

Projet d'association avec Sulitec

Objectifs des associés

Les objectifs des associés sont les suivants :

Développer l'activité industrielle de FDV

Les associés ne désirent pas céder leurs parts dans la FDV, du moins aux conditions proposées aujourd'hui par M. Nasso dans son offre de participation.

Conserver une rentabilité raisonnable.

La rentabilité observée au cours des dernières années, comparée aux résultats historiques de l'entreprise, apparaît satisfaisante pour les associés.

Investir sur des projets à rentabilité prouvée

Il est clair que les investissements ont été insuffisants depuis un temps assez long. Les associés sont d'accord pour investir dans des projets dont l'étude aura montré une rentabilité suffisante et un risque acceptable.

A ce sujet, il est important de noter que la recherche des projets nouveaux ne peut se faire qu'en mettant sur la route une personne capable de détecter et d'évaluer rapidement les opportunités nouvelles. L'embauche d'un jeune ingénieur correspond à ce choix, et apparaît comme impérative pour assurer l'avenir immédiat et à plus long terme de l'entreprise.

Intérêt de l'association avec Sulitec

Si on s'associe

Il semble aux associés de la FDV que l'association avec Sulitec permettra :

- D'assurer une activité plus importante et plus constante dans le domaine de l'isolation thermique pour les hautes températures.
- De pénétrer sur un marché à fort potentiel qui correspond au savoir-faire de la FDV.

Si on ne s'associe pas

Il apparaît aux associés que Sulitec :

- Soit trouvera un autre partenaire, enlevant de fait une partie du marché actuel de la FDV.
- Soit investira dans ses propres locaux, avec les mêmes conséquences.

Evaluation de la FDV

Méthode par la rentabilité des capitaux investis

La période de référence proposée par Sulitec (2 ans) est nettement trop courte. Il apparaît difficile de juger de la valeur d'une entreprise en considérant seulement 2 exercices.

Un calcul portant sur les 5 derniers exercices apparaît mieux justifié et fait ressortir les résultats suivants :

| année | CA | résultat d'exploitation | Impôt sur sociétés | Différence | Valorisation (x6) |
|------------------|----------------|-------------------------|--------------------|---------------|-------------------|
| 2003 | 441 664 | 36 637 | 5 533 | 31 104 | 186 624 |
| 2004 | 574 970 | 70 785 | 16 819 | 53 966 | 323 796 |
| 2005 | 602 037 | 101 072 | 27 946 | 73 126 | 438 756 |
| 2006 | 420 404 | 26 847 | 3 705 | 23 142 | 138 852 |
| 2007 | 529 119 | 19 489 | 2 368 | 17 121 | 102 726 |
| moyenne : | 513 639 | 50 966 | 11 274 | 39 692 | 238 151 |

Cependant, le taux multiplicateur de **fois 6** choisi par Sulitec, apparaît comme assez peu réaliste. En effet, il correspond à un taux de rentabilité très élevé de 16,6 %, ce qui est très loin des rentabilités moyennes des placements boursiers (3 %).

Il est concevable d'envisager une décote pour non liquidité de **30 %**, ainsi qu'une autre décote pour risque d'encore **30 %**. L'application de ces 2 décotes amènerait à un coefficient multiplicateur de **fois 12**, soit une rentabilité de 8,3 %, et il ne nous paraît pas réaliste de descendre en dessous de cette valeur, ce qui amène la valorisation de l'entreprise à **476 302 €**

Valeur LBO

En reprenant les chiffres des 3 derniers exercices, on peut aussi évaluer la valeur de l'entreprise en utilisant la formule utilisée par la méthode LBO (Leverage Buy Out) pour l'évaluation des entreprises :

$$V = K \times [\text{résultat d'exploitation}] + [\text{trésorerie}] - [\text{dettes}]$$

| année | résultat d'exploitation | Trésorerie | dettes | Valeur LBO | |
|------------------|-------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | | | | K=5 | K=7 |
| 2005 | 101 072 | 256 036 | 283 034 | | |
| 2006 | 26 847 | 132 330 | 191 680 | | |
| 2007 | 19 489 | 75 529 | 199 553 | | |
| moyenne : | 49 136 | 154 632 | 224 756 | 175 556 | 273 828 |

Méthode patrimoniale

Au-delà de la méthode de la rentabilité des capitaux investis, il n'est, de toutes façons, pas possible d'estimer l'entreprise à une valeur qui serait inférieure à celle des actifs immédiatement et complètement valorisables, c'est à dire l'actif circulant, auquel il convient d'ajouter la valeur du know-how d'une part, et la position sur le marché d'autre part.

Cette méthode d'évaluation, permet d'arriver aux chiffres suivants fondés sur les chiffres de l'exercice 2007 :

| | |
|--------------------------------------|----------------|
| Marché (10% du CA) | 51 364 |
| know-how (20% du CA) | 102 728 |
| autres immobilisations incorporelles | 10 671 |
| immobilisations corporelles | 38 750 |
| total actif circulant | 359 838 |
| total | 563 351 |

On peut envisager de discuter de la valorisation du know-how ou de la valeur que représente la position de l'entreprise sur son marché. Les autres chiffres ne sont pas contestables, ce qui nous amène à un montant proche de celui qui ressort de la méthode par la rentabilité des capitaux, en prenant un coefficient multiplicateur de **fois 12**.

Points-clés non négociables

Indépendamment des négociations sur l'estimation des valeurs, un certain nombre de points sont considérés par les associés comme « non négociables » ce sont :

Majorité

Les associés excluent le cas où la majorité des parts leur échapperait.

Localisation

L'activité industrielle actuelle ne doit pas être déplacée des lieux qu'elle occupe à l'heure actuelle.

Maîtrise de la gestion du personnel

Personnel actuel

Il est exclu que la gestion du personnel actuel employé à St Firmin ne soit plus du ressort du gérant actuel ou de son successeur. Il est exclu que la succession du gérant actuel soit décidée par d'autres personnes que les associés actuels.

Embauche d'un jeune ingénieur

Comme il est expliqué plus haut, l'embauche d'un jeune ingénieur, actuellement engagée, constitue un acte stratégique que les associés ne désirent pas modifier. Le choix de la personne à embaucher pourrait éventuellement, par contre éventuellement être discuté.

Solutions possibles (domaines dans lesquels une évolution est possible/souhaitable)

Les éléments précédents étant précisés, on peut évoquer les solutions partielles ou globales qui permettraient d'arriver à un accord.

Participations croisées

C'est la première des solutions possibles pour résoudre le problème de la majorité. On peut imaginer d'échanger des parts de la FDV contre des parts de Sulitec (donc sans échange d'argent).

Pour que cet échange puisse avoir lieu, il faut que la valorisation des 2 entités soit faite (sur la même base). M. Nasso pourrait ainsi acquérir plus de la moitié des parts de FDV, donc acquérir la majorité, ce qui semble être son choix. En contre-partie, il perdrait certainement sa majorité chez Sulitec, mais on pourrait imaginer des proportions d'échange telles qu'il pourrait éventuellement reconstituer une majorité temporaire en groupant ses voix avec celles d'un ou plusieurs associés.

(Cette solution semble malgré tout assez théorique, compte tenu des objectifs apparents de M. Nasso).

Création d'une société commune

Dans ce cas, on peut aussi imaginer que M. Nasso puisse acquérir la majorité dans une entité nouvelle (artificielle) dans laquelle FDV d'une part et Sulitec d'autre part apporteraient chacune une partie de son matériel et de son savoir-faire, et utiliserait à façon les moyens de chacune des 2 entreprises. Cette solution demanderait une comptabilité précise des temps passés et des produits consommés ou fabriqués. Elle n'est pas impossible, mais demande, au moins à St Firmin, de sortir des méthodes actuelles ce qui est peut-être difficilement applicable, et source de contestation permanente. Cela dit, j'ai vu plusieurs cas où cette solution marchait très bien.

Installer le matériel à St Firmin

Si nous considérons (mais c'est hypothétique) que la proposition de M. Nasso est motivée par le fait :

- Qu'il est dans l'obligation urgente de mettre le matériel qu'il a déjà acquis en situation de production.
- Qu'il n'a ni les ressources nécessaires (locaux, personnel), ni le know-how nécessaire pour rendre ce matériel rapidement opérationnel

Il devient possible d'envisager la solution consistant à lui racheter le matériel acquis, et de conclure avec Sulitec un simple contrat de travail à façon comportant éventuellement des clauses de garantie de fourniture, puisque c'est cet argument qu'il a mis en avant pour justifier son offre de participation. C'est la solution qui avait été adoptée les premiers temps de l'association avec St Gobain.

A ce propos, il convient de remarquer que la valeur fixée par M. Nasso pour son matériel est probablement très supérieure au prix qu'il a payé pour l'acquérir.

Utilisation du matériel actuel (assortiment de cartes)

Quelle que soit l'orientation et le succès de la négociation, il est important de réaliser que FDV possède actuellement :

- Du matériel opérationnel et partiellement inoccupé qui pourrait s'intégrer dans la fabrication de produit d'isolation par aiguilleteuse (assortiment de cartes)
- De l'espace pour l'installation de l'aiguilleteuse de Sulitec, moyennant quelques travaux d'aménagement simples et rapides à réaliser (avant l'échéance que M. Nasso a fixée à janvier 2009).
- Les connaissances pratiques pour installer et faire tourner le matériel acquis par Sulitec.

FDV possède donc virtuellement la solution aux problèmes de Sulitec. On ne voit sinon pas quels seraient, pour M. Nasso, les motifs de son intérêt pour FDV.

Questions et constatations

Statut du matériel (aiguilleteuse) proposé

Depuis le début des discussions, nous sommes réduits aux conjectures quant au statut du matériel (aiguilleteuse) acquis (?) par Sulitec. Bien que non déterminante, cette question mériterait d'être résolue. Elle expliquerait en effet en grande partie l'attitude de M. Nasso, et sa latitude de négociation.

Quelles sont les subventions reçues par Sulitec ?

M. Nasso parle très souvent de la position de « jeune entreprise innovante » occupée par Sulitec. Cette position a très certainement été l'occasion, pour cette entreprise, de recevoir des subventions à titres divers de la commune, du département ou de la Région. Nous n'avons trouvé qu'une ligne de subvention dans les comptes de Sulitec. Or, l'attribution de subventions, à côté de son aspect « reconnaissance du dynamisme d'une entreprise » permet, à l'heure actuelle, de renforcer artificiellement les résultats d'une entreprise, et de rendre attractive une activité qui ne l'est pas vraiment, et il conviendrait de s'assurer précisément de l'existence de ces subventions.

Quelles sont les subventions susceptibles d'être reçues par FDV ?

Dans le cadre d'un accord de coopération, on peut penser, du moins à l'examen de la proposition de Sulitec, que FDV deviendrait, de fait, éligible à l'octroi de subventions du même type et du même ordre de grandeur que celles reçues par Sulitec dans leur département (Isère). Il convient de noter qu'en accord avec l'actionnaire principal, la recherche de subventions n'est pas l'objectif prioritaire du gérant.

Examen des bilans comparés des 2 sociétés

Une comparaison des postes principaux des bilans des 2 sociétés permet de faire quelques constatations intéressantes :

| ACTIF | FDV (2007) | Sulitec (2006) |
|---|----------------|----------------|
| Immobilisations incorporelles | 10 671 | 7 265 |
| Immobilisations corporelles | 27 779 | 112 396 |
| Total immobilisations | 38 750 | 120 106 |
| <i>Total stocks et en-cours (1)</i> | <i>167 738</i> | <i>17 407</i> |
| Clients | 106 332 | 112 493 |
| Autres créances (2) | 9 406 | 45 040 |
| <i>Total créances</i> | <i>115 737</i> | <i>157 355</i> |
| Valeurs mobilières (3) | | 75 000 |
| Banque etc... (4) | 75 764 | 18 111 |
| <i>Total valeurs mobilières</i> | <i>75 564</i> | <i>93 111</i> |
| Total actif circulant | 359 838 | 268 061 |
| PASSIF | | |
| Capital (5) | 69 600 | 40 000 |
| Réserves (6) | 108 001 | 34 736 |
| Résultat de l'exercice | 21 435 | 36 734 |
| Total capitaux propres | 199 035 | 111 471 |
| Emprunts banque – intérêts courus (7) | 35 | 74 786 |
| Comptes d'associés (8) | 101 193 | 20 000 |
| Fournisseurs | 27 718 | 57 337 |
| Dettes fiscale et sociale | 70 607 | 32 648 |
| Autres dettes | 0 | 1 480 |
| Dettes et produits constatés d'avance (9) | 0 | 133 118 |
| Total dette | 199 553 | 319 369 |

N.B. (seuls certains chiffres significatifs ont été repris, et les totaux ne correspondent pas obligatoirement au total des colonnes).

total stocks et en cours (1)

A noter la différence importante entre les 2 entreprises. Sulitec semble ne pas vendre beaucoup de produits, mais plutôt peut-être des services.

Autres créances (2)

Ce poste comporte peut-être les subventions prévues mais non encore reçues

Valeurs mobilières (3)

Il semble que Sulitec ait racheté ses propres actions pour un montant de 75 000 € (valeur nominale : 40 000 €). L'investissement personnel des actionnaires de Sulitec serait donc nul, et on constate même une plus-value importante (87,7 %). Le pouvoir appartiendrait donc complètement à l'équipe de direction de Sulitec.

Banque, etc...(4)

Le montant total chez Sulitec paraît faible. Il ne s'agit peut-être que d'une situation particulière au 31 décembre.

Capital (5)

Observons que le capital de FDV est presque le double de celui de Sulitec.

Réserves (6)

Observons également la disparité entre les 2 colonnes. (Pour FDV, il s'agit essentiellement de résultats non distribués).

Emprunts banque – intérêts courus (7)

Sulitec a contracté un emprunt d'environ 75 000 €. FDV n'a pas d'emprunt en cours.

Comptes d'associés (8)

Ce poste apparaît élevé pour FDV. Pour Sulitec, il pourrait plutôt s'agir d'un compte bloqué.

Dettes et produits constatés d'avance (9)

Pas d'explication pour ce poste important.

Compte d'exploitation

| | FDV (2007) | Sulitec (2006) |
|--|-------------------|-----------------------|
| Vente de services et de marchandises | 529 119 | 381 863 |
| Subvention d'exploitation (1) | 0 | 2 300 |
| Achat de marchandises | 175 675 | 102 004 |
| Autres achats et charges | 155 243 | 105 634 |
| Impôts et taxes | 10 775 | 5 591 |
| Salaires | 150 644 | 87 437 |
| Charges sociales (2) | 54 638 | 13 711 |
| Produits financiers (3) | 10 418 | 832 |
| Charges financières | 5 732 | 3 499 |
| Dotation exceptionnelle aux amortissements (4) | 0 | 15 000 |
| bénéfice | 36 734 | 21 435 |

Subventions d'exploitation (1)

Seul poste où apparaisse une subvention, de provenance non déterminée. Ce poste n'existe pas sur les comptes 2005.

Charges sociales (2)

Le montant relatif de ce poste (par rapport au montant des salaires) indique que le salaire moyen est beaucoup plus élevé pour Sulitec que pour FDV ce qui montre que la qualification moyenne du personnel est plus élevée chez Sulitec.

Position de FDV sur le marché des isolants

D'après la proposition de Sulitec, de nombreux clients sont communs. Il semble donc qu'une prospection attentive de la clientèle pourrait amener FDV à conforter sa position commerciale dans ce domaine, sans pour cela être obligé de passer par l'intermédiaire de Sulitec.

Cas où la négociation n'aboutit pas

Rester fournisseur/façonnier

Il n'est pas obligatoire que Sulitec puisse trouver un autre partenaire, ou puisse investir dans ses propres locaux. Une solution de repli pour Sulitec pourrait alors de conserver FDV comme façonnier.

Rechercher un autre partenaire

L'intérêt de Sulitec pour FDV montre que cette dernière entreprise possède une valeur intrinsèque dans le domaine de l'isolation thermique.

Le marché de l'isolation « haute température » apparaissant comme un marché porteur, il n'est pas impossible que d'autres entreprises du même type que Sulitec existent en France (ou en Europe ?).

Une attitude positive vis à vis d'entreprises à la recherche de partenaire dans ce domaine pourrait donc s'avérer fructueuse. La FDV semble **la seule entreprise française équipée industriellement et opérationnelle pour le cardage/aiguilletage de fibres destinées à l'isolation à haute température**. Là encore, il apparaît impératif d'engager une force d'investigation (jeune ingénieur) le plus tôt possible.

St Nom la Bretèche le 10 juillet 2008