

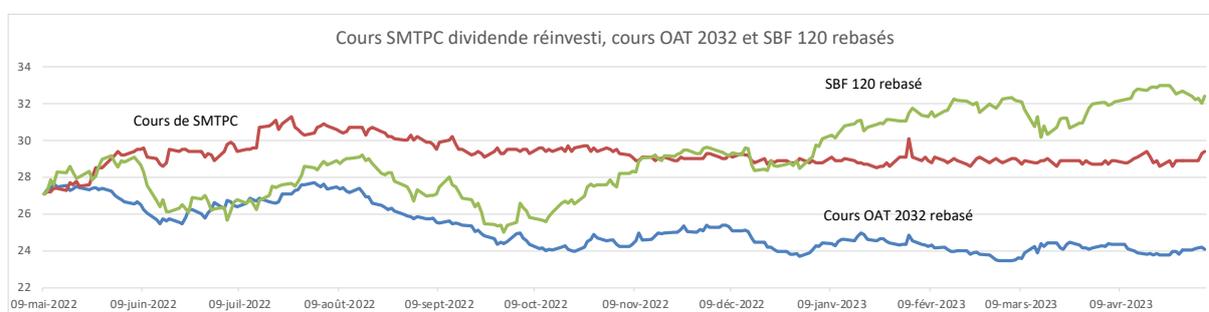
Évaluation de la Société Marseillaise du Tunnel du Prado-Carénage (SMTPC)

Pascal Quiry, détenteur direct et indirect de 1,12 % de SMTPC, professeur de finance à HEC Paris, titulaire de la chaire BNP Paribas et co-auteur du Vernimmen (Finance d'entreprise, Dalloz)

12 mai 2023

Résumé

Un an après l'échec de l'OPAS de Vinci et Eiffage à 25,1 €¹ qui n'a séduit que 6 % des actionnaires minoritaires, le cours évolue dans une étroite fourchette 27 € - 28 € qui témoigne de **la transformation progressive de son comportement d'une action en une obligation à fort rendement (7 % en 2023) et faible risque, comme en témoigne son coefficient bêta de 0,1, à comparer à celui du marché de 1.**



Les performances opérationnelles de SMTPC ont été excellentes en 2022 avec une marge d'EBE qui atteint son plus haut niveau historique à 78 %, juste démenti aux 73,3 % du plan d'affaires qui sous-tendait la tentative ratée d'expropriation. 2023 s'annonce sous les meilleurs auspices avec une fréquentation en hausse de 2,2 % au T1 2023 malgré une hausse de 6,9 % du prix du billet. L'endettement net est marginal à 13 M€, d'autant que l'investissement complémentaire à réaliser pour terminer la bretelle Schløesing en 2023 n'est plus que de 6 M€, sur un investissement total de 97 M€.

Cette note évalue l'action SMTPC à 37 €, ce qui démontre la forte sous-évaluation actuelle qui tient à **l'asymétrie d'information existante** sur SMTPC et entretenue par ses dirigeants à la communication minimaliste. En effet, aucune estimation précise n'a été publiquement donnée au marché sur le surcroît de chiffre d'affaires entraîné par l'ouverture à l'automne 2023 de la bretelle Schløesing. **Or ce potentiel de croissance est important** comme cette étude le démontre. Une seule analyste financière suit l'action SMTPC, et son modèle ne tient compte, à ce jour, que d'une hausse de 3 % de la fréquentation du tunnel SMTPC suite à l'ouverture de la bretelle Schløesing, alors que l'entreprise la chiffre dans son plan d'affaires de 2019 à 13,4 %. Quand elle intégrera la hausse de la fréquentation dans son modèle, et adoptera une politique de versement de dividendes plus réaliste, elle trouvera des chiffres similaires aux nôtres.

En effet, nous estimons que l'EBE pourrait progresser de 27,3 M€ en 2022 à 33,1 M€ en 2024, permettant **au dividende d'au moins doubler**, puisque le flux de trésorerie disponible ne sera plus ponctionné que par des investissements de maintien (1,1 M€) et le remboursement de la dette nette (1,5 M€ par an).

¹ Compte tenu du versement postérieur d'un dividende de 1,9 € à l'été 2022.

Cas unique sur la Bourse de Paris, l'action SMTPC est une rente à échéance de 10 ans, avec un faible risque opérationnel, une forte protection contre l'inflation comme démontré en 2022, et une relative insensibilité aux hausses des taux d'intérêt comme en témoigne la performance 2022, avec un potentiel de croissance significatif grâce à l'ouverture dans quelques mois de la bretelle Schlœsing.

Compte tenu des conditions mises par l'AMF pour accorder sa conformité à l'OPAS de 2022, **Vinci et Eiffage ne peuvent pas avant avril 2025 lancer une nouvelle offre à un prix supérieur à 25,1 €** (ajusté des dividendes à venir). Si tel est leur intention, la valeur de SMTPC sera alors beaucoup plus difficile à manipuler à la baisse avec une ouverture de la bretelle Schlœsing effectuée depuis 18 mois qui aura largement produit ses effets, et une durée résiduelle de la concession de 8 ans qui désensibilise la valeur de l'action au taux d'actualisation retenu.

Au cours du 12 mai de 27,6 €, le **TRI de l'action SMTPC ressort à 11 %**, soit 2,6 fois plus que cela n'est justifié dans les conditions de marché présentes, 780 points de base de plus que le rendement de l'OAT 2032, au cours plus volatile que celui de SMTPC.

Plan

1 - Présentation de SMTPC	3
2 - Évolution de la fréquentation du tunnel du Prado-Carénage	5
3 - Analyse financière de SMTPC	7
4 - Analyse de l'action SMTPC arrêtée au 5 mai 2023	12
5 - Gouvernance de la SMTPC	13
6 - Politique de communication de la SMTPC	21
7 - Analyse des travaux du seul analyste suivant l'action SMTPC	22
8 - Projections financières de SMTPC	23
9 - Méthodes d'évaluation	35
10 - Évaluation de l'action SMTPC	36
Annexes	41

1 - Présentation de SMTPC²

² Sources : SMTPC, Lettre du 21 novembre 2019 de la Commission Européenne à J.-Y. Le Drian.

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

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

Le tunnel Prado-Carénage est un tunnel routier d'une longueur totale de 2 450 mètres, à deux niveaux de circulation unidirectionnelle comprenant chacun 2 voies de 3 m de large³ ; la vitesse y est limitée à 60 km/h. Il permet de traverser la ville de Marseille facilement et rapidement, le cas échéant sans quitter l'autoroute. En effet, il relie l'autoroute A55 depuis le nord de Marseille à l'autoroute A 50 située à l'est de Marseille et permet de desservir le centre-ville, les quartiers sud de la ville (Stade Vélodrome, plage du Prado, le parc du 26ème Centenaire), le Vieux Port, et la zone Euro Méditerranée – Les Docks – Les Ports.

Après un appel d'offres, la concession du tunnel Prado-Carénage a été confiée le 6 février 1989 à la Société Marseillaise du Tunnel Prado-Carénage (SMTPC), société cotée depuis 2004 sur la bourse de Paris, dont le premier actionnaire est le concert formé de Vinci et d'Eiffage (68,3 %), aux côtés du public (31,7 %) dont les salariés (0,24 %). En vertu de cette concession, la SMTPC a été chargée du financement, de la conception, de la construction et de l'exploitation du tunnel pour une durée initiale de 30 ans à compter de la mise en service, qui a eu lieu le 18 septembre 1993, soit jusqu'au 18 septembre 2023. Des travaux complémentaires ont entraîné une première extension de la concession de 2 ans, soit au 18 septembre 2025, par décision de la concédante en date du 19 décembre 1994, puis une seconde extension en 2019 jusqu'au 18 janvier 2033.

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

En 2022, 14,5 M⁴ d'usagers (contre 14,9 M en 2019) ont emprunté le tunnel Prado-Carénage en s'acquittant d'un péage de 3 €, à un rythme moyen de 39 590 passages par jour (40 823 en 2019). D'où un chiffre d'affaires de 35 M€ (35,3 M€) et un résultat net de 13 M€ (12 M€). SMTPC emploie 59 salariés (59 en 2019).

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

³ Le tunnel est interdit aux poids-lourds et aux bus.

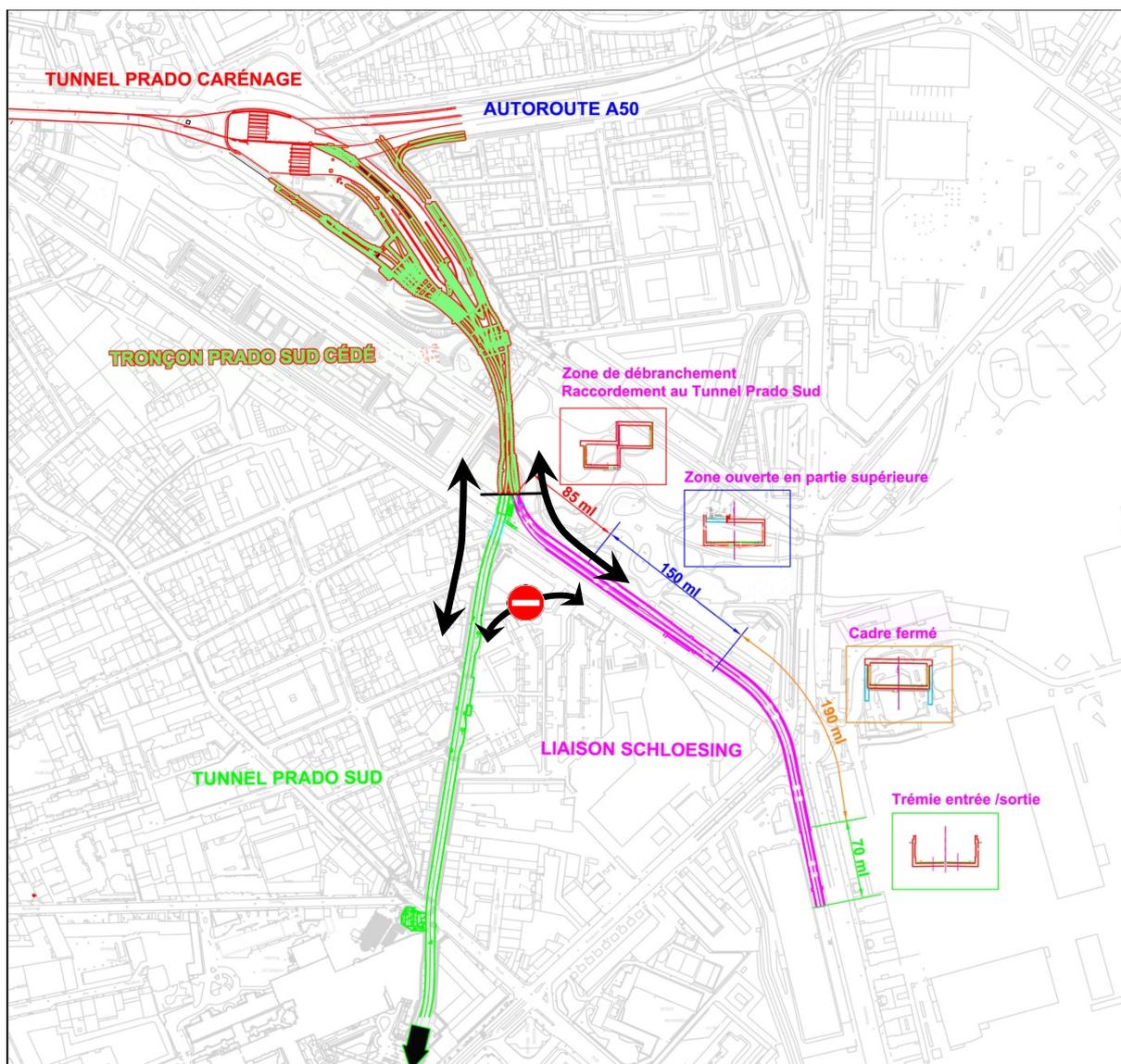
⁴ M = millions.



La Bretelle Schlœsing

Depuis sa mise en service en 1993, les conditions de circulation dans l'environnement immédiat du tunnel Prado-Carénage ont évolué. La sortie du tunnel Prado-Carénage en centre-ville, vers une rue à faible capacité de trafic, **connaît des situations de congestion importante en surface, nécessitant des fermetures temporaires du tunnel pour régulation**. Ces situations de congestion pourraient par ailleurs être aggravées par la politique de déplacement urbain de la Métropole qui veut étendre son réseau de tramway, impliquant la destruction de passerelles aériennes dans le quartier voisin du tunnel (place Ferrié, un nœud de congestion majeure à Marseille, et par où transitent quotidiennement 15 000 véhicules), et le report au sol du trafic des passerelles, alors même que la circulation est déjà difficile.

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



Cet ouvrage offrira un axe bidirectionnel à une voie de circulation par sens reliant directement le boulevard Schloesing et le tunnel Prado-Carénage. Longue de 855 mètres, la bretelle sera composée de 360 mètres d'une section relevant du périmètre d'une autre concession, celle de Prado-Sud⁵ - qui a été cédée à la concession Prado-Carénage (« tronçon Prado-Sud ») - et d'une nouvelle section d'environ 495 mètres dont la construction s'achève.

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

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

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

Le financement des travaux de la Bretelle Schlœsing est assuré :

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

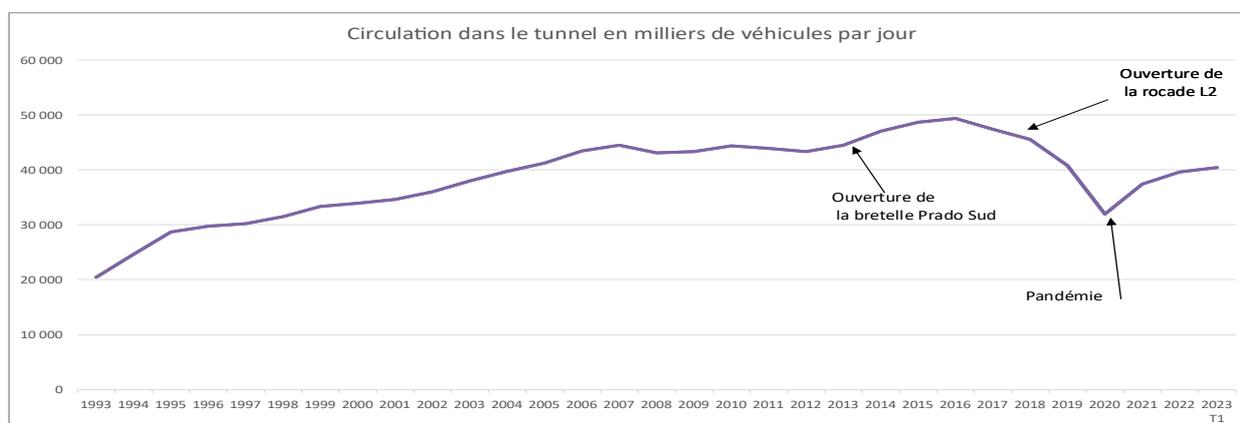
En contrepartie de la prise en charge de la totalité des travaux de construction de la Bretelle Schlœsing, SMTPC avait obtenu dans un premier temps (21 décembre 2015) une seconde extension de sa concession de 11 ans et 2 mois, avant que cette décision ne soit cassée par le préfet le 18 février 2016.

À budget de travaux identique, SMTPC a ensuite accepté le 18 octobre 2017 une extension de sa concession de 7 ans et 11 mois, avant qu'elle ne soit réduite finalement dans l'accord avec la Commission européenne⁶ du 21 novembre 2019 à 7 ans et 4 mois, la portant au 18 janvier 2033 (contre le 18 septembre 2025). Avec des travaux durant 38 mois et commencés au printemps 2020, la Bretelle Schlœsing devait ouvrir au public à fin juillet 2023⁷. Un décalage d'ouverture de 2 mois a été annoncé le 4 avril 2023. Notons qu'en 1993 le tunnel avait ouvert 4 mois plus tôt que prévu, et en 2013 le tunnel de Prado Sud avait lui aussi ouvert avec 7 mois d'avance⁸, ce qui était l'intérêt de SMTPC puisque les concessions n'étaient pas réduites pour autant. Comme on le verra plus loin l'intérêt de Vinci et Eiffage, actionnaires uniques de Prado-Sud et constructeur de la bretelle, est cette fois à une ouverture la plus tardive possible.

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

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

La fréquentation du tunnel du Prado-Carénage a été orientée à la hausse depuis son ouverture en 1993 jusqu'en 2007, puis a entamé une phase de stabilité qui s'achève avec l'ouverture le 16 novembre 2013 du tronçon Prado-Sud⁹. Ce dernier, en prolongeant de 1 500 m le tunnel vers le stade-vélodrome et les plages du Prado, a permis de relancer sa fréquentation : + 5,8 % en 2014, + 3,5 % en 2015, + 1,3 % en 2016 avec 18,013 M de passages, soit un cumul de + 11 % :



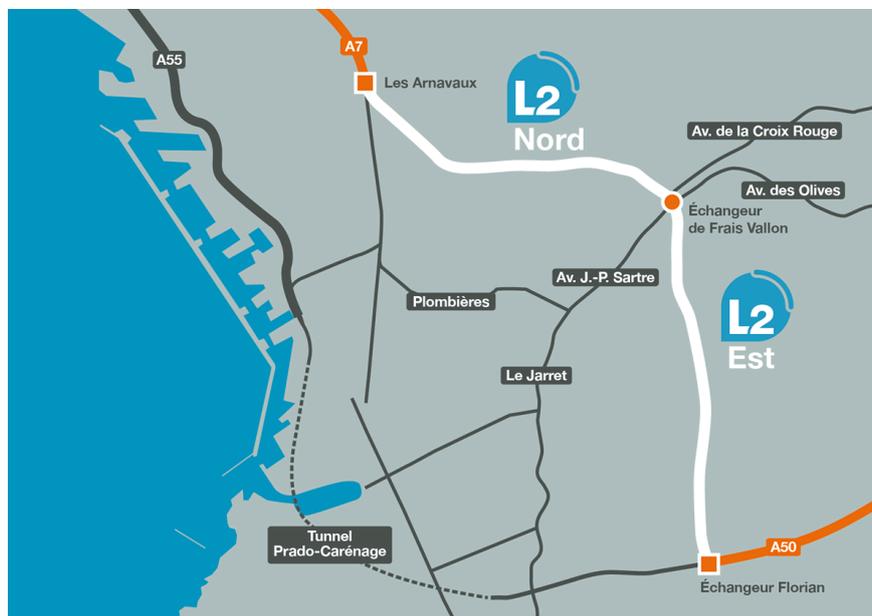
⁶ Qui statuait en particulier au titre du contrôle des aides d'État.

⁷ Page 6 des comptes semestriels 2021 de SMTPC.

⁸ Dossier de presse de l'inauguration du tunnel Prado Sud, page 19

⁹ Propriété de la Société du Prado-Sud, contrôlée intégralement par Vinci et Eiffage, mais exploité par la SMTPC.

L'ouverture le 29 novembre 2016 du tronçon Est, puis du tronçon Nord de la rocade L2 (17 et 25 octobre 2018), qui permettent d'effectuer gratuitement le contournement de Marseille et la jonction entre l'autoroute A50 vers l'est (Nice) et l'A7 vers le nord (Lyon), a alors conduit SMTPC à perdre l'essentiel de sa clientèle de transit. Le trafic recule ainsi de 4,6 % en 2017, puis de 3,1 % en 2018, puis de 14,8 % sur les 9 premiers mois de 2019.



Au total, la baisse du trafic liée à l'ouverture de la rocade L2 est de 21,2 %, alors que SMTPC avait prédit une chute de son trafic de 36 %¹⁰, ce qui illustre le caractère excessivement prudent des prévisions de trafic qu'elle effectue. Il est vrai qu'elle était alors en pleine négociation pour la prolongation de sa concession et qu'elle avait un intérêt financier dans ce cadre à minimiser ses estimations de recettes futures, pour maximiser la durée de la concession.

En effet, au dernier trimestre 2019, la chute du trafic est enrayerée puisque celui-ci rebondit de 4,4 % à 3,851 M passages. Sur les deux premiers mois de 2020, la fréquentation accroît son rebond à + 5,5 %, avec 2,405 M de passages, alors même que la seconde quinzaine de février 2020 commence à être impactée par la pandémie¹¹. Autrement dit, **avant la survenance de la pandémie, la fréquentation annuelle du tunnel est sur un rythme de 15,1 M en passages annuels¹².**

Puis, compte tenu de la pandémie et des mesures de confinement prises, le trafic est fortement affecté, mais rebondit dès lors que les conditions sanitaires redeviennent normales comme en témoignent les trafics de 2020 (11, 676 M, soit - 21,6 %), de 2021 (13,642 M, soit + 16,8 %), de 2022 (14,450 M, soit + 5,9 %) et du T1 2023 (3,404 M, soit + 2,2 %).

3 – Analyse financière de la SMTPC

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

¹⁰ Dans le communiqué de presse du 3 février 2017.

¹¹ Voir le premier paragraphe de la page 35 du rapport annuel 2020 de SMTPC.

¹² $(3,851 + 2,405) * 365 / (31 + 30 + 31 + 31 + 28) = 15,1$ M

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

Alors que la fréquentation du tunnel était en légère croissance en 2016 (+ 1,3 %) après + 3,5 % en 2015, les années 2016-2019 montrent une chute de 17,3 % (incluant le rebond de 4,4 % au T4 2019) du fait de l'ouverture de la nouvelle rocade. Le chiffre d'affaires recule lui de seulement 14 % de 2016 à 2019 grâce à une progression des tarifs qui suivent l'inflation. 2020 est bien sûr atypique en raison de la pandémie qui obère les ventes de 21 %.

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

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
T1	23,5%	23,7%	24,4%	24,2%	24,8%	23,3%	26,4%	21,7%	23,0%
T2	25,4%	25,9%	26,0%	25,6%	26,6%	25,4%	17,9%	24,3%	26,7%
T3	25,3%	25,4%	24,9%	25,3%	26,6%	25,4%	31,3%	28,0%	25,8%
T4	25,9%	25,0%	24,7%	25,0%	22,2%	25,8%	24,4%	26,0%	24,5%
Total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Sources : Données SMTPC.

Grâce à une baisse des charges parallèle à celle de son activité, ce qui est assez remarquable pour une société d'infrastructures où les coûts sont fixes pour la plupart, l'EBE se maintient de 2015 à 2019 à un niveau très élevé de 76 %, caractéristique des entreprises d'infrastructures, qui ont des coûts d'exploitation faibles et des investissements initiaux très lourds. En particulier SMTPC a réduit son principal coût fixe, son personnel, passé de 69 personnes en 2015 à 59 en 2019. La pandémie a pour effet de réduire la marge d'EBE de 76 % des ventes en 2019 à 75 % en 2020, avant un rebond à 78 % en 2022, soit le plus haut historique, avec le retour à des conditions sanitaires normales.

Les dotations aux amortissements ne traduisent pas dans le cas particulier d'une concession, l'usure économique de l'ouvrage, mais la nécessité d'avoir totalement amorti le tunnel à la fin de la concession en janvier 2033. D'où leur importance, ici à un peu plus de 20 % des ventes, avant d'amorcer une hausse à 26 % en 2019 du fait de la baisse du chiffre d'affaires avec l'ouverture de la rocade L2, puis à 37,5 % en 2020 (la pandémie conduisant à la hausse temporaire de ce chiffre, en raison de la baisse temporaire des péages), avant de revenir à un chiffre plus normal en 2022 (26%).

Le résultat net représente un gros tiers des ventes, sauf en 2020 (un quart).

En milliers d'euros	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Nombre de passages annuels en milliers	17 787	18 013	17 306	16 643	14 900	11 676	13 642	14 450
Croissance annuelle de la fréquentation en volume, hors impact ouverture bretelle Schlœsing		1,3%	-3,9%	-3,8%	-10,5%	-21,6%	16,8%	5,9%
Hausse de fréquentation annuelle due à l'ouverture de la bretelle Schlœsing								
Prix officiel moyen du billet TTC	2,80 €	2,80 €	2,80 €	2,80 €	2,90 €	2,90 €	2,90 €	2,95 €
Prix officiel revalorisé de l'inflation					2,93 €	2,93 €	3,01 €	3,18 €
Prix effectif du passage HT	2,23 €	2,22 €	2,23 €	2,24 €	2,30 €	2,30 €	2,30 €	2,34 €
Taux de croissance du prix effectif du passage		-0,5%	0,4%	0,2%	2,7%	0,1%	0,0%	2,0%
Taux d'inflation dans l'économie	0,0%	0,2%	1,0%	1,8%	1,2%	-0,3%	2,8%	5,8%
Chiffre d'affaires péages	39 743	40 032	38 607	37 208	34 204	26 825	31 393	33 875
Chiffre d'affaires autres revenus	978	978	1 135	1 096	1 146	1 085	1 135	1 145
<i>Dont facturations à Prado Sud</i>	741	742	722	723	666	670	675	703
Chiffre d'affaires total	40 721	41 010	39 742	38 304	35 350	27 910	32 528	35 020
- Charges externes	3 679	3 484	3 792	3 608	3 114	2 859	3 064	3 513
= Valeur ajoutée	37 042	37 526	35 950	34 696	32 236	25 051	29 464	31 507
- Charges de personnel	4 928	5 140	4 850	4 816	4 237	3 476	4 011	4 111
- Impôts et taxes	908	897	892	791	743	555	545	535
+/- Autres produits/ charges	(152)	(334)	202	165	(320)	(224)	68	454
= Excédent brut d'exploitation	31 054	31 155	30 410	29 254	26 936	20 796	24 976	27 315
- Dotations aux amortissements	8 666	8 891	8 119	8 731	9 241	10 479	9 442	9 237
= Résultat d'exploitation	22 388	22 264	22 291	20 523	17 695	10 317	15 534	18 078
- Coût de l'endettement net	656	296	206	130	136	454	422	680
+ Autres éléments financiers	57	12						187
+ Eléments non récurrents	(133)	(68)	(350)	(51)	(6)	(301)	(360)	(180)
= Résultat avant impôt	21 656	21 912	21 735	20 342	17 553	9 562	14 752	17 405
- Impôt sur les bénéfices	7 743	7 776	6 778	6 841	5 553	2 648	4 082	4 436
Résultat net	13 913	14 136	14 957	13 501	12 000	6 914	10 670	12 969

Sources : Données SMTPC.

En % du chiffre d'affaires	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Chiffre d'affaires péages	97,6%	97,6%	97,1%	97,1%	96,8%	96,1%	96,5%	96,7%
Chiffre d'affaires autres revenus	2,4%	2,4%	2,9%	2,9%	3,2%	3,9%	3,5%	3,3%
Chiffre d'affaires total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
- Charges externes	9,0%	8,5%	9,5%	9,4%	8,8%	10,2%	9,4%	10,0%
= Valeur ajoutée	91,0%	91,5%	90,5%	90,6%	91,2%	89,8%	90,6%	90,0%
- Charges de personnel	12,1%	12,5%	12,2%	12,6%	12,0%	12,5%	12,3%	11,7%
- Impôts et taxes	2,2%	2,2%	2,2%	2,1%	2,1%	2,0%	1,7%	1,5%
+/- Autres produits/ charges	-0,4%	-0,8%	0,5%	0,4%	-0,9%	-0,8%	0,2%	1,3%
= Excédent brut d'exploitation	76,3%	76,0%	76,5%	76,4%	76,2%	74,5%	76,8%	78,0%
- Dotations aux amortissements	21,3%	21,7%	20,4%	22,8%	26,1%	37,5%	29,0%	26,4%
= Résultat d'exploitation	55,0%	54,3%	56,1%	53,6%	50,1%	37,0%	47,8%	51,6%
- Coût de l'endettement net	1,6%	0,7%	0,5%	0,3%	0,4%	1,6%	1,3%	1,9%
+ Autres éléments financiers	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,5%
+ Eléments non récurrents	-0,3%	-0,2%	-0,9%	-0,1%	0,0%	-1,1%	-1,1%	-0,5%
= Résultat avant impôt	53,2%	53,4%	54,7%	53,1%	49,7%	34,3%	45,4%	49,7%
- Impôt sur les bénéfices	19,0%	19,0%	17,1%	17,9%	15,7%	9,5%	12,5%	12,7%
Résultat net	34,2%	34,5%	37,6%	35,2%	33,9%	24,8%	32,8%	37,0%

Sources : Données SMTPC.

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

par an, correspondent à l'entretien et à la modernisation du tunnel.

Bilan								
En milliers d'euros	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
+ Immobilisations incorporelles	899	941	1 278	1 038	1 441	1 351	1 053	837
+ Immobilisations corporelles	58 910	54 184	45 804	39 080	38 610	37 643	91 232	92 279
+ Tronçon acquis de Prado Sud					49 800	49 159		
+ Immobilisations financières						3	3	3
= Actifs immobilisés (1)	59 809	55 125	47 082	40 118	89 851	88 156	92 288	93 119
Stocks	100	92	96	97	102	106	80	88
+ Clients	(788)	(969)	(826)	(822)	(786)	(934)	(843)	1 418
+ Autres actifs d'exploitation	1 215	1 521	2 382	1 552	(694)	3 299	1 181	1 188
- Fournisseurs	810	694	624	1 158	1 066	1 002	1 882	1 712
- Autres dettes d'exploitation	7 276	6 551	5 593	5 008	4 931	4 883	5 813	6 071
= Besoin en fonds de roulement (2)	(7 559)	(6 601)	(4 565)	(5 339)	(7 375)	(3 414)	(7 277)	(5 089)
Actifs hors exploitation	-	-	-	-	9 957	-	-	-
- Passifs hors exploitation (fournisseurs d'immobilisations)	1 326	1 095	152	812	637	733	2 623	693
= BFR hors exploitation (3)	(1 326)	(1 095)	(152)	(812)	9 320	(733)	(2 623)	(693)
Actif économique = (1)+(2)+(3)	50 924	47 429	42 365	33 967	91 796	84 009	82 388	87 337
Capitaux propres (4)	55 754	58 796	62 661	65 011	65 068	72 067	72 391	74 353
Dettes financières LT	25 307	19 994	14 718	9 606	46 013	51 304	56 961	59 943
+ Dettes financières CT					-	-		
- Trésorerie et équivalents de trésorerie	30 137	31 361	35 014	40 650	19 285	39 362	46 964	46 959
= Endettement bancaire et financier net (5)	(4 830)	(11 367)	(20 296)	(31 044)	26 728	11 942	9 997	12 984
Capitaux investis = (4)+(5)	50 924	47 429	42 365	33 967	91 796	84 009	82 388	87 337

Sources : Données SMTPC.

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

en k€ et en %	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
BFR d'exploitation	- 7 559	- 6 601	- 4 565	- 5 339	- 7 375	- 3 414	- 7 277	- 5 089
BFR d'exploitation en % du chiffre d'affaires	-18,6%	-16,1%	-11,5%	-13,9%	-20,9%	-12,2%	-22,4%	-14,5%
Délai clients en jours de CA	-6j	-7j	-6j	-7j	-7j	-10j	-8j	12j
Stocks en jours de CA	1j							
Fournisseurs en jours d'achat et de services externes	67j	61j	50j	98j	104j	107j	187j	148j
Taux de TVA	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%

Sources : Données SMTPC.

On notera le poste client est gonflée d'environ 2 M€ en 2022 du fait d'un reversement pour la première fois de recettes clients collectées de manière centralisée via les badges télépéages dit interopérables et reversées à SMTPC par le gestionnaire de ces badges postérieurement à la clôture.

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

Tableau des flux de trésorerie+B36:S54

En milliers d'euros	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Résultat net de l'ensemble consolidé	13 913	14 136	14 957	13 501	12 000	6 914	10 670	12 969
+ Dotation aux amortissements	8 666	8 891	8 119	8 731	9 241	10 479	9 442	9 237
+ Charges et produits sans incidence sur la trésorerie	(760)	296	2 142	(347)	(673)	205	1 060	(96)
= Capacité d'autofinancement	21 819	23 323	25 218	21 885	20 568	17 598	21 172	22 110
- Variation du besoin en fonds de roulement d'exploitation	360	958	2 036	(774)	(2 036)	3 961	(3 863)	2 188
= Flux d'exploitation (1)	21 459	22 365	23 182	22 659	22 604	13 637	25 035	19 922
- Investissements industriels	770	4 527	2 219	1 504	59 154	8 905	13 889	9 888
- Variation du besoin en fonds de roulement hors exploitation	(1 115)	231	943	(660)	10 132	(10 053)	(1 890)	1 930
- Investissements financiers	-	-	-	-	-	-	-	-
+ Produits nets des cessions	7	21	24	24	1	1	-	-
= Flux d'investissement (2)	352	(4 737)	(3 162)	(820)	(69 285)	1 149	(11 999)	(11 818)
Flux de trésorerie disponible après charges financières (1)+(2)	21 811	17 628	20 020	21 839	(46 681)	14 786	13 036	8 104
+ Augmentation (réduction) de capital						-	-	-
- Dividendes	11 091	11 091	11 091	11 091	11 091	-	11 091	11 091
= Réduction (augmentation) de l'endettement net	10 720	6 537	8 929	10 748	(57 772)	14 786	1 945	(2 987)
Endettement net en début de période	5 890	(4 830)	(11 367)	(20 296)	(31 044)	26 728	11 942	9 997
Endettement net en fin de période	(4 830)	(11 367)	(20 296)	(31 044)	26 728	11 942	9 997	12 984

Sources : Données SMTPC.

Fin 2022, l'endettement net, à 13,0 M€, n'est pas un sujet car couvert par 6 mois d'EBE :

Structure d'endettement	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Dettes bancaires et financières nettes/ EBE	-0,2	-0,4	-0,7	-1,1	1,0	0,6	0,4	0,5
Résultat d'exploitation / coût de l'endettement	34	75	108	158	130	23	37	27
Actifs circulants / passifs circulants	379%	442%	590%	673%	299%	711%	616%	638%
Dettes bancaires et financières nettes / capitaux propres	-0,1	-0,2	-0,3	-0,5	0,4	0,2	0,1	0,2

Source : Calculs à partir des données SMTPC.

La liquidité de SMTPC est excellente avec 47 M€ en caisse fin 2022.

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

Rentabilités	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Résultat d'exploitation après impôt sur les sociétés / Chiffre d'affaires	35,3%	35,0%	38,6%	35,6%	34,2%	26,7%	34,5%	38,5%
x								
Chiffre d'affaires / Actif économique hors filiales	0,8	0,9	0,9	1,1	0,4	0,3	0,4	0,4
= Rentabilité économique après impôt	28,2%	30,3%	36,2%	40,1%	13,2%	8,9%	13,6%	15,4%
Coût de la dette après impôt sur les sociétés	-8,7%	-1,7%	-0,7%	-0,3%	0,3%	2,7%	3,1%	3,9%
Levier financier (Endettement bancaire et financier net / Capitaux propres)	-0,1	-0,2	-0,3	-0,5	0,4	0,2	0,1	0,2
Rentabilité des capitaux propres après impôt	25,2%	24,2%	24,4%	20,8%	18,5%	10,0%	15,2%	17,7%
Part de la rentabilité des capitaux propres expliquée par l'effet de levier	-12%	-25%	-48%	-92%	29%	11%	10%	13%
Taux apparent d'impôt sur les sociétés	35,8%	35,5%	31,2%	33,6%	31,6%	27,7%	27,7%	25,5%

Source : Calculs à partir des données SMTPC.

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

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

4- Analyse de l'action SMTPC au 5 mai 2023

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

Les évolutions du cours sont marquées :

- par le détachement des dividendes (D sur le graphique ci-dessous) qui sont importants compte tenu du statut de valeur de rendement que son activité d'infrastructure et sa structure financière faiblement endettée lui confèrent.
- par les nouvelles relatives à la durée de la concession (fin 2019),
- par les nouvelles relatives à l'effet de l'ouverture de la rocade L2 (début 2017).
- par la pandémie,
- l'OPA annoncée le 31 mars 2021 et achevée le 6 mai 2022.



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

Post OPA à 25,1 € (27 € moins le dividende de 1,9 €), le cours de Bourse de SMTPC s'est stabilisé au-dessus de 27 €.

Les transactions annuelles représentent depuis 2018, et hors 2021, année de l'OPA, le tiers du flottant, correspondant à un volume de 15 M€ en 2022, soit environ 60 k€ par jour, ce qui donne une bonne liquidité pour une entreprise capitalisant environ 160 M€.

Paramètres de valeur	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Cours le plus haut	35,0	33,8	26,7	26,4	21,2	22,9	27,5	29,9
Cours le plus bas	30,5	28,3	18,7	17,2	17,7	13,5	14,7	27,1
Dernier cours	34,6	32,0	23,0	21,8	20,3	16,0	27,2	27,1
Cours moyen de l'année	33,4	32,0	22,1	21,4	19,2	16,0	23,0	28,0
Nombre d'actions en milliers	5 838	5 838	5 838	5 838	5 838	5 838	5 838	5 838
Bénéfice net courant (part du groupe) par action en €	2,41	2,43	2,62	2,32	2,06	1,24	1,89	2,25
Taux de croissance du BPA		1%	8%	-11%	-11%	-40%	53%	19%
PER	13,9	13,2	8,4	9,2	9,3	12,9	12,2	12,4
Multiple des ventes	4,7	4,3	2,7	2,4	3,9	4,3	3,7	5,0
Multiple d'excédent brut d'exploitation	6,1	5,6	3,6	3,2	5,2	5,1	5,9	6,5
Multiple de résultat d'exploitation	8,5	7,9	4,9	4,6	7,9	11,6	6,8	9,8
Dividende par action en €	1,9	1,9	1,9	1,9	0,0	1,9	1,9	1,9
Rendement en %	5,7%	5,9%	8,6%	8,9%	9,9%	0,0%	8,3%	6,8%
Taux de distribution en %	79%	78%	72%	82%	0%	154%	101%	84%
Titres échangés	428 740	533 090	1 060 000	703 730	584 050	681 040	1 236 824	569 068
En % du flottant	22%	27%	54%	36%	30%	35%	63%	31%
Capitalisation boursière moyenne en M€	195	187	129	125	112	93	134	163
Capitaux propres comptables part du groupe en M€	56	59	63	65	65	72	72	74
Capitalisation boursière moyenne / capitaux propres comptables pdg	3,5	3,2	2,1	1,9	1,7	1,3	1,9	2,2

Le flottant, 31,7 % du capital (100 % du capital, moins Vinci et Eiffage) est concentré, puisque les 7 principaux actionnaires suivants Vinci et Eiffage détenaient au 31 mars 2022 10,25 % du capital¹³. On peut présumer que le solde du capital est détenu par des milliers de porteurs. En effet, SMTPC est un produit unique en Bourse qui permet de transformer un capital en une rente sur 10 ans, indexée sur l'inflation, avec un potentiel avéré de développement (bretelle Schlœsing), un risque faible (le β calculé sur 3 ans de l'action SMTPC est de 0,25), et une bonne liquidité.

5- Gouvernance de la SMTPC

La gouvernance de la SMTPC est tout sauf satisfaisante.

- a) **La composition du conseil d'administration ne reflète pas celle de l'actionariat** avec :
- un président non salarié et non ancien salarié de Vinci ou Eiffage, âgé de 75 ans, et dont le mandat a été renouvelé pour 4 ans en 2022, qui a été directeur général des services techniques, puis secrétaire général adjoint de la mairie de Marseille, directeur général de la société d'autoroutes AREA entre 1998 et 2006 (avant qu'elle ne soit acquise par Eiffage),
 - une administratrice indépendante,
 - trois administrateurs personnes morales représentant Vinci et
 - trois administrateurs personnes morales représentant Eiffage.

Alors que les actionnaires minoritaires représentent un poids similaire à celui de Vinci et d'Eiffage avec un tiers du capital chacun, le nombre d'administrateurs indépendant a été réduit

¹³ Selon Refinitiv Eikon et les informations de l'auteur.

de 2 à 1 fin 2022¹⁴. SMTPC a cessé de suivre le code de gouvernance de Middlednext lors de son passage fin 2022 sur Euronext Growth sans adopter d'autres codes de gouvernance et a supprimé les comités du conseil.

Lors de l'AG 2022, Vinci et Eiffage ont refusé la nomination d'un administrateur indépendant supplémentaire et ont refusé que les administrateurs indépendants soient, de facto, désigné par les actionnaires minoritaires, pour continuer à pouvoir choisir leur propre candidat.

- b) **Le directeur général de la SMTPC est aussi Président de la société Prado-Sud (contrôlée intégralement par Vinci et Eiffage) et dont l'exploitation du tunnel a été confiée à la SMTPC.** Or les directeurs généraux de la SMTPC sont des anciens cadres de Vinci ou d'Eiffage en attendant de le redevenir après leur période à SMTPC comme l'illustre le parcours de Mme Cécile Cambier : Eiffage Concessions (2004-2008), Vinci Concession (2008-2014), SMTPC et Prado-Sud (2014-2021), Eiffage, direction des concessions (2021-), ou celui de son successeur M. Jérôme Havard : Vinci Concession (2016-2021), SMTPC et Prado-Sud (2021-). **Le directeur général de la SMTPC est ainsi titulaire d'un contrat de travail auprès de Vinci Concessions et non de SMTPC.** Ces trois casquettes ne sont pas sans générer des conflits d'intérêt dont les faits démontrent bien comment ils sont arbitrés par les intéressés.
- c) **Une administratrice indépendante, Madame Vial-Brocco, qui ne l'est que de nom.** Seule face à 8, en incluant le directeur général. Avec un président, et un directeur général qui prépare les dossiers, qui ont les mêmes fonctions au sein de Prado Sud. Avec un directeur général de SMTPC qui sait qu'il n'est que pour quelques années à SMTPC et qu'il retournera tôt ou tard chez Vinci ou bifurquera vers Eiffage comme son prédécesseur, et qui de surcroît a gardé un contrat de travail avec Vinci.

Dans ce contexte, il faut une force de caractère, une présence physique, une volonté de faire valoir ses vues, rares chez un individu, immergé dans un groupe de personnes qui spontanément pensent d'abord aux intérêts de Prado Sud, Eiffage et Vinci, puisque c'est leur intérêts personnels ou professionnels, avant de penser aux intérêts de SMTPC et de ses actionnaires minoritaires. Comme le dit Warren Buffett avec sa truculence et sa sagesse nourrie de son expérience pluri décennale des conseils d'administration : « Voter non dans un conseil d'administration, c'est comme roter bruyamment dans un dîner. Vous ne pouvez pas le faire souvent, sinon vous allez vite vous retrouver à dîner dans la cuisine. »¹⁵. Ou, dans un langage plus chatié, ce que l'on appelle le *groupthink*, qui fait le plus souvent hésiter au sein d'un groupe les participants d'un avis différent et les conduit à taire leurs doutes pour aller dans le sens du groupe¹⁶.

Cette pression du groupe est telle que Madame Françoise Vial-Brocco a refusé à trois reprises (le 16 juillet 2021 et à deux reprises le 28 octobre 2021) de recevoir pour les écouter des représentants d'actionnaires contestant le prix de l'OPAS et détenant un tiers du flottant.

- d) **Le président du conseil d'administration, Pierre Rimatéi bénéficie par ailleurs d'une rémunération d'Eiffage.** En effet, il siège depuis 2011 dans les commissions internes des marchés d'APRR et d'AREA du groupe Eiffage, aux côtés du PDG d'APRR et DG d'AREA, Monsieur Philippe Nourry, administrateur de SMTPC représentant le groupe Eiffage.

¹⁴ La nomination d'une seconde administratrice indépendante est proposée à l'AG de 2023.

¹⁵ <https://www.theglobeandmail.com/globe-investor/warren-buffett-we-need-more-belching-in-the-boardroom/article18537823/>

¹⁶ Voir par exemple Oliver Sibony, Vous allez commettre une terrible erreur ! Flammarion 2019, chapitre 8.

- e) **Les administrateurs non représentant d'Eiffage ou de Vinci ne détiennent qu'un nombre symbolique d'actions SMTPC, loin de la bonne pratique d'y consacrer au minimum un an de rémunération.** Ainsi le Président Pierre Rimattéi dont la rémunération et les jetons de présence 2021 ont atteint 42 k€, ne détient que 5 actions valant au cours actuel 135 € ; Madame Vial Brocco administratrice depuis 2012, 13 k€ de rémunération en 2021 et 5 actions valant au cours actuel 135 €. Il est vrai que le règlement intérieur du conseil d'administration de SMTPC met la barre à . . . 5 actions. Le directeur général, Jérôme Havard, salarié de Vinci n'est pas actionnaire, cas probablement unique pour le mandataire social d'une société cotée en Bourse.

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

a) Une première illustration des défaillances de gouvernance

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

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

De son côté, dans cette renégociation, Prado Sud cède une fraction de son tunnel pour un prix qui n'a pas varié depuis le début des négociations à 49,8 M€ ; il supporte la même baisse future d'activité du fait de l'ouverture de la bretelle Schlœsing qui distrait une partie de sa clientèle ; il régle au groupement des constructeurs de son tunnel, constitué uniquement de filiales des groupes Vinci et Eiffage (Campenon Bernard Sud Est, GTM, Santerre Marseille, Eiffage TP et Eiffage Énergie Méditerranée), la somme de 16,145 M€ qui solde des réclamations de surcoûts exposés dans un mémoire daté du 20 juin 2011 dont la responsabilité incomberait à la Métropole¹⁷. Enfin il renonce à une réclamation datant de 2011 pour un montant de 16 M€ contre la Métropole pour retards dans le lancement du chantier.

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

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

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

¹⁷ Rapport de gestion 2013 Prado Sud, page 3.

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

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

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

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

b) Une seconde illustration des défaillances de gouvernance

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

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

Les montants concernés sont les suivants :

En k€	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Facturé à Prado Sud pour assistance	284	146	166	41	42	42	43	31	45	46	47
Facturé à Prado Sud pour exploitation	-	690	1060	700	700	680	680	635	625	629	656
Total	284	836	1226	741	742	722	723	666	670	675	703

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

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

Source : rapports annuels SMTPC 2012 et 2014

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

Et comme depuis 2014, la fréquentation en volume du tunnel de Prado Sud n'a cessé de progresser, + 82 % à fin 2019 avant la pandémie¹⁸, il est probable que ce montant de 1,4 M€ annuel, hors dotation aux amortissements et marge bénéficiaire soit significativement plus élevé aujourd'hui.

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

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

Ce chiffre de 1,5 M€ est d'autant plus crédible que c'est exactement celui que l'on trouve lorsque que l'on rétient le taux de rémunération de l'exploitation de l'A65, propriété à 65 % d'Eiffage, mais exploitée par Sanef Aquitaine, filiale à 100 % de son confrère Sanef : 12,2 %¹⁹ du chiffre d'affaires. Le chiffre d'affaires de Prado Sud en 2019 a été de 12,2 M€, et 12,2 M€ x 12,2 % = 1,5 M€.

Eiffage considère donc qu'un coût d'entretien d'une autoroute de l'ordre de 12,2 % de son chiffre d'affaires est acceptable ; en tout cas c'est celui qu'il a négocié avec son concurrent Sanef. Pourquoi n'est-il que de 5,5 %²⁰ quand le minoritaire n'est pas un professionnel du secteur, mais des investisseurs en Bourse ?

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

¹⁸ 3,556 M de passages en 2014 et 6,477 M en 2019.

¹⁹ 8,1 M€ de redevances facturée à l'A65 constituant le chiffre d'affaires 2019 de Sanef Exploitation / le chiffre d'affaires 2019 de l'A65 = 8,1 / 66,5.

²⁰ 0,666 / 12,191 = 5,5 %.

de SMTPC utilisées par Prado Sud comme la direction générale de SMTPC l'a implicitement confirmée à Pascal Quiry dans son courrier du 6 septembre.²¹

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

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

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

- **la rémunération des immobilisations de SMTPC mises gratuitement à la disposition de Prado Sud ;**
- **et la hausse de 73 % entre 2014 et 2021²² de la fréquentation en volume** du tunnel de Prado Sud qui a dû faire grimper ses coûts d'exploitation

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

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

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

²¹ « Les réévaluations successives du coût des prestations d'exploitation facturées par SMTPC ont été réalisées sur la base d'un calcul analytique en coûts complets reprenant l'ensemble des achats, prestations et services extérieurs, impôts et taxes et frais de personnel affectés à l'exploitation du tunnel Prado Sud, augmentés d'une marge pour SMTPC comparable aux conditions de marché pour ce type de service. »

²² Le chiffre pour 2022 n'a pas été rendu public à ce jour.

prévisions de son plan d'affaires²³ pour cette même année (8,8 M€), témoin d'une fréquentation plus importante que prévue ?

- (c) Pourquoi, lors de la dernière révision de ce contrat en 2018, de 680 k€ sans intéressement à 610 k€ sans intéressement, pour tenir compte de la cession du tronçon, il n'a pas été tenu compte de la poursuite de la croissance de la fréquentation du tunnel Prado Sud, qui permet de réaliser un chiffre d'affaires (10,4 M€) supérieur de 17 % aux 8,9 M€ prévus dans son plan d'affaires ?
- (d) Pourquoi, alors que Prado Sud est si efficace pour obtenir de SMTPC des baisses régulières de sa rémunération en raison d'un trafic inférieur aux prévisions, SMTPC n'agit-elle pas pour obtenir une revalorisation de sa rémunération quand le trafic de Prado Sud est supérieur aux prévisions établies lors de la dernière révision de sa rémunération, et en croissance par rapport aux années précédentes ? Ainsi en 2019, quand le chiffre d'affaires de Prado Sud atteint 12,2 M€, contre les 8,8 M€ qui avaient été prévus en 2016 pour 2019, soit 39 % de plus. La vaste majorité de cette hausse s'explique par un effet volume et non par un effet prix, entraînant donc un entretien supérieur à ce qui avait été prévu, d'autant que le trafic a crû dans l'intervalle de 34 %²⁴.

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

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

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

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

SMTPC explique²⁵ cette différence par l'âge d'un tunnel qui influe notablement sur ses coûts d'entretien, et que celui de SMTPC, ouvert en 1993, a nécessairement des coûts d'entretien supérieur de ce fait à ceux de Prado Sud, ouvert en 2013.

Si cette remarque était pertinente au cas présent, comment expliquer que dans le compte de résultat prévisionnel de Prado Sud²⁶ préparé par les équipes de Vinci et d'Eiffage, que chiffre d'affaires et coûts d'exploitation croissent au même rythme entre 2016 et 2055, date de fin de la concession ? N'aurait-il pas fallu, en vertu du principe édicté par SMTPC, s'il était juste, faire croître plus vite les coûts d'exploitation que le chiffre d'affaires, pour tenir compte de coûts

²³ Figurant à l'annexe 4 de l'avenant 2 du contrat de concession Prado Sud.

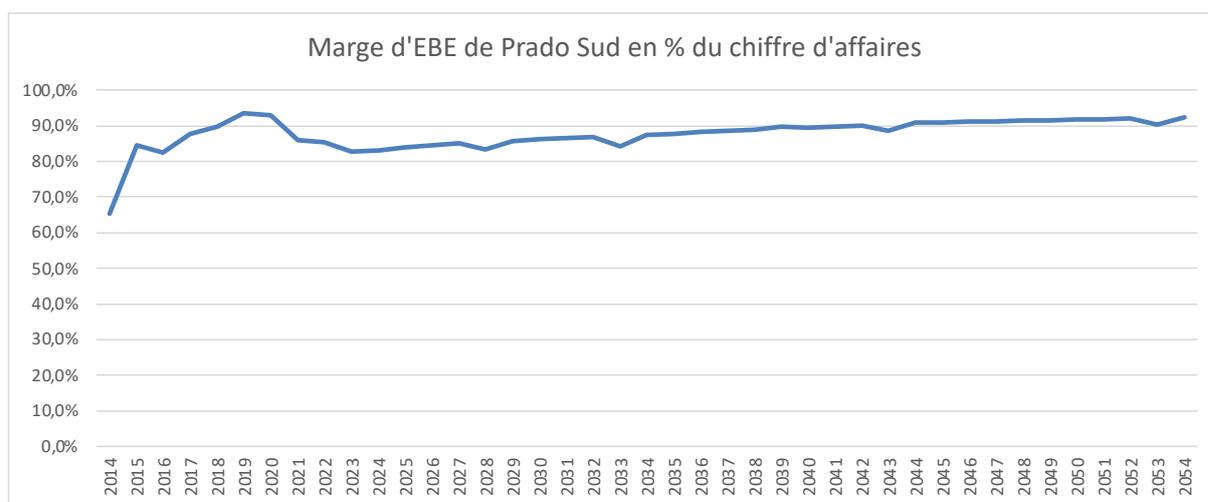
²⁴ De 4,844 M en 2016 à 6,477 M en 2019.

²⁵ Dans son courrier à Pascal Quiry du 6 septembre 2021.

²⁶ Que l'on trouve à l'annexe 4 à l'avenant n°2 du contrat de concession de Prado Sud.

d'exploitation croissants avec la vétusté du tunnel, surtout sur une durée qui atteint 39 ans ? Comment expliquer, pour reprendre l'exemple donné par SMTPC, « *les coûts d'exploitation et de maintenance d'une infrastructure âgée de 28 ans sont donc nécessairement supérieures à ceux d'une infrastructure livrée il y a seulement 8 ans*²⁷ », que la marge d'EBE de Prado Sud 28 ans après son ouverture (soit en 2041) soit, dans les prévisions de Prado Sud, de 89,7 % du chiffre d'affaires contre 86,0 % en 2021, 8 ans après son ouverture. Ne devrait-elle pas être plus basse, en vertu du principe que édicté par SMTPC ?

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



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

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

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

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

²⁷ Dans son courrier à Pascal Quiry du 6 septembre 2021.

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

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

6- Politique de communication de la SMTPC

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

1. À la question posée par écrit à l'AG 2021 de savoir quel est l'impact attendu sur les recettes de péage de l'ouverture de la bretelle Schlœsing, la réponse écrite a été : « L'impact initialement attendu de l'ouverture de la bretelle Schlœsing sur les recettes de péage était de l'ordre de 3 %. Les conséquences de la crise sanitaire sur l'activité de la société créée cependant l'incertitude sur cette prévision ». On verra plus loin dans cette étude que la SMTPC chiffrait, dans son plan d'affaires transmis en 2019 à la Métropole et aux autorités européennes, l'impact de l'ouverture de la bretelle Schlœsing sur la fréquentation du tunnel à 13,4 %, étalé sur 3 ans. Le chiffre de 3 % donné par la SMTPC correspond, au mieux, à une estimation de l'impact sur une seule année et non pas, comme demandé par l'actionnaire, l'impact total.
2. À la question posée par oral à l'AG 2022 de savoir pourquoi SMTPC n'avait pas déposé sa candidature à la concession de tunnel de Prado Sud, ce qui aurait été dans la logique opérationnelle et aurait évité des conflits d'intérêt, la réponse du président Rimaté²⁸ a été de dire que les autorités locales n'auraient pas accepté une situation de monopole sur les tunnels urbains, comme si Vinci et Eiffage ne contrôlaient pas déjà ensemble SMTPC depuis l'ouverture de son tunnel !
3. La connotation des communiqués de presse annonçant la fréquentation trimestrielle est systématique négative. Ainsi dans celui du T1 2023, SMTPC atténue immédiatement la portée d'une progression de la fréquentation au T1 2023 de 2,2 % de plus par rapport au T1 2022, en indiquant que : « *La visibilité demeure réduite à date, l'activité restant notamment dépendante de l'évolution du contexte économique et social et notamment des effets sur le trafic susceptibles de résulter de la hausse de l'inflation, du coût des carburants et de l'actualité sociale.* »

On notera, sans plus de commentaires, que la responsable de la communication de SMTPC depuis juillet 2019, Madame Frédérique Alary, est aussi en même temps salariée du groupe Eiffage depuis 1999 (actuellement déléguée générale de la Fondation Eiffage)²⁹.

²⁸ Page 3 du PV de l'AG du 21 juin 2022.

²⁹ <https://www.linkedin.com/in/frédérique-alary-077b507b/>

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

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

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

Date	Cours	DCF	DDM	Objectif de cours	Recommandation	Évolution de la recommandation
17 oct. 2019	17,8 €	22,4 €	20,0 €	21,2 €	Accumuler	Stable
25 nov. 2019	18,6 €			26,0 €	Acheter	À la hausse
27 nov. 2019	18,8 €	25,7 €	26,3 €	26,0 €	Acheter	Stable
17 janv. 2020	21,2 €	29,3 €	25,8 €	27,5 €	Acheter	Stable
26 mars 2020	17,1 €			26,8 €	Acheter	Stable
27 avril 2020	17,8 €	28,1 €	23,6 €	26,0 €	Acheter	Stable
13 juil. 2020	17,9 €			27,3 €	Acheter	Stable
17 juillet 2020	18,1 €	29,3 €	22,8 €	26,0 €	Acheter	Stable
3 sept. 2020	17,5 €	29,3 €	22,8 €	26,0 €	Acheter	Stable
16 oct. 2020	15,2 €	26,7 €	17,7 €	22,2 €	Acheter	Stable
15 janv. 2021	16,0 €	25,0 €	18,1 €	21,6 €	Acheter	Stable
12 mars 2021	15,5 €	25,2 €	20,1 €	22,6 €	Acheter	Stable
1er avril 2021	22,8 €			23,0 €	Conserver	Situation OPA
17 juillet 2021	20,9 €			23,0 €	Conserver	Stable
7 sept. 2021	21,8 €	26,9 €	21,8 €	24,0 €	Conserver	Stable
16-oct-21	23,4 €	29,0 €	23,0 €	26,0 €	Conserver	Stable
09-déc-21	25,5 €	29,0 €	23,0 €	27,0 €	Conserver	Stable
14-janv-22	28,0 €	33,6 €	28,3 €	31,0 €	Accumuler	À la hausse
28-févr-22	28,0 €	34,3 €	29,9 €	32,2 €	Accumuler	Stable
19-avr-22	27,9 €	32,4 €	29,4 €	30,9 €	Accumuler	Stable
15-juil-22	27,5 €	34,0 €	27,4 €	30,4*€	Accumuler	Stable
03-oct-22	27,6 €	33,3 €	27,1 €	30,2 €	Accumuler	Stable
14-oct-22	27,6 €	33,3 €	27,1 €	30,2 €	Accumuler	Stable
13-janv-23	27,0 €	30,8 €	25,8 €	28,3 €	Accumuler	Stable
05-avr-23	27,0 €	31,3 €	25,3 €	28,3 €	Accumuler	Stable
14-avr-23	27,1 €	31,3 €	25,3 €	28,3 €	Accumuler	Stable

Source : Notes d'analyse de Gilbert Dupont

La fin de la baisse du trafic due à la rocade L2, 20,8 %, inférieure à celle qui avait été annoncé par la SMTPC à 36 %³⁰, et la seconde extension de la durée de la concession a conduit l'analyste de Gilbert Dupont fin 2019-début 2020 à relever de 30 % sa valorisation par DCF à 29,3 €, puis à la maintenir à ce niveau jusqu'en octobre 2020, où elle a été abaissée à 26,7 €, puis à 25 €, avant d'entamer un nouveau mouvement de hausse en mars 2021 à 25,2 € juste avant l'annonce de l'OPR à 23 €. Ce mouvement de hausse s'est accéléré avec la reprise de la fréquentation du tunnel : 26,9 € en septembre 2021, puis 29 € en octobre 2021, 34,3 € en février 2022, soit bien au-dessus du prix d'alors de l'OPR à 21,1 € (du fait du versement du dividende de 1,9 €) devenue OPAS de 27 € ; avant d'entamer un mouvement de baisse du fait de la hausse des taux d'intérêt avec un dernier DCF à 31,3 € en avril 2023.

Les projections financières établies par l'analyste de Gilbert Dupont ne commencent à prendre compte de l'ouverture de la bretelle Schlöesing à l'été 2023 sur la fréquentation du tunnel de la SMTPC, au-delà de la simple extension de la concession à 2033, **qu'en octobre 2021. A cette date, est retenu le chiffre de 3 % indiqué à l'AG 2021, alors même que SMTPC prévoyait**

³⁰ Dans le communiqué de presse du 3 février 2017.

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

La valorisation qui ressort du modèle d'actualisation des dividendes est peu pertinente. En effet, l'analyste a fait le choix d'augmenter le dividende par action de 10 centimes par an, et non de l'indexer sur la génération de flux de trésorerie disponible qui va exploser avec la fin des travaux de la bretelle Schlœsing et son ouverture : **17,5 M€ en 2023, 27 M€ en 2024 selon nos estimations contre 8 M€ en 2022**. Ce choix actuel de l'analyste de ne pas rémunérer la trésorerie nette oisive qui s'accumule ainsi jusqu'à atteindre près de 100 M€ en 2032, soit 17 € par action, a peu de chance de correspondre à une réalité puisque la concession est supposée non renouvelée à son échéance de 2033 et que de nouveaux travaux d'extension ne sont pas anticipés, rendant inutile l'accumulation de trésorerie. De surcroît, cette trésorerie n'est pas rémunérée dans les projections de l'analyste, ce qui pouvait se comprendre jusqu'au début de 2022, mais plus actuellement où les taux d'intérêt à court terme sont à 3 %. Ces éléments expliquent l'écart entre la valeur DCF à 31,3 € et la valeur DDM à 25,3 €.

Par ailleurs, cette approche ne serait pas pertinente dans le cas d'une nouvelle tentative de retrait de Bourse conduisant Vinci et Eiffage à détenir 100 % de SMTPC, et donc à faire remonter à leur niveau, par exemple par *cash pooling*, dividendes ou réduction de capital, les flux de trésorerie disponibles de SMTPC au fur et à mesure où ils produisent. Ce qui se substituerait au dividende annuel de 1,9 € par action supposé constant par l'analyste, qui conduit à accumuler des liquidités oisives au sein de SMTPC.

8- Projections financières de la SMTPC

Elles ont été établies par nos soins en supposant le maintien de la cotation boursière jusqu'à 2033, avec les coûts liés.

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

- de la nature non complexe de l'exploitation d'une seule infrastructure comme le tunnel de SMTPC, où l'EBE représente entre 75 % et 80 % du chiffre d'affaires,
- du fait que la Métropole d'Aix Marseille Provence a rendu public le 19 octobre 2017 l'avenant n° 9 du contrat de concession³¹ qui donne aux pages 43 à 48 tout le plan d'affaires (bilan, compte de résultat et tableau de flux) de la SMTPC jusqu'en 2033, faisant apparaître clairement l'incidence de l'ouverture de la bretelle Schlœsing sur ses recettes et coûts futurs. Il est reproduit en annexe 2 à cette note.
- du fait que la Commission européenne a rendu publique la lettre du 21 novembre 2019 de M. Verstager à J.-Y. Le Drian³² au titre de l'examen par la Commission européenne des conditions de l'extension de la durée de la concession. Ce courrier reprend des éléments du plan d'affaires de 2017 transmis par la SMTPC à la Commission européenne en 2018 et 2019. Le tableau de synthèse qu'il contient en page 5, reproduit en annexe 4 de ce document, permet de vérifier que le plan d'affaires n'a pas été modifié entre 2017 et 2019 par la SMTPC qui le considérait toujours comme pertinent en octobre 2019.

³¹<https://deliberations.ampmetropole.fr/documents/metropole/deliberations/2017/10/19/RAPPORTDELACOMMISSION/C03ML.pdf>

³² <http://ec.europa.eu/competition/eojade/isef/index.cfm>

Les points les plus sensibles des projections financières concernent :

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

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

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

Dans la plupart des secteurs économiques, un plan d'affaires conçu en 2017, considéré comme toujours pertinent fin 2019 puisque non modifié dans les discussions avec les autorités publiques, ne serait plus utilisable, même partiellement, en 2023.

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

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

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

Plan d'affaires SMTPC 2017	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
Chiffre d'affaires	39658	28677	30517	31121	32486	35092	36641	38094	38757	41010	41642	43744	44303	44988	45687	47913
Évolution du chiffre d'affaires	-3,3%	-27,7%	6,4%	2,0%	4,4%	8,0%	4,4%	4,0%	1,7%	5,8%	1,5%	5,0%	1,3%	1,5%	1,6%	4,9%
Frais d'exploitation hors dotations aux amortissements	9915	12713	10631	10801	10984	11479	11537	11598	11781	11935	12185	12369	12520	12711	12879	13111
Évolution des frais d'exploitation hors dotation aux amortissements	28,2%	-16,4%	1,6%	1,7%	4,5%	0,5%	0,5%	1,6%	1,3%	2,1%	1,5%	1,2%	1,5%	1,3%	1,8%	
Excédent brut d'exploitation	29743	15964	19886	20320	21502	23613	25104	26496	26976	29075	29457	31375	31783	32277	32808	34802
Excédent brut d'exploitation en % du chiffre d'affaires	75,0%	55,7%	65,2%	65,3%	66,2%	67,3%	68,5%	69,6%	69,6%	70,9%	70,7%	71,7%	71,7%	71,7%	71,8%	72,6%

Sources : Données SMTPC.

On note :

- **Une ouverture alors prévue en 2022**, annoncée maintenant à l'automne 2023, en raison du temps d'examen pris par la Commission européenne qui a décalé le début des travaux.
- **Une baisse de la fréquentation due à l'ouverture de la rocade L2 beaucoup plus marquée qu'elle ne l'a été en réalité** : le chiffre d'affaires 2018 a été de 38,3 M€ contre 28,7 M€ anticipé ; celui de 2019 a été de 35,4 M€ contre 30,5 M€ anticipé.
- **Un rebond de la fréquentation du tunnel post ouverture de la rocade L2 clairement anticipé** avec un chiffre d'affaires 2019 supérieur dans les prévisions de SMTPC à celui de 2018 : 30,5 M€ contre 28,7 M€, soit + 6,3 %. Le rebond réel a été de cet ordre de grandeur, mais est arrivé plus tardivement : hausse de la fréquentation sur les 3 derniers mois de 2019 de + 4,4 % et de + 5,5 % durant les deux premiers mois de 2020 avant l'irruption de la pandémie.
- Une hausse des frais d'exploitation hors dotations aux amortissements de 9,9 M€ en 2017 à 10,6 M€ en 2019, **sous-estimant totalement la capacité de SMTPC à réduire ses coûts d'exploitation pour réduire l'impact négatif de l'ouverture de la rocade L2**. En effet, ceux-ci ont **diminué** à 7,8 M€ en 2019, bien loin des 10,6 M€ anticipés pour la même année. Il y a tout lieu de penser que ces frais d'exploitation dans ce plan d'affaires ont été surestimés pour obtenir un allongement de la concession plus long que la réalité économique ne le justifierait. C'est d'ailleurs probablement cette réserve de valeur qui a conduit la SMTP à accepter de réduire pour une seconde fois l'allongement de sa concession à 7 ans 4 mois contre 7 ans 11 mois, lors de la négociation finale avec la Communauté européenne qui disposait alors des chiffres 2018 réels (9,4 M€ de coûts d'exploitation et non 12,7 M€ comme anticipés dans le plan d'affaires).
- **Une hausse du chiffre d'affaires due à l'ouverture du tunnel projetée à 8,0 % l'année de l'ouverture de la bretelle Schlœsing, 4,4 % l'année suivante, et 4,0 % la troisième année**. La quatrième année montre une évolution plus normale de 1,7 % qui témoigne de la fin des effets induits par l'ouverture de la bretelle Schlœsing sur la fréquentation du tunnel du Prado-Carénage. C'est donc, comme pour l'ouverture de l'extension Prado-Sud, un impact qui s'étend sur 3 ans et qui représente en cumul **13,4 %³³ de la fréquentation** (soit le même ordre de grandeur que celui de 11% observé suite à l'ouverture de l'extension Prado-Sud).
- **Un bond de la marge d'EBE suite à l'ouverture de la bretelle Schlœsing de 5,5 points de marge, soit quasiment un point de marge chaque année après l'ouverture du tunnel pendant 7 ans**.

Le plan d'affaires qui a servi à l'OPR 2021 devenue OPAS en 2022 correspond à la version dégradée par les banques prêteuse du plan d'affaires de 2017 en s'appuyant sur les travaux concernant les prévisions de trafic du cabinet Mott MacDonald qu'elles avaient mandaté à cet effet³⁴. On peut

³³ $1,08 \times 1,044 \times 1,04 - 1 - 3 \times 1,3 \% (1,3 \% \text{ de hausse naturelle annuelle due à l'inflation}) = 13,4 \%$.

³⁴ Page 17 du rapport de l'expert indépendant contenu dans la note en réponse à l'OPAS de 2022.

comprendre que les banques prêteuses souhaitent disposer d'une version dégradée du plan d'affaires du management afin de mesurer leur prise de risque en vérifiant la capacité de SMTPC à rembourser les emprunts sollicités même dans des scénarios pessimistes. Toutefois, ces travaux ne sauraient constituer une base à une évaluation sérieuse de SMTPC comme l'a montré l'échec retentissant de l'OPAS avec 94 % des actions des actionnaires minoritaires non apportées à l'offre.

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

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

Au titre de son information trimestrielle du T1 2023, SMTPC a indiqué que la fréquentation s'est accrue en volume de 2,2 % sur ce trimestre par rapport à la même période de 2022. C'est ce chiffre qui est retenu pour l'ensemble de 2023, aboutissant à une fréquentation annuelle de 14,768 M, encore inférieure à celle de 2019 (14,9 M). On notera que dans le plan d'affaires ayant servi de support à l'OPR devenue une OPAS, la fréquentation 2023 dépassait celle de 2019³⁵. Ce constat montre que cette note n'a pas pris le parti d'un optimisme à tout crin de circonstance, et que les hausses répétées de tarifs (0,1 € au 1^{er} juillet 2022, puis de nouveau au 1^{er} janvier 2023, et probablement encore + 0,1 € au 1^{er} juillet 2023) ont un impact sur la fréquentation du tunnel.

Au-delà de 2023, et sans tenir compte de l'impact de l'ouverture de la bretelle Schløesing traitée au paragraphe b), la croissance de la fréquentation du tunnel est supposée de **0,3 % par an**. En effet, les effets positifs de l'ouverture du tunnel du Prado-Sud et les effets négatifs de l'ouverture de la rocade L2 et de la pandémie ont fini de produire leurs impacts et la fréquentation retrouve une évolution normale. Celle-ci a été chiffrée dans une étude commanditée par la SMTPC à SETEC International, qui est le cabinet de référence dans le domaine du transport et des infrastructures, à 6,4 % entre 2022 et 2042, soit 0,3 % l'an³⁶. Toutefois, cette hausse des volumes de fréquentation n'a pas été appliquée en 2024-2025-2026, années où les effets de l'ouverture de la bretelle Schløesing se font sentir.

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

Le plan d'affaires de SMTPC, annexé à l'avenant n° 9 de son contrat de concession, prévoit une hausse du chiffre d'affaires due à l'ouverture de la bretelle projetée à 8,0 % l'année de l'ouverture de la bretelle Schløesing, 4,4 % l'année suivante, et 4,0 % la troisième année, soit des hausses de la fréquentation de 6,7 %, 3,1 % et 2,7 % compte tenu d'un taux d'inflation alors pris à 1,3 %. La quatrième année montre une évolution plus normale de 1,7 % qui témoigne de la fin des effets induits par l'ouverture de la bretelle Schløesing sur la fréquentation du tunnel du Prado-Carénage. C'est donc, comme pour l'ouverture de l'extension Prado-Sud, un impact qui s'étend sur 3 ans et qui représente en cumul **13,4 %³⁷ de la fréquentation** (à comparer au + 11 % observé suite à l'ouverture de l'extension Prado-Sud).

Pour simplifier la modélisation, il n'a pas été ventilé la hausse du chiffre d'affaires induite par l'ouverture de la bretelle Schløesing entre un effet prix et un effet volume. En effet actuellement,

³⁵ Page 17 du rapport de l'expert indépendant contenu dans la note en réponse à l'OPAS de 2022.

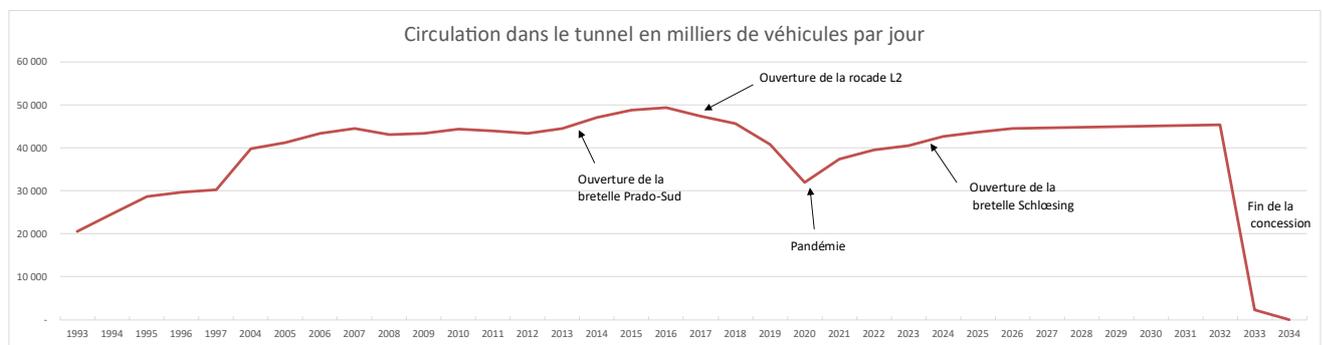
³⁶ Page 19 du Document intitulé Bretelle souterraine Schløesing, annexe 8.3 : Étude du trafic et des déplacements, mars 2018.

³⁷ $1,08 \times 1,04 \times 1,04 - 1 - 3 \times 1,3 \%$ (1,3 % de hausse naturelle annuelle due à l'inflation) = 13,4 %.

du fait des accords avec Prado Sud, SMTPC touche moins pour la part lui revenant d'un trajet combinant les deux tunnels que pour un trajet limité à son seul tunnel, et Prado Sud plus. Avec l'ouverture de la bretelle Schlœsing, une part des utilisateurs qui combinent un trajet dans les 2 tunnels vont délaisser le tunnel Prado Sud payant au profit de la bretelle Schlœsing proche et gratuite, entraînant donc une meilleure rémunération de SMTPC (au prix d'un passage normal), pour l'usage de son tunnel ; ceci à volume constant de passages. Par ailleurs, les Marseillais, que le prix du passage combiné décourageait (5,6 €), vont pouvoir avec un détour de quelques centaines de mètres prendre le tunnel SMTPC + Bretelle Schlœsing au prix de 3,1 €, soit 45 % de moins que le prix du billet combiné, ce qui devrait entraîner une hausse de la fréquentation du tunnel de SMTPC.

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

Au total, l'évolution suivante est prévue :



Source : Données SMTPC, puis projections de l'auteur à partir de 2023.

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

Pour les années 2023, 2024 et 2025, il a été retenu le taux d'inflation (indice IPCH) estimé par la Banque de France dans sa dernière note de projections macro-économiques³⁸ (de mars 2023), à savoir 5,4 %, 2,4 % et 1,9 % respectivement.

Au-delà, il a été utilisé le point mort d'inflation obtenu en comparant les rendements actuariels des OAT et des OATi³⁹.

L'OAT mai 2028 avait, début mai 2023, un rendement actuariel de 2,63 % et l'OATi 2028 avait un rendement actuariel de - 0,10 %, faisant apparaître une anticipation d'inflation de 2,73 % à l'horizon 2028.

L'OAT mai 2036 avait un rendement actuariel de 3,10% et l'OATi 2036 avait un rendement actuariel de 0,42 %, faisant apparaître une anticipation d'inflation de 2,67 % à l'horizon 2036.

Puisque la concession s'achève début 2033, à mi-chemin entre 2028 et 2036, il a été pris en compte la moyenne de ces deux anticipations, soit **2,7 %** comme taux d'inflation au-delà de 2023, sachant que l'augmentation du prix du passage n'intervient que l'année suivant celle où le prix ainsi obtenu est supérieur de 10 centimes au prix précédent, comme cela est la pratique actuelle de la SMTPC.

³⁸ <https://publications.banque-france.fr/projections-macroeconomiques-mars-2023>

³⁹ Source : Refinitiv Eikon du 5 mai 2023.

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

Les charges externes, les charges de personnel sont supposées en 2023 être revalorisées du taux d'inflation annuel à partir du montant de l'année 2022. La base de 2022 est apparue comme récurrente et sans plus d'impact liés à la pandémie comme les années précédentes. Les autres produits et charges, étant particulièrement erratiques, ont été pris, non pour leur montant de 2022 (produit de 454 k€), mais pour leur montant moyen 2021 (68 k€) et 2022, soit un produit de 261k€ et inflatés du taux d'inflation annuel.

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

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

Le plan d'affaires de la SMTPC, annexé à l'avenant n° 9 de son contrat de concession, prévoit une hausse des charges d'exploitation (hors dotation aux amortissements) de 495 k€ en 2022, l'année alors prévue de l'ouverture de la bretelle Schløesing, de 10,984 M€ à 11,479 M€, soit + 4,5 %. Nous avons retenu une hausse des charges d'exploitation de 500 k€ en 2024 en plus de l'inflation annuelle, dont 300 k€ en frais de personnel (+ 6,9 %) et 200 k€ en autres charges externes (+ 5,4 %), et ensuite croissance au taux d'inflation annuel.

f) Les investissements

Ils se montent à 97 M€ au titre de la bretelle Schløesing dont 49,8 M€ au titre de l'indemnité de transfert du tronçon Prado-Sud réglée par la SMTPC fin 2019, 5,5 M€ de frais d'études intégralement déjà réglés, et 41,7 M€ pour la construction de la bretelle. Sur cette dernière somme, 41,2 M€ ont été réglés au 31 décembre 2022⁴⁰. Restent donc à régler 6 M€. Comme il est prévu que la bretelle ouvre à l'automne 2023, il a été supposé que l'investissement résiduel serait décaissé en 2023.

Par ailleurs, il a été supposé de 2023 à 2032 des investissements de modernisation et d'entretien égaux au montant moyen des investissements observés en 2022 (hors investissements de la bretelle bien sûr), soit **1,092 M€/an**, montant qui est cohérent avec celui indiqué dans la lettre de M. Vestager et dans le plan d'affaires indexé à l'avenant n° 9 du contrat de concession de 6,9 M€⁴¹ entre 2025 et 2032 sur 7 ans, soit 0,986 M€/an. Cette somme de 1,092 M€ est inflatée annuellement du taux d'inflation retenu sur les recettes.

Des postes de moindre importance ont été aussi modélisés :

g) Les autres revenus d'activités

Ils correspondent pour une bonne part à la facturation à la Société du Prado-Sud de la rémunération contractuelle prévue au profit de la SMTPC qui exploite ce tunnel. Ils étaient de 1,145 M€ en 2022. C'est ce chiffre de 1,145 M€, inflaté de 2 % l'an jusqu'à la fin de la concession qui est retenu.

⁴⁰ Note 4, page 65 du rapport annuel 2028 de SMTPC.

⁴¹ Voir annexe 4 de ce document.

h) Les dotations aux amortissements

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

Puisqu'à l'issue de la concession d'origine, le 18 janvier 2033, l'ensemble des immobilisations de la concession d'origine seront remises gratuitement à la Métropole, les dotations aux amortissements pratiquées doivent avoir pour effet de mettre à zéro au 18 janvier 2033 l'ensemble des immobilisations corporelles ou incorporelles de la concession. La dotation aux amortissements annuelle correspond en 2023 à celle de 2022 (9,237 M€), et à partir de 2024 à la somme des investissements prévus entre 2024 et 2032 (11,745 M€), majorés du montant net des immobilisations corporelles et incorporelles au 31 décembre 2023 (90,997 M€) le tout divisé par 9, soit **11,416 M€**.

i) Le coût de l'endettement net

Il est calculé au taux de l'emprunt contracté pour financer la construction de la bretelle Schlœsing, soit Euribor + 1,35 %. Compte tenu des couvertures de taux d'intérêt, le cout de la dette ressort à 1,4 % en 2022. C'est ce taux qui s'applique jusqu'en 2030 au montant de la dette brute à la fin de l'année précédente. La dette contractée en 2019 (65,5 M€) a été supposée amortie de 7,5 M€ par an pour respecter la contrainte d'un remboursement total fin 2030.

Les excédents de trésorerie de la SMTPC sont rémunérés sur toute la période à 2 % par an, soit un taux inférieur au taux moyen annuel de l'inflation qui ressort à 2,9 % et à ceux des taux d'intérêt à court terme actuel (3 % environ).

j) L'impôt sur les bénéfices

Il est calculé au taux annoncé par les Pouvoirs Publics, à savoir 25,83 % sur toute la durée résiduelle de la concession.

k) Les variations du besoin en fonds de roulement

Elles ont été calculées sur la base d'un ratio stable BFR / Ventes à - 14,5 %, comme en 2022, même si les années 2015 à 2019 (pour éliminer les perturbations dues à la pandémie en 2020 et 2021) les chiffres étaient de - 16 %.

l) Les dividendes versés

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

Pour 2023, le dividende versé est le montant annoncé, soit 11,1 M€ (1,90 € par action).

Les dividendes versés ont été modélisés à partir de 2024 et jusqu'au remboursement intégral de l'emprunt bancaire en 2030 à **90 % des flux de trésorerie disponible, puis à 100 %** de sorte à ce que la trésorerie oisive soit minimisée, tout en restant supérieure à la moitié d'une échéance annuelle du crédit, comme les covenants de celui-ci le requièrent. Pour 2033, le dividende correspond aux capitaux propres du 31 décembre 2032, majorés du résultat d'exploitation des 18 premiers jours de 2033 (solde de la concession) après impôt. Ce résultat d'exploitation correspond à l'excédent brut d'exploitation (puisque dans les projections les immobilisations de la concession d'origine, sont de 0 M€ fin 2032, il n'y a donc plus d'amortissement en 2033).

m) Les flux de 2033

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

n) Les projections financières

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

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

Normes françaises

En milliers d'euros	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Nombre de passages annuels en milliers	17 787	18 013	17 306	16 643	14 900	11 676	13 642	14 450	14 768	15 403	15 588	15 588	15 635	15 662	15 729	15 776	15 823	15 871	785
Croissance annuelle de la fréquentation en volume, hors impact ouverture de la Schengen		1,3%	-3,9%	-3,8%	-10,5%	-21,6%	16,8%	5,9%	2,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%	0,3%
Haussse de fréquentation annuelle due à l'ouverture de la braille Schengen										6,7%	3,1%	2,7%							
Prix officiel moyen du billet TTC	2,80 €	2,80 €	2,80 €	2,80 €	2,80 €	2,90 €	2,90 €	2,85 €	3,15 €	3,35 €	3,40 €	3,50 €	3,60 €	3,60 €	3,70 €	3,80 €	4,00 €	4,10 €	4,20 €
Prix officiel revolonisé de l'inflation					2,93 €	2,93 €	3,01 €	3,18 €	3,36 €	3,44 €	3,50 €	3,60 €	3,69 €	3,79 €	3,89 €	4,00 €	4,11 €	4,22 €	4,33 €
Prix effectif du passage HT	2,23 €	2,22 €	2,23 €	2,24 €	2,30 €	2,30 €	2,30 €	2,34 €	2,50 €	2,66 €	2,70 €	2,78 €	2,86 €	2,86 €	2,94 €	3,02 €	3,18 €	3,26 €	3,34 €
Taux de croissance du prix effectif du passage		-0,5%	0,4%	0,2%	2,7%	0,1%	0,0%	2,0%	6,8%	6,3%	1,5%	2,9%	2,9%	0,0%	2,8%	2,7%	5,3%	2,5%	2,4%
Taux d'inflation dans l'économie		0,2%	1,0%	1,8%	1,2%	-0,3%	2,8%	5,8%	5,4%	2,4%	1,9%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%	2,7%
Chiffre d'affaires autres revenus	39 743	40 032	38 607	37 208	34 204	26 825	31 393	33 875	36 967	41 005	42 116	43 355	44 728	44 862	46 246	47 639	50 296	51 709	2 620
Dont facturations à Prado Sud	978	978	1 135	1 096	1 146	1 085	1 135	1 145	1 168	1 191	1 215	1 239	1 284	1 289	1 315	1 342	1 368	1 396	70
	741	742	722	723	666	670	675	703											
Chiffre d'affaires total	40 721	41 010	39 742	38 304	35 350	27 910	32 528	35 020	38 135	42 196	43 332	44 595	45 992	46 151	47 562	48 980	51 665	53 104	2 690
- Charges externes	3 679	3 484	3 792	3 608	3 114	2 859	3 064	3 513	3 703	3 996	4 072	4 182	4 295	4 411	4 530	4 653	4 778	4 907	249
= Valeur ajoutée	37 042	37 526	35 950	34 696	32 236	25 051	29 464	31 507	34 433	38 200	39 259	40 412	41 697	41 740	43 031	44 328	46 887	48 197	2 442
- Charges de personnel	4 928	5 140	4 850	4 816	4 237	3 476	4 011	4 111	4 333	4 744	4 834	4 965	5 099	5 237	5 378	5 523	5 672	5 825	295
- Impôts et taxes	908	897	892	791	743	555	545	535	563	645	662	681	703	705	727	748	789	811	41
+/- Autres produits/charges	(152)	(334)	202	165	(320)	(224)	68	454	275	282	287	295	303	311	319	328	337	346	18
= Excédent brut d'exploitation	31 054	31 155	30 410	29 254	26 936	20 796	24 976	27 315	29 792	33 093	34 050	35 061	36 198	36 109	37 246	38 384	40 762	41 906	2 123
- Dotations aux amortissements	8 666	8 891	8 119	8 731	9 241	10 479	9 442	9 237	9 237	11 416	11 416	11 416	11 416	11 416	11 416	11 416	11 416	11 416	-
= Résultat d'exploitation	22 388	22 264	22 291	20 523	17 695	10 317	15 534	18 078	20 555	21 677	22 634	23 645	24 782	24 694	25 830	26 968	29 346	30 491	2 123
- Coût de l'endettement net	656	296	206	130	136	454	422	680	839	734	629	524	419	314	209	104	-	-	-
+ Autres éléments financiers	57	12					187	187	939	925	829	734	640	548	455	364	216	216	11
+ Eléments non récurrents	(133)	(68)	(350)	(51)	(6)	(301)	(360)	(180)											
= Résultat avant impôt	21 656	21 912	21 735	20 342	17 553	9 562	14 752	17 405	20 655	21 868	22 834	23 855	25 003	24 927	26 076	27 229	29 562	30 706	2 134
- Impôt sur les bénéfices	7 743	7 776	6 778	6 841	5 553	2 648	4 082	4 436	5 335	5 649	5 998	6 162	6 458	6 439	6 736	7 033	7 636	7 931	551
Résultat net	13 913	14 136	14 957	13 501	12 000	6 914	10 670	12 969	15 320	16 220	16 936	17 693	18 545	18 489	19 341	20 195	21 926	22 775	1 583

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

En % du chiffre d'affaires	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Chiffre d'affaires péages	97,6%	97,6%	97,1%	97,1%	96,8%	96,1%	96,5%	96,7%	96,9%	97,2%	97,2%	97,2%	97,3%	97,2%	97,2%	97,3%	97,4%	97,4%	97,4%
Chiffre d'affaires autres revenus	2,4%	2,4%	2,9%	2,9%	3,2%	3,9%	3,5%	3,3%	3,1%	2,8%	2,8%	2,8%	2,7%	2,8%	2,8%	2,7%	2,6%	2,6%	2,6%
Chiffre d'affaires total	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
- Charges externes	9,0%	8,5%	9,5%	9,4%	8,8%	10,2%	9,4%	10,0%	9,7%	9,5%	9,4%	9,4%	9,3%	9,6%	9,5%	9,5%	9,2%	9,2%	9,2%
= Valeur ajoutée	91,0%	91,5%	90,5%	90,6%	91,2%	89,8%	90,6%	90,0%	90,3%	90,5%	90,6%	90,6%	90,7%	90,4%	90,5%	90,5%	90,8%	90,8%	90,8%
- Charges de personnel	12,1%	12,5%	12,2%	12,6%	12,0%	12,5%	12,3%	11,7%	11,4%	11,2%	11,2%	11,1%	11,1%	11,3%	11,3%	11,3%	11,0%	11,0%	11,0%
- Impôts et taxes	2,2%	2,2%	2,2%	2,1%	2,1%	2,0%	1,7%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%
+/- Autres produits/ charges	-0,4%	-0,8%	0,5%	0,4%	-0,9%	-0,8%	0,2%	1,3%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%	0,7%
= Excédent brut d'exploitation	76,3%	76,0%	76,5%	76,4%	76,2%	74,5%	76,8%	78,0%	78,1%	78,4%	78,6%	78,6%	78,7%	78,2%	78,3%	78,4%	78,9%	78,9%	78,9%
- Dotations aux amortissements	21,3%	21,7%	20,4%	22,8%	26,1%	37,5%	29,0%	26,4%	24,2%	27,1%	26,3%	25,6%	24,8%	24,7%	24,0%	23,3%	22,1%	21,5%	21,5%
= Résultat d'exploitation	55,0%	54,3%	56,1%	53,6%	50,1%	37,0%	47,8%	51,6%	53,9%	51,4%	52,2%	53,0%	53,9%	53,5%	54,3%	55,1%	56,8%	57,4%	57,9%
- Coût de l'endettement net	1,6%	0,7%	0,5%	0,3%	0,4%	0,0%	1,3%	1,9%	2,2%	1,7%	1,5%	1,2%	0,9%	0,7%	0,4%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%
+ Autres éléments financiers	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,5%	2,5%	2,2%	1,9%	1,6%	1,4%	1,2%	1,0%	0,7%	0,4%	0,4%	0,4%
+ Eléments non récurrents	-0,3%	-0,2%	-0,9%	-0,1%	0,0%	-1,1%	-1,1%	-0,5%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
= Résultat avant impôt	53,2%	53,4%	54,7%	53,1%	49,7%	34,3%	45,4%	49,7%	54,2%	51,8%	52,7%	53,5%	54,4%	54,0%	54,8%	55,6%	57,2%	57,8%	59,3%
- Impôt sur les bénéfices	19,0%	19,0%	17,1%	17,9%	15,7%	9,5%	12,5%	12,7%	14,0%	13,4%	13,6%	13,8%	14,0%	14,0%	14,2%	14,4%	14,8%	14,9%	20,5%
Résultat net	34,2%	34,5%	37,6%	35,2%	33,9%	24,8%	32,8%	37,0%	40,2%	38,4%	39,1%	39,7%	40,3%	40,1%	40,7%	41,2%	42,4%	42,9%	58,8%

Tableau des flux de trésorerie

En milliers d'euros	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	
Résultat net de l'ensemble consolidé	13 913	14 136	14 957	13 501	12 000	6 914	10 670	12 969	15 320	16 220	16 936	17 693	18 545	18 489	19 341	20 195	21 926	22 775	1 583	
+ Dotation aux amortissements	8 666	8 891	8 119	8 731	9 241	10 479	9 442	9 237	9 237	11 416	11 416	11 416	11 416	11 416	11 416	11 416	11 416	11 416	11 416	-
+ Charges et produits sans incidence sur la trésorerie	(760)	296	2 142	(347)	(673)	205	1 060	(96)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
= Capacité d'autofinancement	21 819	23 323	25 218	21 885	20 568	17 598	21 172	22 110	24 557	27 635	28 352	29 109	29 961	29 904	30 757	31 611	33 342	34 190	1 583	-
- Variation du besoin en fonds de roulement d'exploitation	360	958	2 036	(774)	(2 036)	3 961	(3 863)	2 188	(453)	(590)	(165)	(184)	(203)	(23)	(205)	(206)	(390)	(209)	7 717	-
= Flux d'exploitation (1)	21 459	22 365	23 182	22 659	22 604	13 637	25 035	19 922	25 010	28 225	28 517	29 293	30 164	29 928	30 962	31 817	33 732	34 400	(6 134)	-
- Investissements industriels	770	4 527	2 219	1 504	59 154	8 905	13 889	9 888	7 115	1 179	1 201	1 233	1 287	1 301	1 336	1 372	1 409	1 447	1 447	-
- Variation du besoin en fonds de roulement hors exploitation	(1 115)	231	943	(660)	10 132	(10 053)	(1 890)	1 930	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	693
- Investissements financiers	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
+ Produits nets des cessions	7	21	-	24	1	1	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
= Flux d'investissement (2)	352	(4 737)	(3 162)	(820)	(69 285)	1 149	(11 999)	(11 818)	(7 115)	(1 179)	(1 201)	(1 233)	(1 267)	(1 301)	(1 336)	(1 372)	(1 409)	(1 447)	(693)	-
Flux de trésorerie disponible après charges financières (1)+(2)	21 811	17 628	20 020	21 839	(46 681)	14 786	13 036	8 104	17 895	27 047	27 316	28 059	28 897	28 627	29 625	30 445	32 323	32 952	(6 827)	-
+ Augmentation (réduction) de capitaux	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
- Dividendes	11 091	11 091	11 091	11 091	11 091	-	11 091	11 091	11 091	24 342	24 584	25 253	26 007	25 764	26 663	30 445	32 323	32 952	3 949	-
= Réduction (augmentation) de l'endettement net	10 720	6 537	8 929	10 748	(57 772)	14 786	1 945	(2 987)	6 804	2 705	2 732	2 806	2 890	2 863	2 963	-	-	-	(10 777)	-
Endettement net en début de période	5 890	(4 830)	(11 367)	(20 296)	(31 044)	26 728	11 942	9 997	12 984	6 180	3 476	744	(2 062)	(4 951)	(7 814)	(10 777)	(10 777)	(10 777)	(10 777)	(10 777)
Endettement net en fin de période	(4 830)	(11 367)	(20 296)	(31 044)	26 728	11 942	9 997	12 984	6 180	3 476	744	(2 062)	(4 951)	(7 814)	(10 777)	(10 777)	(10 777)	(10 777)	(10 777)	-

Bilan	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	
En milliers d'euros																				
+ Immobilisations incorporelles	899	941	1278	1038	1441	1351	1053	837												
+ Immobilisations corporelles	58 910	54 184	45 804	39 080	38 610	37 643	91 232	92 279	90 987	80 760	70 545	60 363	50 214	40 099	30 019	19 975	9 969	-	-	-
+ Tronçon acquis de Prado Sud					49 800	49 159														
+ Immobilisations financières						3	3	3												
= Actifs immobilisés (1)	59 809	55 125	47 082	40 118	89 851	88 156	92 288	93 119	90 987	80 760	70 545	60 363	50 214	40 099	30 019	19 975	9 969	-	-	-
Stocks	100	92	96	97	102	106	80	88												
+ Clients	(788)	(969)	(826)	(822)	(786)	(934)	(843)	1 418												
+ Autres actifs d'exploitation	1 215	1 521	2 382	1 552	(694)	3 299	1 181	1 188												
- Fournisseurs	810	694	624	1 158	1 066	1 002	1 882	1 712												
- Autres dettes d'exploitation	7 276	6 551	5 593	5 008	4 931	4 883	5 813	6 071												
= Besoin en fonds de roulement (2)	(7 559)	(6 601)	(4 565)	(5 339)	(7 375)	(3 414)	(7 277)	(5 089)	(5 542)	(6 132)	(6 297)	(6 480)	(6 683)	(6 707)	(6 912)	(7 118)	(7 508)	(7 717)	-	-
Actifs hors exploitation					9 957															
- Passifs hors exploitation (fournisseurs d'immobilisations)	1 326	1 095	152	812	637	733	2 623	693	693	693	693	693	693	693	693	693	693	693	693	-
= BFR hors exploitation (3)	(1 326)	(1 095)	(152)	(812)	9 320	(733)	(2 623)	(693)	(693)	(693)	(693)	(693)	-							
Actif économique = (1)+(2)+(3)	50 924	47 429	42 365	33 967	91 796	84 009	82 388	87 337	84 762	73 935	63 555	53 189	42 837	32 699	22 414	12 165	1 768	(8 410)	-	-
Capitaux propres (4)	55 754	58 796	62 661	65 011	65 068	72 067	72 391	74 353	78 582	70 459	62 811	55 251	47 789	40 513	33 191	22 941	12 545	2 367	-	-
Dettes financières LT	25 307	19 994	14 718	9 606	46 013	51 304	56 961	59 943	52 443	44 943	37 443	29 943	22 443	14 943	7 443	-	-	-	-	-
+ Dettes financières CT																				
- Trésorerie et équivalents de trésorerie	30 137	31 361	35 014	40 550	19 285	39 362	46 964	46 959	46 263	41 467	36 699	32 005	27 394	22 757	18 220	10 777	10 777	10 777	-	-
= Endettement bancaire et financier net (5)	(4 830)	(11 367)	(20 296)	(31 044)	26 728	11 942	9 997	12 984	6 180	3 476	744	(2 062)	(4 951)	(7 814)	(10 777)	-				
Capitaux investis = (4)+(5)	50 924	47 429	42 365	33 967	91 796	84 009	82 388	87 337	84 762	73 935	63 555	53 189	42 837	32 699	22 414	12 165	1 768	(8 410)	-	-

9- Méthodes d'évaluation

Une concession est accordée pour une durée déterminée, avec la possibilité d'une prorogation ou non, moyennant des travaux nouveaux ou le paiement d'un montant à l'autorité concédante. De ce fait, une concession peut être évaluée par la technique des multiples de sociétés comparables **pour autant** qu'il soit possible d'établir une relation forte et fiable entre les multiples d'EBE et la durée résiduelle des concessions, que l'on puisse ensuite appliquer à la société à évaluer. Cette méthode est pourtant difficile à mettre en œuvre **actuellement** puisque qu'à la différence des autres sociétés d'autoroutes, SMTPC va connaître une forte croissance de son EBE du fait de l'ouverture de la bretelle Schlœsing à l'automne 2023 : de l'ordre de 20 % entre 2022 et 2024. Ne sera donc pas conduite ici cette analyse par la méthode des comparables, qui pourrait devenir pertinente en 2025.

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

Depuis le milieu des années 1990, la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponible (DCF en français) a supplanté la méthode d'actualisation des dividendes grâce au développement très rapide des ordinateurs individuels et des tableurs qui permettent sa mise en œuvre aisée. L'actualisation des dividendes est encore parfois utilisée dans le secteur des infrastructures, ainsi en 2006 pour le retrait de Bourse de SANEF⁴², celui d'ASF en 2006⁴³, mais pas dans l'opération plus récente (2010) de retrait de Bourse d'APRR⁴⁴.

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

Lorsque le taux de distribution des flux de trésorerie disponible après frais financiers et remboursement de la dette est très élevé, la méthode d'actualisation des dividendes donne des résultats quasi identiques à ceux de l'actualisation des flux de trésorerie disponible, et n'a donc que peu d'intérêt. On remarquera ainsi que dans le retrait de Bourse de SANEF, l'écart de valeur entre les deux méthodes était de 0,2 %⁴⁵, et de 10,8 % dans le cas de ASF⁴⁶.

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

Par contre, il n'a pas été retenu comme méthode d'évaluation le montant comptable des capitaux propres qui témoigne des apports en nature et en numéraire des actionnaires ainsi que de l'accumulation historique des résultats de SMTPC, et non de ses perspectives futures. Cette méthode est peu pertinente pour appréhender sa valeur intrinsèque. Il n'a pas non plus été retenu comme méthode d'évaluation l'actif net réévalué qui n'est pas pertinent pour l'évaluation d'une société mono-activité dans une perspective d'exploitation à long terme. En effet, cette méthode est principalement utilisée dans le cas de holdings diversifiés ou de sociétés détentrices d'actifs

⁴² Page 11 de la note d'Offre Publique de Retrait.

⁴³ Page 22 de la note de garantie de cours.

⁴⁴ Page 25 de la note d'Offre Publique de Retrait.

⁴⁵ Page 20 de la note d'Offre Publique de Retrait.

⁴⁶ Page 12 de la note d'Offre Publique de Retrait.

diversifiés, susceptibles de voir leur valeur comptable très en-deçà de leur valeur de réalisation économique immédiate.

* * *

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

- Vinci a acquis la totalité des actions ASF qu'il ne détenait pas permettant la sortie de Bourse d'ASF au prix du bloc de contrôle acquis auprès de l'État pour 50,7 €, soit 22 % de plus que la valeur par actualisation des flux de trésorerie disponible de 41,5 €⁴⁷.
- Eiffage a acquis la totalité des actions APRR qu'il ne détenait pas permettant la sortie de Bourse d'APRR au prix du bloc acquis auprès d'actionnaires activistes (dont Elliott) pour 54,16 €, soit 23 % de plus que la valeur par actualisation des flux de trésorerie disponible de 44,1 €⁴⁸, **alors qu'Eiffage était déjà l'actionnaire contrôlant à 83 %**.
- HIT a acquis la totalité des actions SANEF permettant sa sortie de Bourse au prix du bloc de contrôle acquis auprès de l'Etat pour 58 €, soit 14 % de plus que la valeur par actualisation des flux de trésorerie disponible de 50,65 €⁴⁹.

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

10- Évaluation de SMTPC

La méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponible est mise en œuvre à partir des projections financières de la partie 8.

Se posent trois points complémentaires :

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

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

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

⁴⁷ Page 12 de la note d'OPR sur ASF.

⁴⁸ Page 26 de la note d'OPR sur APRR.

⁴⁹ Page 20 de la note d'OPR sur APRR, moyenne de la fourchette des valeurs DCF.

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

Il ne peut être cependant pas être exclu, compte tenu des deux précédents, que cette concession soit de nouveau prorogée, soit parce que de nouveaux travaux d'allongement du tunnel seraient convenus, soit que la situation financière de la Métropole la conduise à réattribuer la concession moyennant le versement d'une soulte allégeant d'autant sa situation financière. En effet, cette dernière va continuer à s'aggraver selon l'agence de notation Fitch qui anticipe une nouvelle progression de la dette de la Métropole de 2,9 Md€ fin 2021 à 3,3 Md€ en 2026, lui attribuant un profil de risque moyen-fort.⁵⁰

Par ailleurs, le fait que chaque année dans son rapport annuel⁵¹, la SMTPC indique : « *Au terme de la concession du tunnel Prado Carénage (incluant depuis 2007 le tunnel Rège), la collectivité concédante s'engage à imposer au délégataire succédant à SMTPC des conditions d'exploitation identiques du tunnel.* », montre que l'hypothèse d'un renouvellement de la concession n'est pas que théorique.

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

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

Il est bien sûr difficile d'estimer en 2023 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'échange tout à fait significatif pour SMTPC (147 138 actions dans les 10 jours suivant l'annonce contre 17 910 dans les dix jours précédents⁵²). D'où un écart de valeur de 3 € par action.

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

⁵⁰ <https://www.fitchratings.com/research/fr/international-public-finance/fitch-affirms-aix-marseille-provence-metropolis-at-a-outlook-stable-24-10-2022>

⁵¹ Page 10 pour le rapport annuel de 2022.

⁵² Source : RefinitivEikon.

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

Le taux d'actualisation à appliquer aux flux de trésorerie disponible, correspond au coût moyen pondéré du capital ou coût du capital ; il est classiquement déterminé à partir du Modèle d'Équilibre Des Actifs Financiers (MEDAF).

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

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

Début mai 2023, le taux des bons du Trésor à un mois était de **2,75 %**⁵³.

La rentabilité attendue par les investisseurs sur un portefeuille bien diversifié d'actions dupliquant les performances du marché est actuellement de l'ordre de 8 % selon les estimations d'Associés en Finance et celles de Fairness Finance qui concordent.

La prime de risque du marché actions qui s'en déduit est donc $8\% - 2,75\% = 5,25\%$

Le coefficient β de l'actif économique de SMTPC (ou β desendetté) est très proche du β de ses actions compte tenu de la faiblesse de l'endettement net au 31 décembre 2022 (13,0 M€) que ce soit par rapport à l'EBE 2022 (0,5x), aux capitaux propres comptables (17 %) ou en valeur (6 %). On peut donc négliger l'écart entre les deux.

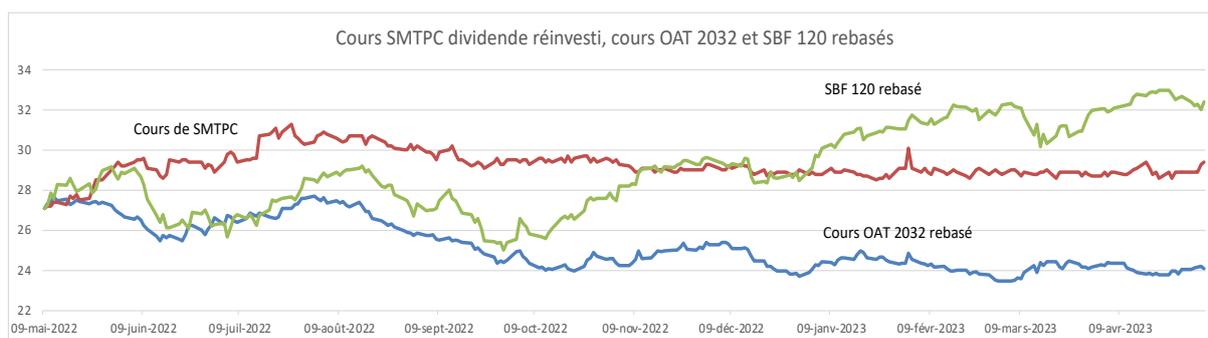
Le coefficient β des actions de SMTPC est estimé à **0,25** par Refinitiv Eikon avec un calcul sur une durée de 3 ans, qui est le meilleur mode de calcul d'un coefficient beta⁵⁴. C'est d'ailleurs le chiffre que l'on retrouve lorsque l'on fait soi-même le calcul. Ce chiffre n'est pas surprenant compte tenu du faible risque de marché de cette activité et de la durée résiduelle courte de la concession (10 ans) qui en réduit la volatilité des flux relativement à ceux du marché dans son ensemble. Ce coefficient β , ressortant du calcul et non d'une moyenne de coefficients β de sociétés du même secteur, intègre donc l'effet de majoration des coefficients β des sociétés de petite taille mis en évidence par R. Ibbotson, P. Kaplan et J. Peterson⁵⁵ ; ce qui rend inutile l'ajout d'une prime de taille dans la détermination du coût du capital de SMTPC.

A ceux qui s'étonneraient de la faiblesse du coefficient bêta de SMTPC, la comparaison de son cours et de celui de l'indice SBF 120 rebasé sur son cours depuis la fin de l'OPAS montre que le cours de SMTPC, très stable, s'assimile plus à celui d'une obligation qu'à celui d'une action :

⁵³ <https://www.banque-france.fr/statistiques/taux-et-cours/taux-indicatifs-des-bons-du-tresor-et-oat>

⁵⁴ Voir en particulier Groenewold N., Fraser P., « Forecasting beta: how does the “five-year rule of thumb” do? », Journal of Business & Accounting septembre-octobre 2000, vol. 27, n° 7-8, pages 953 à 982.

⁵⁵ « Estimates of Small Stock Betas are Much Too Low », Journal of Portfolio Management, juillet 1997, vol. 23, n°4, p. 104 à 111



Sur cette période limitée à un an, le coefficient bêta de SMTPC ressort à 0,1.

Au total, le coût du capital de SMTPC peut être estimé à : $2,75 \% + 0,25 \times 5,25 \% = 4,06 \%$.

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

Il s'agit du coût des capitaux propres, qui se relie aisément au taux d'actualisation précédent, par la formule suivante⁵⁶ :

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

Compte d'un poids de la dette bancaire et financière nette de seulement 6 % de la valeur des capitaux propres de la SMTPC et qui va tendre vers 0 en 2030, le coût des capitaux propres est estimé identique au coût du capital, soit **4,06 %**.

d) Les résultats

L'actualisation des flux de trésorerie disponible de SMTPC au taux de 4,06 % donne une valeur de l'action de **37 €**, dividende au titre de 2022 attaché.

Evaluation par actualisation des flux de trésorerie disponible	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Résultat d'exploitation	18 078	20 555	21 677	22 634	23 645	24 782	24 694	25 830	26 968	29 346	30 491	2 123
- impôt sur le résultat d'exploitation	4 670	5 309	5 599	5 846	6 108	6 401	6 378	6 672	6 966	7 580	7 876	548
+ dotation aux amortissements	9 237	9 237	11 416	11 416	11 416	11 416	11 416	11 416	11 416	11 416	11 416	-
- variation du BFR d'exploitation	2 188	(453)	(590)	(165)	(184)	(203)	(23)	(205)	(206)	(390)	(209)	7 717
- investissements	11 818	7 115	1 179	1 201	1 233	1 267	1 301	1 336	1 372	1 409	1 447	693
= Flux de trésorerie disponible	8 639	17 820	26 905	27 168	27 904	28 733	28 453	29 443	30 252	32 163	32 793	- 6 835
Valeur terminale												0
Taux d'actualisation	4,06%											
Flux de trésorerie disponible actualisé		17 820	25 855	25 088	24 762	24 502	23 316	23 186	22 893	23 388	22 915	- 4 590
Somme de flux de trésorerie actualisé 2023-2033	229 135											
Valeur actuelle de la valeur terminale	-											
Valeur actuelle de l'actif économique	229 135											
Endettement bancaire et financier net au 31 décembre 2022	12 984											
Dividende versé en juillet 2023	-											
Valeur des capitaux propres	216 151											
Nombre d'actions	5 837 500											
Valeur de l'action	37,0 €											

⁵⁶ Page 638, chapitre 31 du Finance d'entreprise (Vernimmen) Dalloz 2023.

Cette valeur de 37,0 € présente les sensibilités suivantes :

Fréquentation en 2023	14 268 35,4 €	14 768 37,0 €	15 268 38,6 €
Taux annuel de croissance de la fréquentation entre 2027 et 2032	-0,7% 36 €	0,3% 37,0 €	1,3% 38 €
Effet de l'ouverture de la bretelle Schloësing sur la fréquentation	6%; 2,7%; 2,4% 36,5 €	6,7%; 3,1%; 2,7% 37,0 €	7,4%; 3,5%; 3% 37,5 €
Coût du capital	3,65% 37,7 €	4,06% 37,0 €	4,47% 36,3 €

L'actualisation des dividendes prévisionnels de la SMTPC au taux de 4,06 % donne aussi une valeur de l'action de **37,0 €**, l'écart par rapport à la valeur résultante de l'actualisation des flux de trésorerie disponible de 0,08 € s'explique par une optimisation de la politique de dividende qui est très proche du montant du flux de trésorerie disponible.

Evaluation par actualisation des dividendes	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033
Dividendes		11 091	24 342	24 584	25 253	26 007	25 764	26 663	30 445	32 323	32 952	3 949
Taux d'actualisation	4,06%											
Valeur actuelle du dividende		11 091	23 392	22 702	22 410	22 178	21 113	20 996	23 039	23 505	23 027	2 652
Valeur de l'action		37,0 €										

e) Conclusion sur l'évaluation

L'actualisation des flux de trésorerie disponible aboutit à **35,4 € à 38,6 €, avec une valeur centrale à 37 €.**

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

Cette évaluation à 37 € se compare ainsi avec l'évaluation précédente de novembre 2011 qui aboutissait à un chiffre de 38,75 € :

Évaluation de novembre 2021 :	38,75 €
Effet passage du temps sur l'actualisation :	+ 2,3 €
Effet versement du dividende 2021 à l'été 2022 :	- 1,9 €
Effet ajustements des projections :	- 1,55 €
Effet hausse des taux d'intérêt :	- 0,6 €
Évaluation de mai 2023 :	= 37 €

Annexe 1 : Fréquentation trimestrielle du tunnel depuis 2014

	2013	Evolution	2014	Evolution	2015	Evolution	2016	Evolution	2017	Evolution	2018	Evolution	2019	Evolution	2020	Evolution	2021	Evolution	2022	Evolution	2023	Evolution
	3785	-1,9%	4035	6,3%	4215	4,5%	4388	4,1%	4185	-4,6%	4120	-1,6%	3478	-18,6%	3088	-11,2%	2963	-4,0%	3330	12,4%	3404	2,2%
	4131	2,5%	4357	5,5%	4609	5,8%	4687	1,7%	4423	-5,6%	4422	0,0%	3789	-14,3%	2088	-44,5%	3317	58,9%	3861	16,4%		
	4147	4,7%	4350	4,9%	4517	3,8%	4494	-0,5%	4372	-2,7%	4422	1,1%	3782	-14,5%	3656	-3,3%	3816	4,4%	3725	-2,4%		
	4171	4,9%	4445	6,6%	4446	0,0%	4444	0,0%	4326	-2,7%	3687	-14,8%	3851	4,4%	2844	-26,1%	3546	24,7%	3534	-0,3%		
¶	16 244	2,6%	17 187	5,8%	17 787	3,5%	18 013	1,3%	17 187	-4,6%	16 651	-3,1%	14 900	-10,5%	11 676	-21,6%	13 642	14,3%	14 450	6,1%	3 404	-68,8%

Source : Données SMTPC.

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

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

En milliers d'euros HT - euros courants	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Total										
Bilan										
Actif										
Valeur brute - immobilisations incorporelles et corporelles		265 911	282 364	297 561	305 000	306 220	306 037	306 681	307 027	307 170
Amortissement de Caducité (biens non-renouvelables)	(139 177)	(142 661)	(146 094)	(148 616)	(153 206)	(163 762)	(175 723)	(187 706)	(199 668)	(211 600)
Amortissement des immobilisations incorporelles	(2 763)	(2 956)	(3 150)	(3 336)	(3 448)	(3 448)	(3 448)	(3 448)	(3 448)	(3 448)
Amortissement des immobilisations corporelles	(10 994)	(11 392)	(11 643)	(12 026)	(12 481)	(12 963)	(13 505)	(14 047)	(14 590)	(15 134)
Immobilisations incorporelles et corporelles	49 563	108 901	121 477	132 583	135 865	126 047	113 361	101 480	89 321	76 989
Stocks nets	92	92	92	92	92	92	92	92	92	92
Créances clients et comptes rattachés nets	282	204	218	222	236	251	266	271	277	293
Autres créances nettes	1 071	1 071	1 071	1 071	1 071	1 071	1 071	1 071	1 071	1 071
Compte de trésorerie affecté au versement de dividendes	11 091	11 091	11 091	11 091	11 091	9 930	7 662	5 743	5 160	5 546
Compte de trésorerie affecté au financement des nouveaux investissements	-	317	626	928	1 232	-	-	-	-	-
Disponibilités	20 426	141	257	114	365	-	-	734	-	557
Charges à étaler	151	1 618	1 437	1 256	1 126	995	865	734	603	473
Charges constatées d'Avance	186	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Charges constatées d'Avance	2 696	-	-	-	-	6 686	6 686	6 686	6 686	6 686
Compte de réserve du service de la dette	36 996	14 535	14 792	14 775	15 214	19 026	16 643	14 597	13 890	14 718
Total actif circulant	36 996	14 535	14 792	14 775	15 214	19 026	16 643	14 597	13 890	14 718
TOTAL ACTIF	85 559	123 436	136 270	147 358	151 079	145 073	130 003	116 077	103 211	91 707
Passif										
Capital social	17 804	17 804	17 804	17 804	17 804	17 804	17 804	17 804	17 804	17 804
Prime d'émission et de conversion	10 683	10 683	10 683	10 683	10 683	10 683	10 683	10 683	10 683	10 683
Réserve légale	1 780	1 780	1 780	1 780	1 780	1 780	1 780	1 780	1 780	1 780
Autres réserves	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Report à nouveau	17 339	20 128	15 266	13 287	11 438	10 385	5 248	175	-	-
Résultat net de l'exercice	13 880	6 248	9 092	9 242	10 038	5 954	6 019	7 198	7 846	9 575
Capitaux Propres	61 587	56 744	54 745	52 896	51 844	46 707	41 634	37 741	36 041	35 261
Provisions pour obligation de maintien en bon état	2 514	2 655	2 808	2 861	3 114	3 281	3 462	3 644	3 761	3 950
Provision pour engagements sociaux	277	277	277	277	277	277	277	277	277	277
Provisions pour charges	2 791	2 932	3 085	3 238	3 391	3 558	3 739	3 920	4 038	4 227
Crédit Long terme historique	14 719	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Nouveau Crédit Long terme	-	58 325	71 821	85 453	89 639	89 025	78 633	67 887	56 759	45 245
Crédit Relais TVA	-	307	199	204	85	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Emprunts et dettes auprès des établissements de crédit	14 719	58 632	72 020	85 657	89 724	89 025	78 633	67 887	56 759	45 245
Avances reçues des clients	1 167	839	896	911	970	1 033	1 097	1 117	1 142	1 210
Dettes fournisseurs et comptes rattachés	624	719	701	711	722	744	761	754	766	777
Participation des salariés	481	228	300	305	331	200	202	240	261	314
Impôt sur les sociétés à payer	215	(127)	943	63	334	(65)	27	495	272	707
Dettes fiscales et sociales (hors IS/participation)	1 555	1 555	1 555	1 555	1 555	1 555	1 555	1 555	1 555	1 555
Dettes sur immobilisations et comptes rattachés	1 095	1 095	1 095	1 095	1 095	1 095	1 095	1 095	1 095	1 095
Autres dettes	816	816	816	816	816	816	816	816	816	816
TVA à payer	508	2	114	110	297	395	443	456	465	499
TOTAL PASSIF	85 559	123 436	136 270	147 358	151 079	145 073	130 003	116 077	103 211	91 707

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

ANNEXE 3 - COMPTE D'EXPLOITATION PREVISIONNEL

En milliers d'euros HT - euros courants	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Bilan									
Actif									
Valeur brute - immobilisations incorporelles et corporelles	307 448	308 626	309 384	310 556	310 413	310 733	310 619	310 619	310 619
Amortissement de Caducité (biens non-renouvelables)	(223 489)	(235 392)	(247 251)	(259 042)	(270 830)	(282 590)	(289 997)	(289 997)	(289 997)
Amortissement des Immobilisations incorporelles	(3 448)	(3 448)	(3 448)	(3 448)	(3 448)	(3 448)	(3 448)	(3 448)	(3 448)
Amortissement des Immobilisations corporelles	(15 678)	(16 215)	(16 620)	(16 964)	(17 133)	(17 174)	(17 174)	(17 174)	(17 174)
Immobilisations incorporelles et corporelles	64 833	53 570	42 063	31 102	19 003	7 521	0	0	0
Stocks nets	92	92	92	92	92	92	92	92	92
Créances clients et comptes rattachés nets	287	312	316	321	326	341	89	-	-
Autres créances nettes	1 071	1 071	1 071	1 071	1 071	1 071	1 071	-	-
Compte de réserve affecté au versement de dividendes	5 546	5 546	5 838	8 756	9 924	13 426	15 574	-	-
Compte de réserve affecté au financement des nouveaux investissements	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Disponibilités	9	380	600	8 958	19 353	27 510	19 254	310	0
Charges à étaler	343	212	81	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Charges constatées d'Avance	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Compte de réserve du service de la dette	6 666	6 666	6 666	-	-	-	-	-	-
Total actif circulant	14 045	14 298	14 685	19 199	30 766	42 441	36 080	310	0
TOTAL ACTIF	78 877	67 868	56 748	50 301	49 769	49 962	36 080	310	0
Passif									
Capital social	17 804	17 804	17 804	17 804	17 804	17 804	17 804	-	-
Prime d'émission et de conversion	4 771	3 848	3 848	3 848	3 848	2 327	-	-	-
Réserve légale	1 780	1 780	1 780	1 780	1 780	1 780	1 780	-	-
Autres réserves	100	100	100	100	100	100	-	-	-
Report à nouveau	-	-	1 067	1 793	400	-	(0)	-	-
Résultat net de l'exercice	10 169	11 731	12 402	13 200	13 840	15 273	9 582	-	-
Capitaux Propres	34 624	35 264	37 001	38 527	37 773	37 284	29 166	-	-
Provisions pour obligation de maintien en bon état	4 068	4 219	4 401	4 583	4 765	4 947	2 195	-	-
Provision pour engagements sociaux	277	277	277	277	277	277	277	-	-
Provisions pour charges	4 345	4 496	4 678	4 860	5 042	5 224	2 471	-	-
Crédit Long terme historique	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Nouveau Crédit Long terme	33 330	21 004	8 246	0	0	0	0	0	0
Crédit Relais TVA	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
Emprunts et dettes auprès des établissements de crédit	33 330	21 004	8 246	0	0	0	0	0	0
Avances reçues des clients	1 229	1 288	1 308	1 328	1 349	1 412	366	-	-
Dettes fournisseurs et comptes rattachés	789	801	813	826	838	851	219	-	-
Participation des salariés	334	384	406	431	453	501	320	23	0
Impôt sur les sociétés à payer	260	662	285	330	281	639	(76)	287	(0)
Dettes fiscales et sociales (hors IS/participation)	1 555	1 555	1 555	1 555	1 555	1 555	1 555	-	-
Dettes sur immobilisations et comptes rattachés	1 095	1 095	1 095	1 095	1 095	1 095	1 095	-	-
Autres dettes	818	818	818	818	818	818	818	-	-
TVA à payer	500	502	544	533	567	584	145	-	-
TOTAL PASSIF	78 877	67 868	56 748	50 301	49 769	49 962	36 080	310	0

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

ANNEXE 3 - COMPTE D'EXPLOITATION PREVISIONNEL

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

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

En milliers d'euros HT - euros courants	Total	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Compte de résultat										
Recettes d'exploitation - parcours (TPC seul)	468 909	28 903	30 338	30 695	30 828	31 269	32 753	20 695	-	-
Recettes d'exploitation - parcours (TPC + Schloesing)	74 493	6 393	6 680	6 727	6 865	6 934	7 233	4 551	-	-
Recettes d'exploitation - parcours (TPC + TPS)	90 599	5 320	5 686	5 824	6 223	6 396	6 823	4 368	-	-
Prestations annexes	16 659	1 026	1 041	1 057	1 072	1 088	1 105	704	-	-
Chiffre d'affaires	650 630	41 642	43 744	44 303	44 988	45 687	47 913	30 319	-	-
Charges d'exploitation	(185 678)	(11 365)	(11 567)	(11 741)	(11 920)	(12 077)	(12 290)	(7 789)	(5)	-
Obligation de maintien en bon état du domaine concédé	(3 187)	(69)	(94)	-	-	-	-	(2 853)	-	-
Autres Charges nettes des produits	(11 461)	(751)	(768)	(779)	(791)	(802)	(821)	(821)	-	-
Excédent Brut d'Exploitation	450 304	29 457	31 375	31 783	32 277	32 808	34 803	19 146	5	-
Amortissement technique	(7 513)	(544)	(537)	(406)	(344)	(169)	(41)	-	-	-
Amortissement de caducité	(159 894)	(12 072)	(12 086)	(12 041)	(11 973)	(11 970)	(11 944)	(7 521)	-	-
Reprise / (dotation) travaux P+R	2 547	(118)	(151)	(182)	(182)	(182)	(182)	2 752	2 195	-
Reprise Produits Constatés d'Avance	34	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Charges à étaler	(1 785)	(130)	(131)	(130)	(81)	-	-	-	-	-
Charges Constatées d'Avance	(248)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Liquidation des stocks	(92)	-	-	-	-	-	-	-	(92)	-
Liquidation autres créances	(1 071)	-	-	-	-	-	-	-	(1 071)	-
Chiffre d'exploitation	282 280	16 693	18 470	19 024	19 698	20 487	22 637	14 378	1 027	-
Charges financiers en construction	(7 592)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Intérêts Crédit Long terme (historique)	(500)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Intérêts Crédit Long terme	(15 736)	(1 458)	(1 046)	(614)	(149)	-	-	-	-	-
Intérêts sur trésorerie	1 288	49	49	49	50	84	143	189	-	-
Chiffre financier	22 540	1 408	988	566	399	84	143	189	-	-
Chiffre courant avant impôt	22 540	15 184	17 472	18 458	19 599	20 572	22 779	14 567	1 027	-
Participation des salariés	(5 714)	(334)	(384)	(406)	(431)	(453)	(501)	(320)	(23)	-
IS contrib. 3%	(82 912)	(4 681)	(5 357)	(5 650)	(5 968)	(6 279)	(7 005)	(4 665)	(1 181)	-
Chiffre net	171 113	10 169	11 731	12 402	13 200	13 840	15 273	9 582	-177	-

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

ANNEXE 3 - COMPTE D'EXPLOITATION PREVISIONNEL

En milliers d'euros HT - euros courants	Total	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Trésorerie											
Trésorerie à l'ouverture		28 017	20 426	141	257	114	365	0	0	0	0
□ Résultat d'Exploitation	450 304	28 743	15 965	19 886	20 320	21 482	23 613	25 103	26 496	26 976	29 075
Investissements Schloesing	(96 985)	-	(62 990)	(14 932)	(12 342)	(6 071)	(650)	-	-	-	-
Variation de □□R	(482)	(140)	172	(32)	7	(3)	7	2	(12)	5	(4)
Variation des avances clients	(1 181)	(14)	(328)	56	15	60	62	65	19	25	68
Variation dettes fiscales et sociales	(1 555)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Variation dettes sur immobilisations	(1 095)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Variation autres dettes	(818)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Variation engagements sociaux	(277)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dépenses incorporées / corporelles	(13 204)	(2 067)	(393)	(1 202)	(2 194)	(450)	(559)	-	(627)	(629)	(325)
Variation des comptes de TVA sur chiffre d'affaires et co. ts d'exploitation	(846)	(339)	(199)	4	1	68	13	48	13	10	33
Variation des comptes de TVA sur investissement	0	(474)	(307)	108	(5)	119	85	(200)	(202)	(240)	(261)
Participation des salariés	(6 188)	(474)	(481)	(228)	(300)	(305)	(331)	(200)	(202)	(240)	(261)
Impôts sur les sociétés et assimilés	(62 912)	(7 287)	(4 212)	(3 191)	(5 203)	(4 387)	(3 332)	(2 888)	(2 997)	(3 961)	(3 963)
Intér. ts sur trésorerie	1 288	154	101	45	47	48	65	66	54	48	47
Flux de trésorerie pro et	246 048	19 577	52 672	514	345	10 560	18 974	22 196	22 545	22 335	24 670
Intér. ts intercalaires	(11 268)	-	(2 673)	(2 386)	(2 731)	(2 981)	(497)	-	-	-	-
Dépôt sur le compte de trésorerie - financement des investissements Schloesing	(36 273)	-	(24 864)	(4 131)	(1 743)	(5 170)	(365)	-	-	-	-
Retrait sur le compte de trésorerie - financement des investissements Schloesing	34 688	-	24 546	3 822	1 440	4 866	19	-	-	-	-
Liquidation de la trésorerie affectée au financement	1 585	-	-	-	-	-	1 585	-	-	-	-
Variation du Comptes Réserve du Service de la Dette	3 344	649	2 696	(108)	-	(119)	(6 686)	-	-	-	-
Variation du Crédit Réels TVA	(0)	-	307	(85)	5	(85)	(85)	-	-	-	-
Variations du Crédit Long terme	97 459	-	58 325	13 485	13 632	4 185	7 820	-	-	-	-
Trésorerie disponible pour le service de la dette	335 583	20 225	5 666	11 207	10 949	11 342	20 768	22 196	22 545	22 335	24 670
<i>Trésorerie disponible pour le service du Crédit Long terme historique</i>		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	(500)	(360)	(141)	-	-	-	-	-	-	-	-
Principal du Crédit Long terme historique	(19 994)	(5 275)	(14 719)	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Trésorerie disponible pour le service du Nouveau Crédit Long terme</i>		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	(15 736)	-	-	-	-	-	(2 759)	(2 981)	(2 627)	(2 245)	(1 858)
Principal du Nouveau Crédit Long terme	(97 459)	-	-	-	-	-	(8 434)	(10 392)	(10 746)	(11 127)	(11 514)
Affectation au compte de distribution	(227 897)	(22 183)	(11 091)	(11 091)	(11 091)	(11 091)	(9 950)	(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	11 091	9 545	10 355
<i>Trésorerie disponible pour le versement de dividende</i>		31 517	11 232	11 348	11 206	11 457	11 091	11 091	11 091	9 545	10 912
Versement de dividende	(210 327)	(11 091)	(11 091)	(11 091)	(11 091)	(11 091)	(11 091)	(11 091)	(11 091)	(9 545)	(10 355)
Dividende de liquidation	(19 585)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Trésorerie en fin de période	98 235	20 426	141	257	114	365	0	0	0	0	557

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

ANNEXE 3 - COMPTE D'EXPLOITATION PREVISIONNEL

En milliers d'euros HT - euros courants	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035
Total	29 457	31 375	31 783	32 277	32 808	34 803	19 146	5	-
Trésorerie									
Trésorerie à l'ouverture	557	9	380	600	8 958	19 353	27 510	19 254	310
Résultat d'Exploitation	450 304	29 457	31 375	32 277	32 808	34 803	19 146	5	-
Investissements Schloesing	(96 985)	-	-	-	-	-	-	-	-
Variation de □□R	(482)	(2)	7	7	7	(2)	(379)	(131)	-
Variation des avances clients	(1 181)	60	20	20	21	63	(1 046)	(366)	-
Variation dettes fiscales et sociales	(1 555)	-	-	-	-	-	-	(1 555)	-
Variation dettes sur immobilisations	(1 095)	-	-	-	-	-	-	(1 095)	-
Variation autres dettes	(818)	-	-	-	-	-	-	(818)	-
Variation engagements sociaux	(277)	-	-	-	-	-	-	(277)	-
Dépenses incorporelles / corporelles	(13 204)	(1 360)	(940)	(1 355)	(40)	(502)	-	-	-
Variation des comptes de TVA sur chiffre d'affaires et co. ts d'exploitation	(846)	1	43	(11)	34	18	(439)	(145)	-
Variation des comptes de TVA sur investissement	0	-	-	-	-	-	-	-	-
Participation des salariés	(6 188)	(334)	(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)
Intér. ts sur trésorerie	1 288	49	49	50	84	143	189	-	-
Flux de trésorerie pro et	246 048	24 834	24 550	24 660	26 156	27 421	11 592	5 529	310
Intér. ts intercalaires	(11 268)	-	-	-	-	-	-	-	-
Dépôt sur le compte de trésorerie: financement des investissements Schloesing	(36 273)	-	-	-	-	-	-	-	-
Retrait sur le compte de trésorerie: financement des investissements Schloesing	34 688	-	-	-	-	-	-	-	-
Liquidation de la trésorerie affectée au financement	1 585	-	-	-	-	-	-	-	-
Variation du Comptes Réserve du Service de la Dette	3 344	-	-	6 686	-	-	-	-	-
Variation du Crédit Relais TVA	(0)	-	-	-	-	-	-	-	-
Variations du Crédit Long terme	97 459	-	-	-	-	-	-	-	-
Trésorerie disponible pour le service de la dette	335 563	24 834	24 550	31 346	26 156	27 421	11 592	5 529	310
<i>Trésorerie disponible pour le service de la dette historique</i>	<i>24 187</i>	<i>24 843</i>	<i>24 929</i>	<i>31 946</i>	<i>35 114</i>	<i>46 774</i>	<i>39 102</i>	<i>13 726</i>	<i>0</i>
Intér. ts du Crédit Long terme historique	(500)	-	-	-	-	-	-	-	-
Principal du Crédit Long terme historique	(19 994)	-	-	-	-	-	-	-	-
<i>Trésorerie disponible pour le service du Nouveau Crédit Long terme</i>	<i>24 187</i>	<i>24 843</i>	<i>24 929</i>	<i>31 946</i>	<i>35 114</i>	<i>46 774</i>	<i>39 102</i>	<i>13 726</i>	<i>0</i>
Intér. ts du Nouveau Crédit Long terme	(15 736)	(1 046)	(614)	(149)	-	-	-	-	-
Principal du Nouveau Crédit Long terme	(97 459)	(12 328)	(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	17 689	26 976	-
<i>Trésorerie disponible pour le versement de dividende</i>	<i>10 815</i>	<i>11 471</i>	<i>11 265</i>	<i>20 633</i>	<i>33 947</i>	<i>43 272</i>	<i>36 954</i>	<i>29 300</i>	<i>0</i>
Versement de dividende	(210 327)	(10 805)	(10 665)	(11 675)	(14 594)	(15 761)	(17 689)	(9 405)	-
Dividende de liquidation	(19 585)	-	-	-	-	-	-	(19 585)	-
Trésorerie en fin de période	98 235	9	380	8 958	19 353	27 510	19 254	310	0

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

Source : Communauté européenne

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

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

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

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

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

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