

## CG DU BAS-RHIN

### PREMIERE ANALYSE FINANCIERE DE L'OFFRE DE LA SEML LA MAISON DE L'ALSACE A PARIS

---

**Le présent document a pour but de présenter une première analyse de l'offre financière de la SEML de la Maison de l'Alsace à Paris. L'objectif étant de connaître les grands équilibres financiers présentés et surtout leur viabilité.**

---

#### 1/ Les documents présentés :

##### 1. Une documentation précise et fouillée :

Le candidat a présenté une offre financière très détaillée et fouillée. Tous les éléments nécessaires pour analyser l'offre présentée sont disponibles.

Sur la partie financière, le candidat a peut-être voulu trop respecter le tableur fourni et n'a pas cherché à l'adapter. Toutefois, tous les éléments non insérés dans le tableur ont bien été explicités. Ils seront réintégrés dans la présente analyse.

**Une incohérence existe néanmoins entre le compte de résultat prévisionnel de la page 45 du mémoire, et le compte de résultat prévisionnel dans la note explicative du plan d'affaires.** Ecart de taille, qui aboutit à un différentiel de chiffre d'affaires de 70 k€ entre les deux documents sur l'année N+1. Ce décalage se retrouve après sur tous les autres exercices, aboutissant à des ratios différents entre les deux sources. L'écart provient essentiellement des compensations demandées au délégué.

##### 2. Certaines informations manquantes :

Malgré le détail des informations fournies, il manque à l'analyste certaines informations :

- ✓ Le nombre de salariés prévus (en temps partiel et temps plein). Il s'agit d'un point important.
- ✓ Le détail des travaux prévus en première année.

Plus globalement, la première année estimée à 8 mois d'activités n'a pas été intégrée dans le plan d'affaires du fait de la mention « année pleine » et de certaines cellules rigides. Le candidat a eu raison de le mentionner et les analyses qui vont être réalisées dans ce document tiendront compte des informations qui

n'ont pas pu y être portées. Il nous manque cependant certaines précisions quant au phasage :

- ✓ des investissements réalisés : les 76 k€ de travaux sont-ils réalisés en année 0 ou en première année pleine ?
- ✓ du déblocage du capital social : même question de phasage ?
- ✓ du versement des apports en comptes courants associés : même question de phasage ?

## 2/ Questionnement sur certaines hypothèses du candidat :

### 1. Sur le coût des travaux :

Le candidat présente des travaux dont le prix est évalué à 76 k€ la première année. S'agit-il de travaux prévus en année 0 de 8 mois ou après ? Comment a été approché ce montant ? Peut-on avoir un détail de ce montant de 76 k€ ?

### 2. Sur le chiffre d'affaires et charges d'exploitation :

Il n'appartient pas à l'AMO financière de se positionner sur la pertinence des hypothèses prises relevant de la connaissance technique du secteur. Les éléments ci-dessous relèvent plus de demandes d'explication pour une bonne compréhension des éléments énoncés :

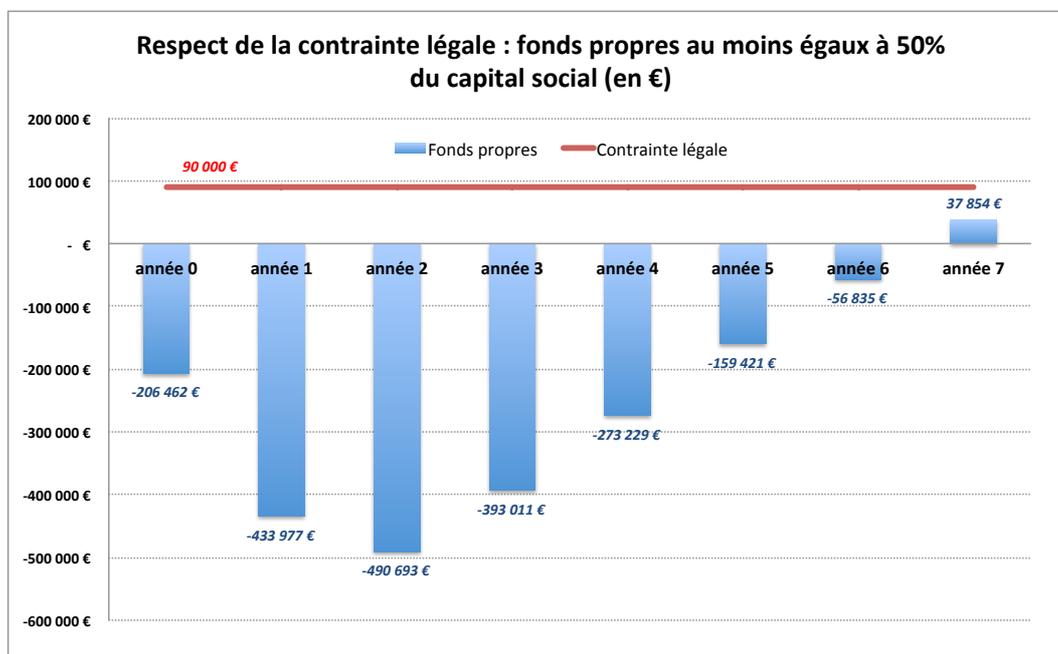
- ✓ Les hypothèses de chiffres d'affaires sur les premières années dépendent d'un taux d'occupation qui progresse globalement de 40% jusqu'à un plafond de 70% en année 4. Sur quoi se fondent ces hypothèses ? Sur de l'historique ? Sur des comparaisons avec d'autres surfaces similaires ? Ces hypothèses sont elles prudentes ou déjà optimistes ?
- ✓ Les montants de taxes (CFE, CVAE, taxe foncière, taxe sur les bureaux) nous paraissent élevés au regard d'autres locaux comparables dans le secteur du triangle d'Or. Sur quoi se base le montant global évalué à 6% du chiffre d'affaires ? Selon nos estimations de locaux comparables, nous arriverions tout compris à environ 55k€ au global. A moins que la SEML soit assujettie à la taxe sur les salaires ce qui expliquerait ce montant élevé. Est-ce le cas ? A priori non car le chiffre d'affaires soumis à TVA dépasse de loin les 10% du chiffre d'affaire global.
- ✓ Le tableur (ainsi que le tableur reproduit dans la note explicative) mentionne un montant global de compensation demandées au délégant de 221,3 k€. Or, en faisant la somme des compensations en année N+1 dans le propre compte de résultat prévisionnel du candidat page 45 de son mémoire, on aboutit seulement à 153 k€. Pourquoi une telle différence ? Quelle version fait foi ?
- ✓ Le montant de 100 k€ de frais de communication sur l'année 0 de 8 mois (contre 50 k€ par la suite) est justifié dans le mémoire technique par le fait que, dans la phase initiale, la communication sera un enjeu majeur pour informer les entreprises de sa réouverture et pour leur faire part du changement de positionnement. Il nous semble néanmoins qu'un détail de cette estimation serait utile afin de comprendre ce qui constitue une dépense majeure en première année.

### 3/ Les principaux ratios financiers reconstitués :

#### 1. *Sur la viabilité financière globale de la société :*

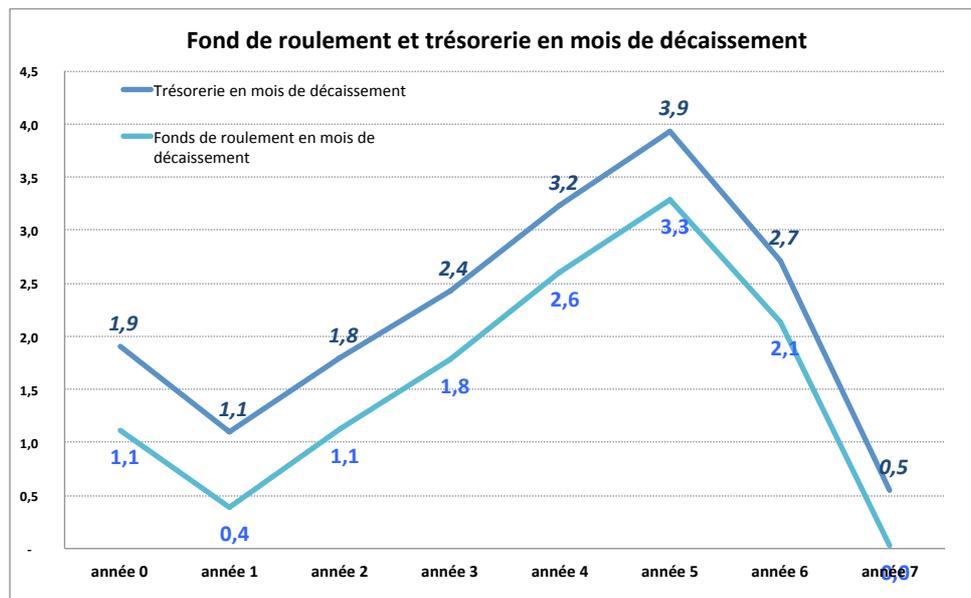
Le premier indicateur qui mesure la viabilité financière d'une société est le respect du critère légal qui veut que les fonds propres d'une société ne descendent jamais en-deçà de 50% du capital social. Faut de quoi, les actionnaires doivent se réunir et recapitaliser la société.

A partir des données fournies dans les bilans et les comptes de résultats prévisionnels, **la société ne respecterait pas cette contrainte légale et serait sous dotée en fonds propres dès l'année 0 (8 mois) et ce, jusqu'en année 7 à la fin de la DSP.**



L'autre indicateur global de la viabilité de la société est la trésorerie dégagée en fin d'exercice sur la durée de la DSP. **En termes de trésorerie, la société serait tout à fait viable grâce aux prêts sous forme d'avance en compte courant d'associés qui ne seraient remboursés qu'à partir de la 7ème année pleine d'exploitation.** La trésorerie en fin d'année serait toujours supérieure à 1 mois de décaissement sauf en dernière année.

**La problématique ne vient donc pas d'un sous calibrage des apports des actionnaires mais d'une répartition de l'apport entre prêt et capital social non optimale.**



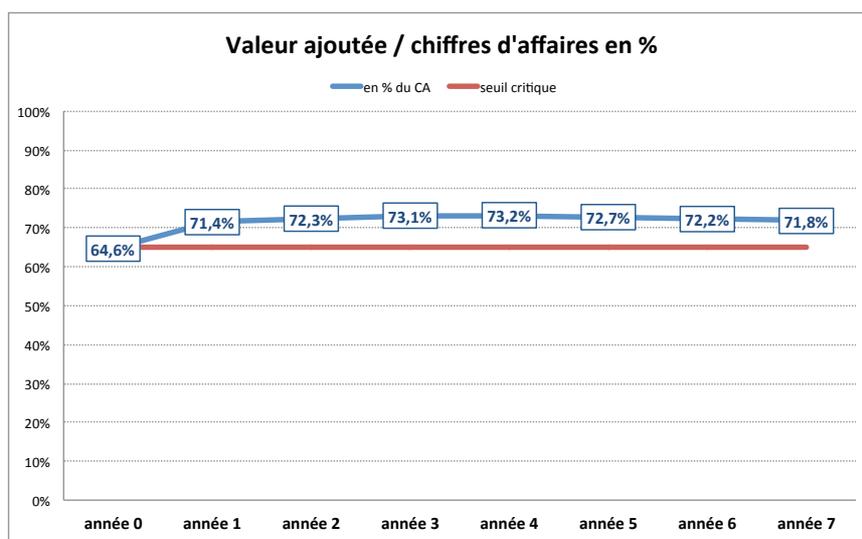
**L'analyse des deux grands ratios ci-dessus démontre une répartition non optimale entre les prêts sous forme d'avances en compte courant d'associés et le capital social à proprement parler. En effet, juridiquement, un apport en compte courant d'associés (même avec les assurances de blocage sur plusieurs années) ne peut pas être assimilé à des fonds propres au sens comptable du terme.**

**Les actionnaires devraient donc privilégier le versement en capital social du fait des résultats très négatifs anticipés les premières années.**

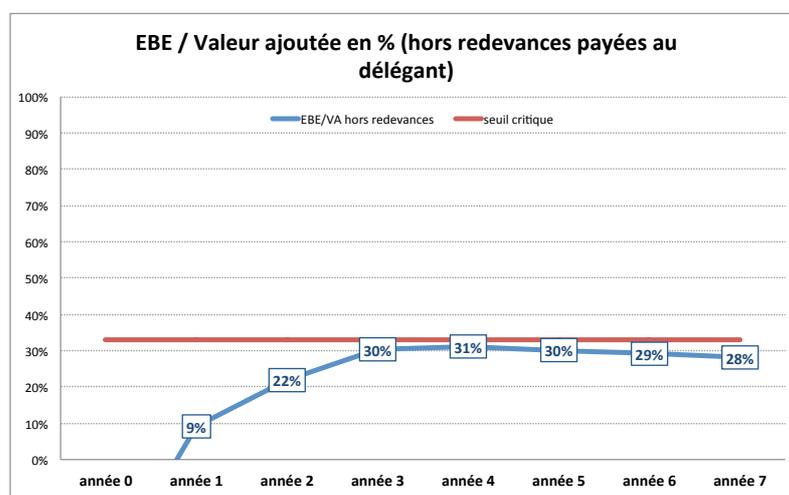
## 2. *Sur les autres soldes de gestion :*

En observant les autres soldes de gestion, il apparaît nettement que la société ne dégage pas une rentabilité suffisante, principalement du fait de charges d'exploitation autres que les consommations intermédiaires élevées :

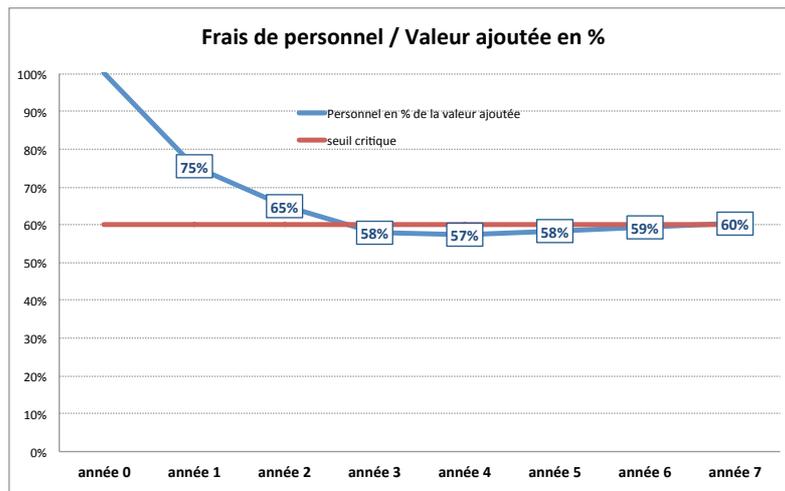
**La valeur ajoutée dégagée** (en proportion du chiffre d'affaires) ne semble pas poser de problématiques particulières. Elle est globalement au-dessus du seuil d'alerte de 65% pour le secteur des services.



**En revanche, l'excédant brut dégagé (soit la valeur ajoutée – le personnel et les autres frais d'exploitation) est bien faible par rapport aux seuils critiques du secteur des services immobiliers (et assimilés) :** Le calcul réalisé est pourtant ici retraité de la redevance payée au délégant afin de ne pas minorer artificiellement cet indicateur.



**La faiblesse de l'EBE sur les 4 premiers exercices s'explique a priori avant tout par l'importance des charges d'exploitation autres que les consommations intermédiaires et achats courants :** notamment le personnel chargé (cf. graphique ci-dessous).

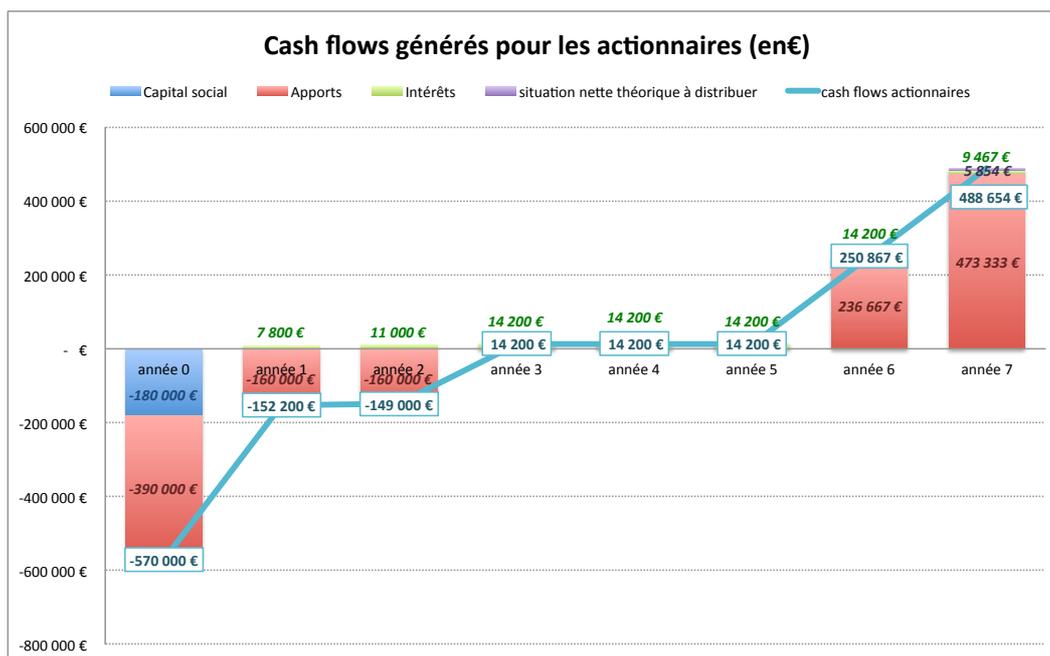


Enfin, avec des **frais de communication** de 100 k€ la première année et des **impôts sur la production** (CFE, CVAE, taxe foncière, taxe sur les bureaux) évalués à 90 k€/an en moyenne (soit 6% du chiffre d'affaires et 7% de la valeur ajoutée contre 3,5% et 4,5% respectivement en moyenne (données INSEE 2012)), il n'est pas étonnant de parvenir à **une rentabilité d'exploitation trop faible** (au moins sur les 3 à 4 premières années).

**La question qui se pose au regard d'une première analyse des soldes intermédiaires de gestion est de savoir à quoi est due la sous rentabilité d'exploitation des 3 ou 4 premières années. Le problème semble provenir de charges de personnel, communication et impôts surdimensionnés par rapport à la valeur ajoutée dégagée.**

### 3. Sur le taux de rentabilité :

La mesure des taux de rentabilité actionnaires (soit le taux d'actualisation qui procure une valeur actuelle nette des cash flow futurs d'actionnaires égale à 0) confirme que **la DSP en l'état ne dégage pas de rentabilité suffisante** : Il en résulte un TRI actionnaire de **-1,8%**, soit un niveau évidemment insuffisant.



#### 4. Les leviers pour améliorer financièrement la proposition :

##### 1. Les leviers proposés pour améliorer la rentabilité du projet :

- ✓ le premier levier, raisonner avec **des impôts sur la production représentant 3,5% du chiffre d'affaires** (soit environ 55 k€ en régime de croisière) : soit un niveau plus conforme à ce que l'on observe par ailleurs. Ce levier à vérifier et à nuancer très fortement si la SEML est amenée à payer de la taxe sur les salaires.
- ✓ le deuxième levier, **baisse de 30% des frais de communication sur le premier exercice.**
- ✓ le troisième levier, **baisse des frais de personnel de l'équivalent d'un ETP**, soit environ 40 k€ chargé sur les 2 premiers exercices.
- ✓ le quatrième levier, intégrer une hypothèse de **rémunération des disponibilités à 1,5%/an.**
- ✓ Le cinquième levier, **raisonner sur un taux d'occupation la première année à 45% au lieu de 40% sur les locations centre d'affaires et espace événementiel.**

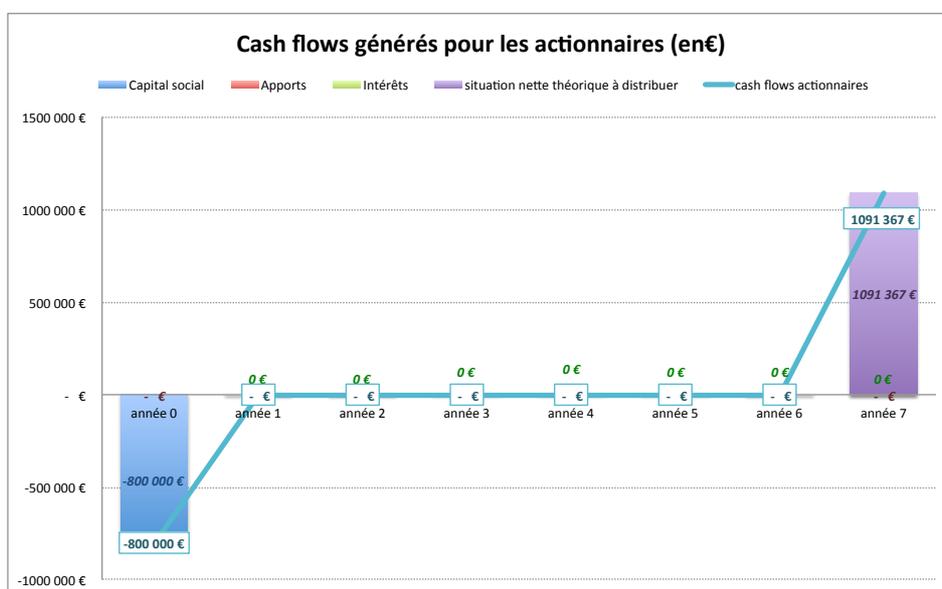
**Si ces leviers étaient utilisés et pouvaient être testés simultanément, cela suffirait à rendre à la DSP une rentabilité minimale couplée à un montant de capital social suffisant sans modifier la redevance (cf. partie 4.2).**

2. Ajuster un montant de capital social de départ suffisant et solide en fonction des leviers actionnés en partie 1 :

En fonction des différents leviers actionnés dans la partie 1, afin de garantir des fonds propres toujours au moins égaux à 50% du capital social, **le montant en capital social initial devrait être d'environ 800k€**. Par la suite, du fait de la trésorerie dégagée suffisante, il n'y aurait pas besoin d'apports en compte courant d'associés.

Encore une fois, au sens comptable strict, les apports en compte courant, même bloqués, ne sont pas considérés comme des fonds propres.

**Avec un capital social de 800k€ et l'utilisation des leviers vus en 4.1, le TRI actionnaire serait de 4,5% soit une rentabilité minimale acceptable.**



**CONCLUSIONS PROVISOIRES :**

En l'état des hypothèses et des bilans et comptes de résultats proposés, le projet ne dégagerait pas une rentabilité d'exploitation suffisante, principalement du fait de charges d'exploitation (hors consommations intermédiaires et achats courants) qui paraissent élevées sur les 2 à 3 premiers exercices. Des hypothèses prudentes de taux de remplissage pour la partie centre d'affaires et évènementiel sur la première et deuxième année renforcent ce constat d'une rentabilité trop négative.

Par ailleurs, si le montant d'apport prévu par les actionnaires est correctement calibré pour apporter la trésorerie suffisante à la société, sa répartition ne paraît pas optimale dans la

mesure où la société serait sous dotée en capital social. L'apport en compte courant ne constituant pas juridiquement des fonds propres permettant de respecter la contrainte minimale d'équilibre de 50% du capital social.

Il existe cependant plusieurs leviers réalistes qui, actionnés simultanément, permettrait de dégager une rentabilité minimale pour les actionnaires, sans forcément toucher à la redevance. Ces analyses de sensibilité doivent cependant être corroborées par une analyse technico-économique du secteur afin d'en apprécier la faisabilité et le caractère réaliste.

Si les leviers énoncés dans la partie 4.2 étaient actionnés, un apport en capital social de 800 k€ serait malgré tout nécessaire. Il en résulterait cependant un TRI actionnaire sur 7 ans de 4,5%, soit un niveau de rentabilité minimale correspondant à TEC 10 + 350 pts de base (soit au-dessus du niveau de rentabilité minimale exigée par la CDC lorsqu'elle est actionnaire de SEM TEC 10 + 300 points de base).