

SOCIETE REGIONALE WALLONNE DE TELECOMMUNICATIONS *

Nous sommes en décembre 2004. Le département Corporate Banking de la Banque Ducoin conseille le Gouvernement Wallon dans une opération de privatisation de la Société Régionale Wallonne de Télécommunications (SRWT). L'entreprise a un actif total de 1,25 milliard d'euros à la fin de l'année 2004, est entièrement financée par fonds propres (le nombre d'actions s'élève à 65 millions) et le bénéfice attendu pour l'année prochaine est de 130 millions d'euros. Les investissements de remplacement sont égaux aux dotations aux amortissements.

La société distribue 50% de son bénéfice. Le solde est réinvesti. Lors d'une récente conférence de presse, Mr Hessaimess, Chief Financial Officer (CFO) de la SRWT, a indiqué que la croissance à long terme est égale à 5% par an.

Pour faire face à la concurrence étrangère résultant de la création du marché unique, la SRWT envisage de réaliser des investissements d'expansion à concurrence de 400 millions d'euros par an pendant les 4 prochaines années (de 2005 à 2008). La rentabilité de chacun de ces investissements futurs est donnée dans le tableau ci-dessous; l'accroissement de bénéfice résultant de chaque investissement peut être considéré comme permanent.

Année de l'investissement	2005	2006	2007	2008
RORE de l'investissement	25%	15%	10%	8%

Le taux d'intérêt sans risque est de 4% et la prime de risque pour les actions de ce secteur est égale à 6%.

- (1) Quel taux d'actualisation doit utiliser la Banque Ducoin pour déterminer la valeur de marché de la SRWT ?
- (2) Quelle serait la valeur de l'entreprise fin 2004 en l'absence du programme d'investissement envisagé ?
- (3) Calculez la rentabilité attendue de l'action. Décomposez cette rentabilité en rendement et plus-value en capital.
- (4) Quelle est la rentabilité des capitaux réinvestis (RORE) nécessaire pour réaliser le taux de croissance annoncé ?
- (5) La valeur de l'entreprise serait-elle différente si, à rentabilité des capitaux réinvestis inchangée, l'entreprise distribuait une plus grande fraction de son bénéfice ?

* André Farber prepared this case as a base for class discussion.

Considérons maintenant le programme d'expansion. Pour l'analyse qui suit, commençons par supposer que la SRWT distribue la totalité de son bénéfice.

(6) Calculez la valeur actuelle de chacun des investissements envisagés. Quels investissements recommandez-vous ?

(7) Quel sera l'impact du programme d'investissement que vous recommandez sur la valeur de la SRWT au 31/12/2004

(8) Déterminez les free cash flows de la SRWT.

(9) Calculez la valeur de la SRWT au 31/12/2004 compte tenu du programme d'investissement que vous recommandez en actualisant les free cash flows futurs.

(10) La question du financement du projet tracasse Mr Hessaimess. Deux solutions sont envisagées :

- A. Distribuer la totalité du bénéfice et réaliser des augmentations de capital pour financer le projet.
- B. Autofinancer le projet au maximum en renonçant si nécessaire au paiement de dividendes.

Avant de prendre une décision, Mr Hessaimess souhaiterait déterminer, pour chacune des solutions :

- 1. le montant des augmentations de capital à réaliser
- 2. le nombre d'actions nouvelles à émettre
- 3. le dividende par action qui sera distribué
- 4. l'évolution du cours par action.

(11) Si vous êtes un actionnaire de la SRWT, quelle solution préféreriez-vous ?