Long terme	(97 459)	(12 326)	(12 758)	(8 246)	-	-	-	-	-
Affectation au compte de distribution	(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	-
<i>Trésorerie disponible pour le versement de dividende</i>									
Versement de dividende	10 815	11 471	11 265	20 633	33 947	43 272	36 954	29 300	0
Dividende de liquidation	(10 805)	(11 091)	(10 665)	(11 675)	(14 594)	(15 761)	(17 699)	(9 405)	-
Dividende de liquidation	(19 585)	-	-	-	-	-	-	(19 585)	-
<b>Trésorerie en fin de période</b>	<b>98 235</b>	<b>9</b>	<b>600</b>	<b>8 958</b>	<b>19 353</b>	<b>27 510</b>	<b>19 254</b>	<b>310</b>	<b>0</b>

## Annexe 2 : Première page de la note Gilbert Dupont du 14 janvier 2022

FLASH

14 janvier 2022



**SMTPC**  
**ACCUMULER (vs Conserver)**  
Services

**GILBERT DUPONT**  
GROUPE SOCIETE GENERALE

BPA 12/21e ↗ +6,2% 1,70 € vs 1,60 € • BPA 12/22e ↗ +3,7% 1,84 € vs 1,78 €

**COURS\***  
**28,00 €**  
\*Clôture du 13/01/22

**TP**  
**31,0 €**  
vs 27,0 €

**POTENTIEL**  
**+10,7%**

### CA en ligne

Rebond du trafic au T4 comme escompté, lié à l'effet de base. Mise à jour de notre modèle qui nous conduit à relever nos prévisions et TP, désormais au-dessus du prix de l'OPAS. Opinion Accumuler vs Conserver.

#### CA annuel + Contact

Bloomberg **SMTPC FP**  
Capi. boursière **163 M€**  
Flottant **55 M€**  
Volume 3M **0,09 M€/jour**



PERFORMANCE	1M	6M	12M
Absolute	+4,1%	+34,6%	+74,5%
Rel. / CAC M&S	-1,6%	+27,5%	+50,9%

#### AGENDA

14/04/22 Ap. B. : RN 2021 + CA T1

#### ANALYSTE(S) FINANCIER(S)



Stéphanie Lefebvre  
+33 (0) 1 40 22 41 24  
stephanie.lefebvre@gilbertdupont.fr

Document achevé le 14/01/2022 - 08:41  
Document publié le 14/01/2022 - 08:42

#### Rebond de l'activité au T4

Le groupe a réalisé au T4 un CA de 8,5 M€, en hausse de 24,1%, conforme à notre attente (+25,9% à 8,6 M€), confirmant ainsi le retour à la croissance amorcé au T2 21 (+56% vs -3,5% au T1, et T3 +4,5%). L'évolution erratique du CA entre les différents trimestres s'explique par la base de comparaison. En effet, le T2 20 avait subi de plein fouet le confinement contrairement au T1, et le T3 20 avait peu reflué car il avait bénéficié du déconfinement et des vacanciers restés en France (-25% au T4 20, -3% au T3 20, -44% au T2 20, -11% au T1 20). Sur le T4, les recettes de péage progressent de 24,9% à 8,2 M€ conséquence directe de la hausse du trafic dans le tunnel (+24,7%).

#### Pas au niveau de 2019

En cumul le CA 12 mois atteint 32,5 M€, en hausse de 16,5% dont +17% pour les recettes de péage. Le nombre de véhicules a augmenté de 16,8% en 2021 à 13 641 800. Si l'activité a rebondi en 2021, le groupe n'a pas pour autant retrouvé le niveau d'avant covid. En effet le trafic est resté inférieur de 8,5%.

#### Perspectives

Le groupe ne communique pas de guidance pour l'exercice en cours. Nous comprenons que le trafic ne devrait pas encore retrouver le niveau de 2019 cette année, le télétravail devant resté plus important qu'il y a deux ans. Compte tenu de l'inflation, les tarifs devraient augmenter cette année de 10 centimes à compter du 1er juillet.

#### Mise à jour de notre scénario

Nous mettons à jour notre modèle avec pour principales modifications : i/ un relèvement des tarifs au S2 22 vs au 1<sup>er</sup> janvier 2022, ii/ l'impact positif sur le trafic à l'ouverture du tunnel Schlœsing au S2 23, et iii/ un taux d'imposition moindre (28% en 2021 puis 26% à compter de 2022) vs 32% avant. Nos BPA 2021-23 sont relevés en moyenne de 7%.

#### Opinion Accumuler vs Conserver

La mise à jour de nos prévisions et paramètres de marché nous conduit à relever notre TP à 31 € vs 27 € (prix de l'OPAS). Celui-ci est issu d'une moyenne entre un DCF (33,6 €) et une actualisation des dividendes (28,3 €). Rappelons que le groupe fait l'objet d'un projet d'OPAS au prix de 27 € par Vinci et Eiffage, les deux premiers actionnaires de SMTPC. A la suite de l'OPAS, les titres devraient être transférés sur le marché Euronext Growth. Notre valorisation se situant au-dessus du prix de l'OPAS (15% d'écart), nous conseillons désormais d'accumuler le titre.

RATIOS BOURSIERS	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
PE	13,5x	16,0x	15,2x	17,0x
PEG	ns	0,4x	1,9x	ns
P/CF	5,2x	7,8x	7,7x	7,1x
VE/CA	4,2x	4,5x	5,6x	5,3x
VE/EBITDA	5,7x	5,8x	7,4x	6,9x
VE/ROC	11,4x	9,9x	12,2x	13,4x
VE/ROP	11,4x	9,9x	12,2x	13,4x
VE/Capitaux employés	1,4x	1,6x	1,9x	2,0x
P/ANPA	1,3x	2,2x	2,3x	2,3x
FCF yield	14,2%	3,4%	3,1%	7,4%
Rendement	11,9%	7,0%	6,8%	6,8%

ELEMENTS FINANCIERS	12/20	12/21e	12/22e	12/23e
CA (M€)	27,9	32,5	33,7	35,4
ROC (M€)	10,4	14,6	15,6	14,1
ROC/CA	37,3%	44,8%	46,4%	39,8%
ROP (M€)	10,4	14,6	15,6	14,1
RNPG (M€)	6,9	9,9	10,8	9,6
BPA corrigé (€)	1,18	1,70	1,84	1,65
Var.	-42,4%	43,7%	8,2%	-10,5%
FCF (M€)	14,9	4,2	5,1	12,0
Dette financière nette (M€)	11,7	18,6	24,6	23,7
Gearing	16,0%	25,9%	34,4%	33,8%
ROCE	9,1%	11,7%	12,2%	11,3%

**Annexe 3 : Plan d'affaires SMTPC 2021 reconstitué à partir des éléments donnés dans le projet de note d'offre et dans celui de note en réponse**

Compte de résultat (Clôture des comptes le 31 décembre de chaque exercice) Normes françaises	En milliers d'euros													
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Nombre de passages annuels en milliers	11 676	13 626	14 200	14 937	15 713	15 822	15 933	16 045	16 157	16 270	15 880	15 991	16 051	16 163
Croissance annuelle de la fréquentation en volume, y compris impact ouverture bretelle Schlessing		16,7%	4,2%	5,2%	5,2%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	-2,4%	0,7%	0,4%	0,7%
Prix effectif du passage HT	2,30 €	2,30 €	2,35 €	2,40 €	2,45 €	2,50 €	2,55 €	2,61 €	2,66 €	2,72 €	2,77 €	2,83 €	2,89 €	2,89 €
Taux de croissance du prix effectif du passage		0,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%	2,1%
Chiffre d'affaires péages	26 825	31 336	33 342	35 809	38 459	39 542	40 655	41 799	42 976	44 185	44 031	45 270	46 393	46 718
Chiffre d'affaires autres revenus	1 085	1 151	1 175	1 200	1 225	1 251	1 277	1 304	1 331	1 359	1 388	1 417	1 447	1 477
<b>Chiffre d'affaires total</b>	<b>27 910</b>	<b>32 487</b>	<b>34 518</b>	<b>37 010</b>	<b>39 685</b>	<b>40 793</b>	<b>41 932</b>	<b>43 103</b>	<b>44 307</b>	<b>45 545</b>	<b>45 418</b>	<b>46 687</b>	<b>47 840</b>	<b>48 195</b>
- Charges externes	2 902	3 378	3 550	3 731	3 922	4 122	4 332	4 553	4 785	5 029	5 285	5 555	5 838	6 136
<b>= Valeur ajoutée</b>	<b>25 008</b>	<b>29 109</b>	<b>30 967</b>	<b>33 278</b>	<b>35 763</b>	<b>36 671</b>	<b>37 600</b>	<b>38 551</b>	<b>39 522</b>	<b>40 516</b>	<b>40 133</b>	<b>41 132</b>	<b>42 002</b>	<b>42 059</b>
- Charges de personnel	3 781	4 354	4 445	4 539	4 634	4 731	4 831	4 932	5 036	5 142	5 250	5 360	5 472	5 587
- Impôts et taxes	555	234	686	736	789	811	834	857	881	906	903	928	951	958
+/- Autres produits/charges	210	330	(200)	(200)	(200)	(200)	(200)	(200)	(200)	(200)	(200)	(200)	(200)	(200)
<b>= Excédent brut d'exploitation</b>	<b>20 882</b>	<b>24 851</b>	<b>25 635</b>	<b>27 804</b>	<b>30 140</b>	<b>30 929</b>	<b>31 736</b>	<b>32 561</b>	<b>33 405</b>	<b>34 269</b>	<b>33 780</b>	<b>34 644</b>	<b>35 378</b>	<b>35 314</b>
<i>Marge d'EBE</i>	74,8%	76,5%	74,3%	75,1%	75,9%	75,8%	75,7%	75,5%	75,4%	75,2%	74,4%	74,2%	74,0%	73,3%
- Dotations aux amortissements	10 479	10 916	12 278	12 278	12 278	12 278	12 278	12 278	12 278	12 278	12 278	12 278	12 278	12 278
<b>= Résultat d'exploitation</b>	<b>10 403</b>	<b>13 935</b>	<b>13 357</b>	<b>15 525</b>	<b>17 862</b>	<b>18 650</b>	<b>19 457</b>	<b>20 283</b>	<b>21 127</b>	<b>21 990</b>	<b>21 502</b>	<b>22 366</b>	<b>23 100</b>	<b>23 035</b>
- Coût de l'endettement net	540	277	421	443	394	345	295	246	197	148	98	49	-	-
+ Autres éléments financiers														
+ Eléments non récurrents	(301)	(18)												
<b>= Résultat avant impôt</b>	<b>9 562</b>	<b>13 640</b>	<b>12 937</b>	<b>15 082</b>	<b>17 468</b>	<b>18 306</b>	<b>19 162</b>	<b>20 037</b>	<b>20 930</b>	<b>21 843</b>	<b>21 404</b>	<b>22 316</b>	<b>23 100</b>	<b>23 035</b>
- Impôt sur les bénéfices	2 648	3 506	3 325	3 876	4 489	4 705	4 925	5 149	5 379	5 614	5 501	5 735	5 937	5 920
<b>Résultat net</b>	<b>6 914</b>	<b>10 135</b>	<b>9 612</b>	<b>11 206</b>	<b>12 979</b>	<b>13 601</b>	<b>14 237</b>	<b>14 887</b>	<b>15 551</b>	<b>16 229</b>	<b>15 903</b>	<b>16 581</b>	<b>17 163</b>	<b>17 115</b>

Tableau des flux de trésorerie														
	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Résultat net de l'ensemble consolidé	6 914	10 135	9 612	11 206	12 979	13 601	14 237	14 887	15 551	16 229	15 903	16 581	17 163	844
+ Dotation aux amortissements	10 479	10 916	12 278	12 278	12 278	12 278	12 278	12 278	12 278	12 278	12 278	12 278	12 278	-
+ Charges et produits sans incidence sur la trésorerie	122	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>= Capacité d'autofinancement</b>	<b>17 515</b>	<b>21 051</b>	<b>21 890</b>	<b>23 484</b>	<b>25 257</b>	<b>25 880</b>	<b>26 516</b>	<b>27 166</b>	<b>27 829</b>	<b>28 507</b>	<b>28 181</b>	<b>28 859</b>	<b>29 442</b>	<b>844</b>
- Variation du besoin en fonds de roulement d'exploitation	3 878	4 894	144	177	190	79	81	83	85	88	(9)	90	82	(3 397)
<b>= Flux d'exploitation (1)</b>	<b>13 637</b>	<b>16 157</b>	<b>21 746</b>	<b>23 307</b>	<b>25 067</b>	<b>25 801</b>	<b>26 435</b>	<b>27 082</b>	<b>27 744</b>	<b>28 420</b>	<b>28 190</b>	<b>28 769</b>	<b>29 360</b>	<b>4 241</b>
- Investissements industriels	8 905	14 909	14 909	8 238	1 984	2 040	2 097	2 155	2 215	2 277	2 271	2 334	2 392	-
- Variation du besoin en fonds de roulement hors exploitation	(10 053)	(985)	985	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	733
- Investissements financiers	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
+ Produits nets des cessions	1	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>= Flux d'investissement (2)</b>	<b>1 149</b>	<b>(13 923)</b>	<b>(15 894)</b>	<b>(8 238)</b>	<b>(1 984)</b>	<b>(2 040)</b>	<b>(2 097)</b>	<b>(2 155)</b>	<b>(2 215)</b>	<b>(2 277)</b>	<b>(2 271)</b>	<b>(2 334)</b>	<b>(2 392)</b>	<b>(733)</b>
<b>Flux de trésorerie disponible après charges financières (1)+(2)</b>	<b>14 786</b>	<b>2 235</b>	<b>5 852</b>	<b>15 069</b>	<b>23 083</b>	<b>23 761</b>	<b>24 338</b>	<b>24 927</b>	<b>25 529</b>	<b>26 142</b>	<b>25 919</b>	<b>26 435</b>	<b>26 968</b>	<b>3 508</b>
<b>+ Augmentation (réduction) de capital</b>	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- Dividendes	-	11 091	11 091	11 091	11 091	11 091	12 644	14 414	16 432	18 733	21 355	24 345	27 753	50 691
<b>= Réduction (augmentation) de l'endettement net</b>	<b>14 786</b>	<b>(8 857)</b>	<b>(5 239)</b>	<b>3 978</b>	<b>11 991</b>	<b>12 670</b>	<b>11 694</b>	<b>10 513</b>	<b>9 096</b>	<b>7 410</b>	<b>4 564</b>	<b>2 090</b>	<b>(786)</b>	<b>(47 183)</b>
Endettement net en début de période	26 728	11 942	11 942	26 038	22 060	10 068	(2 602)	(14 296)	(24 809)	(33 905)	(41 315)	(45 879)	(47 969)	(47 183)
Endettement net en fin de période	11 942	20 799	26 038	22 060	10 068	(2 602)	(14 296)	(24 809)	(33 905)	(41 315)	(45 879)	(47 969)	(47 183)	-

Bilan	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
<b>En milliers d'euros</b>														
+ Immobilisations incorporelles	1 351													
+ Immobilisations corporelles	86 802													
+ Immobilisations financières	3													
<b>= Actifs immobilisés (1)</b>	<b>88 156</b>	<b>92 149</b>	<b>94 779</b>	<b>90 739</b>	<b>80 445</b>	<b>70 206</b>	<b>60 025</b>	<b>49 902</b>	<b>39 839</b>	<b>29 838</b>	<b>19 830</b>	<b>9 886</b>	<b>(0)</b>	<b>-</b>
Stocks	106													
+ Clients	(934)													
+ Autres actifs d'exploitation	4 126													
- Fournisseurs	1 002													
- Autres dettes d'exploitation	4 883													
<b>= Besoin en fonds de roulement (2)</b>	<b>(2 587)</b>	<b>2 307</b>	<b>2 451</b>	<b>2 628</b>	<b>2 818</b>	<b>2 896</b>	<b>2 977</b>	<b>3 060</b>	<b>3 146</b>	<b>3 234</b>	<b>3 225</b>	<b>3 315</b>	<b>3 397</b>	<b>-</b>
Actifs hors exploitation	-													
- Passifs hors exploitation (fournisseurs d'immobilisations)	733	1 718	733	733	733	733	733	733	733	733	733	733	733	-
<b>= BFR hors exploitation (3)</b>	<b>(733)</b>	<b>(1 718)</b>	<b>(733)</b>	<b>(733)</b>	<b>(733)</b>	<b>(733)</b>	<b>(733)</b>	<b>(733)</b>	<b>(733)</b>	<b>(733)</b>	<b>(733)</b>	<b>(733)</b>	<b>(733)</b>	<b>-</b>
<b>Actif économique = (1)+(2)+(3)</b>	<b>84 836</b>	<b>92 737</b>	<b>96 497</b>	<b>92 634</b>	<b>82 530</b>	<b>72 370</b>	<b>62 269</b>	<b>52 229</b>	<b>42 251</b>	<b>32 338</b>	<b>22 322</b>	<b>12 468</b>	<b>2 664</b>	<b>-</b>
<b>Capitaux propres (4)</b>	<b>72 894</b>	<b>71 939</b>	<b>70 459</b>	<b>70 574</b>	<b>72 461</b>	<b>74 971</b>	<b>76 565</b>	<b>77 038</b>	<b>76 157</b>	<b>73 653</b>	<b>68 201</b>	<b>60 437</b>	<b>49 847</b>	<b>(0)</b>
Dettes financières LT	51 304	54 029	48 026	42 022	36 019	30 016	24 013	18 009	12 006	6 003	-	-	-	-
+ Dettes financières CT	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- Trésorerie et équivalents de trésorerie	39 362	33 230	21 988	19 963	25 951	32 617	38 308	42 818	45 911	47 318	45 879	47 969	47 183	0
<b>= Endettement bancaire et financier net (5)</b>	<b>11 942</b>	<b>20 799</b>	<b>26 038</b>	<b>22 060</b>	<b>10 068</b>	<b>(2 602)</b>	<b>(14 296)</b>	<b>(24 809)</b>	<b>(33 905)</b>	<b>(41 315)</b>	<b>(45 879)</b>	<b>(47 969)</b>	<b>(47 183)</b>	<b>-</b>
<b>Capitaux investis = (4)+(5)</b>	<b>84 836</b>	<b>92 737</b>	<b>96 497</b>	<b>92 634</b>	<b>82 530</b>	<b>72 370</b>	<b>62 269</b>	<b>52 229</b>	<b>42 251</b>	<b>32 338</b>	<b>22 322</b>	<b>12 468</b>	<b>2 664</b>	<b>(0)</b>