

Louvain School of Management

La valeur fondamentale des actions

Cas pratique : la Compagnie des Alpes

Auteur : Emeric MERNIER
Promoteur : Philippe GREGOIRE
Année académique 2019-2020
Travail de fin d'études (TFE) en vue d'obtenir le titre de
Master en Sciences de Gestion
Horaire de jour

Remerciements

Je tiens à remercier toutes les personnes qui ont contribué à la réalisation de ce mémoire.

Je tiens à remercier mon promoteur, Monsieur Philippe Grégoire, qui m'a donné l'opportunité de traiter ce sujet.

Je souhaite remercier en particulier Mathilde Contor, qui m'aura suivi, soutenu et aidé tout au long de la réalisation de ce travail. Je remercie également Sonia et Lucie pour m'avoir aidé au niveau de l'orthographe.

Finalement je remercie ma famille et mes amis qui m'auront encouragé tout au long de mes études.

Résumé

Dans ce travail, nous tenterons de réaliser la valorisation de l'entreprise « La Compagnie des Alpes ». Notre objectif est donc de trouver la valeur de cette société proche de la réalité à l'aide de différents outils.

Cette étude comporte plusieurs parties. La première consiste à détailler le concept de valorisation d'une entreprise. Les différentes méthodes utilisées pour y parvenir sont également évoquées.

La deuxième partie est consacrée à la présentation de la Compagnie Des Alpes. Cette présentation comprend la description de la société et le marché dans lequel elle exerce. Elle est suivie d'une analyse concurrentielle et stratégique.

La troisième partie comporte une analyse financière suivie du calcul des prévisions futures des chiffres de l'entreprise. Ensuite, nous effectuons une évaluation.

Nous sommes arrivés à une valeur de l'action de 36,2 €. Cette valeur est supérieure à la valeur de l'action aujourd'hui (19,3 €). Avant la crise, sa valeur était d'environ 30 €, ce qui nous pousse à croire qu'il y a de fortes chances qu'elle revienne à sa valeur d'avant crise. Au vu de la croissance de la Compagnie Des Alpes ces dernières années, tout nous laisse croire que l'action dépassera cette valeur. Pour conclure, nous sommes favorables concernant l'achat de l'action de la Compagnie Des Alpes.

Avant-propos

Ce TFE rentre dans le cadre de l'obtention du diplôme de Master 60 en Gestion à la LSM. Ce travail est un cas pratique et est composé de l'évaluation de la valeur de la Compagnie Des Alpes.

Nous avons décidé de réaliser ce travail parce que le monde de la bourse est un domaine qui nous intéresse particulièrement. Il était donc nécessaire de savoir évaluer une entreprise. Le choix la Compagnie Des Alpes a été poussé par le fait que le ski est un sport que nous pratiquons chaque année avec ma famille. Il est alors enrichissant d'en connaître davantage à propos des stations dans lesquelles nous allons.

Le but de ce travail est de rendre une option d'achat ou non du titre.

Néanmoins, plusieurs limites sont à prendre en compte pour ce cas pratique. Tout d'abord, les ressources et les informations auxquelles nous avons pu avoir accès sont restreintes. De plus, nos connaissances du marché ne sont pas assez approfondies par rapport à la complexité du travail d'analyste financier. Ensuite, cette étude s'est voulue plus compliquée avec l'arrivée de la crise sanitaire du covid-19 pendant sa rédaction qui a bousculé tous les marchés et provoqué certaines incertitudes quant à la reprise de l'économie. Pour finir, un contact direct avec une personne de la société aurait pu apporter une plus value à ce travail mais malheureusement cela n'a pas été rendu possible suite à une absence de réponse.

Toutefois, ce travail comporte aussi quelques forces. En effet, il y a des obligations légales qui obligent la société à être transparente sur ses chiffres. De plus, les formules utilisées pour réaliser cette évaluation sont validées par le milieu de la finance.

Table des matières

1) Introduction	1
2) La valorisation d'une entreprise	2
3) La présentation de l'entreprise	4
3.1) Les domaines skiabiles	5
3.2) Les parcs de loisirs et loisirs indoor	5
3.3) Historique	6
4) Description du secteur d'activité	7
4.1) Économie en général.	7
4.2) Le marché des domaines skiabiles	8
4.3) Le marché des parcs de loisirs et loisirs indoor	10
5) Analyse stratégique et concurrentielle	11
5.1) Stratégies	11
5.2) Risques	11
5.2.1) Risques stratégiques	12
5.2.2) Risques opérationnels	13
5.2.3) Risques humains	14
5.2.4) Risques règlementaires et de conformité	15
5.3) Analyse SWOT	15
5.4) Analyse des cinq forces de Porter	18
6) Analyse financière et prévisions	19
6.1) Croissance du revenu	19
6.2) Coûts	21
6.3) Marges	22
6.4) Investissements	22
6.5) Structure du capital	23
6.6) Besoin en fonds de Roulement	23
6.7) Bénéfices	24
6.8) Free cash flow	24
7) Évaluation	25
7.1) Évaluation intrinsèque : Free cash-flows	25

7.1.1) Calcul du WACC	25
7.1.2) Calcul du prix de l'action	26
7.1.3) Analyse de sensibilité	27
7.2) Évaluation relative : analyse des pairs	28
7.2.1) Présentation des entreprises comparables	28
7.2.2) Évaluation	29
7.3) Résultats de l'évaluation de la Compagnie Des Alpes	30
8) Conclusion	30
9) Bibliographie	33

1) Introduction

Il est bénéfique d'étudier de plus près la valeur réelle d'une entreprise lorsque nous nous intéressons à celle-ci. Cette valeur réelle peut être estimée, en partie grâce à la réalisation d'une analyse financière qui permettra d'apporter un éclaircissement sur la réalité économique d'une société à partir de données chiffrées. Cette analyse se base sur des informations du passé qui permettront par la suite d'anticiper la prospérité ou non de l'entreprise dans l'avenir. Les premiers intéressés sont les prêteurs et les banques. Ceux-ci doivent obtenir des garanties quant à la pérennité de l'entreprise dans le temps. Ils veulent être assurés que le prêt octroyé soit remboursé. Les clients et les fournisseurs souhaitent également avoir des garanties solides. D'une part, les fournisseurs aimeraient s'assurer d'être réglés et d'autre part, les clients veulent la certitude qu'ils pourront compter sur l'entreprise en cas de difficulté rencontrée avec le produit acheté à cette société. Il existe également d'autres agents économiques qui souhaitent faire une fusion ou une acquisition. La connaissance de la valeur réelle de l'entreprise leur permettra de ne pas être lésés en l'achetant à un prix trop élevé.

Ensuite, d'autres acteurs, jouant un rôle fondamental, interviennent dans ce système : ce sont les actionnaires. Ces derniers évaluent la rentabilité de l'achat d'une action au prix de la bourse par rapport à la valeur réelle de l'entreprise. Cette source d'information capitale facilite la prise de décision à toutes les parties prenantes de l'entreprise.

Dans ce travail, nous tenterons de réaliser la valorisation de l'entreprise « La Compagnie des Alpes ». Notre objectif est donc de trouver la valeur de cette société proche de la réalité à l'aide de différents outils.

Cette étude comportera plusieurs parties. La première consistera à détailler le concept de valorisation d'une entreprise. Les différentes méthodes utilisées pour y parvenir seront également évoquées.

La deuxième partie sera consacrée à la présentation de la Compagnie Des Alpes. Cette présentation comprend la description de la société et le marché dans lequel elle exerce. Elle sera suivie d'une analyse concurrentielle et stratégique.

La troisième partie comportera une analyse financière suivie du calcul des prévisions futures des chiffres de l'entreprise. Ensuite, nous effectuerons une évaluation.

Pour conclure, nous résumerons les points importants décrits antérieurement pour nous permettre de faire le bon choix : serait-il judicieux d'acheter une action de « La Compagnie des Alpes »?

2) La valorisation d'une entreprise

Pour commencer, il est important de préciser que la valorisation d'une société est une opération complexe en raison de la pluralité des éléments qui entrent en compte. Définissons le concept de la valorisation d'une entreprise. Celle-ci correspond à une estimation de sa valeur financière sur le long terme en tenant compte d'une part des données comptables antérieures et d'autre part du potentiel de développement de la société dans le futur (Mataf, 2020).

Il est essentiel de faire la différence entre la valeur de la société et son prix. D'après Amel (2017), la valeur est le résultat d'une application de méthode d'évaluation. Elle dépend de l'agent économique qui la réalise et des objectifs qu'elle poursuit. Le prix, quant à lui, correspond au montant qu'un agent économique est prêt à dépenser pour en faire l'acquisition. C'est un processus de négociation entre le vendeur et l'acheteur. Il existe différents types de valeurs comme la valeur de liquidation, la juste valeur ou encore la valeur intrinsèque. Dans le cadre de ce mémoire, c'est la valeur intrinsèque qui retiendra notre attention. Elle est définie comme étant la valeur de tous les éléments qui composent l'entreprise. Celle-ci devrait refléter la valeur marchande. Cependant, il arrive que le marché soit sur ou sous-évalué. C'est pour cette raison qu'il est demandé à des analystes de calculer cette valeur intrinsèque.

Selon Amel (2017), une valorisation a différents objectifs. Tout d'abord, elle peut se faire à tout moment de la vie de l'entreprise. Cette valorisation met en lumière ses forces et ses faiblesses, ce qui permet une meilleure gestion et plus de facilités pour orienter sa stratégie. Le principal objectif est de fixer un prix pour parvenir à une transaction comme une fusion, une acquisition, une cession, une scission, une introduction en bourse ou encore une demande de crédit.

Il existe différentes approches pour réaliser l'évaluation de l'entreprise. Chaque approche est destinée à être plus efficace en fonction du secteur et de la taille de la société. Trois grandes approches sont connues. La première est l'approche patrimoniale qui consiste à dégager une valeur de marché pour le patrimoine de l'entreprise à partir de ses comptes annuels. Selon cette méthode, la valeur de la société est limitée à ce qu'elle possède. La deuxième se nomme l'approche analogique, appelée aussi approche comparable. Cette méthode consiste à évaluer la valeur d'une entreprise en la comparant à celles d'autres sociétés qui évoluent dans le même secteur et présentant des caractéristiques similaires. Cette technique permet d'avoir une fourchette de prix relativement précise, elle est rarement survalorisée ou sous-valorisée par rapport aux conditions du marché. La dernière est l'approche prospective par évaluation. Elle consiste à déterminer la valeur de l'entreprise par rapport à la valeur actualisée des flux monétaires tels que des flux de trésorerie, des dividendes ou encore des bénéfices qui seront générés dans le futur.

La valorisation finale d'une entreprise découle d'un processus d'évaluation s'effectuant en plusieurs étapes. Bien que les raisons de cette évaluation puissent différer, le processus reste en général plus ou moins le même. Nous allons tout d'abord faire une collecte d'informations nécessaires pour les étapes suivantes. Ces données reprendront l'ensemble des informations disponibles sur l'entreprise à partir de données publiques et de données privées. Ces informations peuvent porter sur des événements du passé et sur des prévisions du futur. L'étape suivante est le diagnostic financier qui permet d'analyser la performance économique et financière de l'entreprise à long terme. Ce diagnostic permet également de comprendre sa structure de financement et de déterminer sa solidité financière. Il répond surtout aux questions des agents économiques portant sur sa solvabilité, ses performances, sa croissance et sur les risques qu'elle encourt.

La prochaine étape est le diagnostic stratégique qui consiste à situer son entreprise par rapport à sa situation concurrentielle, les opportunités et les menaces auxquelles elle devra faire face. Il met également en avant ses forces et ses faiblesses. Pour réaliser cette analyse, il existe des méthodes telles que l'analyse SWOT, la matrice BCG ou encore les cinq forces de Porter. Un diagnostic externe sera donc réalisé pour analyser le marché et l'environnement dans lequel

évolue l'entreprise. Un diagnostic interne permettra quant à lui de comprendre comment l'entreprise fonctionne et dans quels domaines l'entreprise devrait se spécialiser.

Pour terminer, un modèle d'évaluation doit être adopté. Ce choix se fait selon l'information disponible, l'objectif de la valorisation, la taille de l'entreprise et la possibilité de faire des prévisions sur l'activité.

3) La présentation de l'entreprise

La Compagnie des Alpes est une filiale de la Caisse des Dépôts et Consignations. Elle a été créée en 1989. Depuis 30 ans, cette société est le leader européen des loisirs. Elle exploite les plus grandes stations de ski françaises, mais s'est aussi diversifiée en s'occupant des parcs de loisirs et des loisirs indoor. Présente partout en Europe, elle parvient à s'exporter au-delà de ses frontières en 2013. En 2019, son chiffre d'affaires était de 854 millions d'euros et comptait 5000 employés.

Par ailleurs, cette société porte beaucoup d'attention à leur RSE¹. Les membres du Comité Exécutif sont conscients que c'est un facteur prépondérant à la réussite d'une entreprise aujourd'hui. Ils ont la volonté de réduire leur empreinte écologique. Par exemple, 75% de leurs espaces de loisirs sont laissés à l'état naturel, ou encore 92% de l'énergie électrique consommée dans les domaines skiables est d'origine renouvelable. Ils sont aussi très soucieux du confort de leurs employés. Les trois caractéristiques de la politique sociale du groupe sont l'insertion, la pérennisation de l'emploi et l'employabilité par le développement des compétences. La CDA² cite que, pour elle, la satisfaction de ses salariés est corrélée avec la grande satisfaction de ses clients. (Compagnie Des Alpes, 2019)

¹ **RSE** : La responsabilité sociétale des entreprises (RSE, en anglais *corporate social responsibility*, CSR) désigne la prise en compte par les entreprises, sur base volontaire, des enjeux sociaux et éthiques dans leurs activités. Les activités des entreprises sont ici entendues au sens large : activités économiques, interactions internes (salariés, dirigeants, actionnaires) et externes (fournisseurs, clients, autres). RSE dans Wikipédia. Repéré le 16 avril 2020 à https://fr.wikipedia.org/wiki/Responsabilité_sociétale_des_entreprises

² **CDA** : la Compagnie Des Alpes

Cette société a également un ancrage local historique. Le groupe s'implique dans le tissu économique et social que ce soit en matière d'emploi, de solidarité ou bien encore de la mise en valeur des territoires où elle est implantée. Elle crée également bon nombre d'emplois dans des domaines tels que des commerces, des agences immobilières, des restaurants.

De même, la Compagnie Des Alpes contribue aux ressources utilisées par collectivités locales pour l'aménagement et la solidarité grâce à des taxes et des prélèvements.

Enfin, le groupe, par l'intermédiaire de ses sites, est engagé dans des actions de soutien ou de partenariat au niveau local, et également dans des partenariats humanitaires et caritatifs.

Dominic Marcel est le président directeur général depuis mars 2009. CDA entre en bourse en 1994 au second marché de Paris dédié aux entreprises de taille moyenne. (Compagnie Des Alpes, 2019)

3.1) Les domaines skiabiles

La CDA est le numéro un mondial de l'exploitation des domaines skiabiles. Elle possède 11 domaines (Les Arcs, Peisey-Vallandry, La Plagne, Tignes, Val d'Isère, Les Menuires, Méribel Alpina, Les 2 Alpes, Serre Chevalier, Flaine, Samoëns, Morillon, Sixt Fer à Cheval). En 2019, elle a attiré pas moins de 14 millions de skieurs. Cette société développe depuis plus de 25 ans un savoir-faire reconnu dans l'exploitation de stations de montagne. Les sociétés de remontées mécaniques de la CDA équipent, entretiennent et exploitent les différents domaines skiabiles à son actif. La principale mission de l'entreprise est d'imaginer, aménager et gérer les espaces naturels afin d'offrir à sa clientèle des activités de ski alpin et de loisirs d'altitude dans un environnement respecté et dans des conditions de sécurité optimale. Les stations sont régies par un modèle économique qui s'appuie sur des contrats de concessions à très long terme. La CDA est ainsi un des acteurs clés de l'économie locale. Pour renforcer l'attractivité des sites alpins, elle a élargi son offre à l'hébergement. Elle a créé la Foncière Rénovation Montagne qui commercialise 10 000 lits via neuf agences immobilières.

3.2) Les parcs de loisirs et loisirs indoor

Selon le site officiel de la Compagnie des Alpes, la CDA est le quatrième opérateur des parcs de loisirs et loisirs indoor. Elle détient 13 parcs de loisirs et a atteint 9,6 millions de visiteurs en 2019. La Compagnie des Alpes aménage et exploite des parcs de loisirs dans des

conditions de sécurité maximale. Chaque site est organisé autour de thématiques uniques et de concepts à forte personnalité, ancré dans la culture de sa région d'implantation. Leurs activités reposent sur la gestion et l'animation de ses sites au travers d'une politique d'investissement dynamique et sélective, riche en création de contenu et innovations (attractions, spectacles, évènements,...). Ses clients sont au cœur de ses priorités et elle déploie une stratégie d'attention telle que la qualité de l'accueil, réduction des temps d'attente, fluidité des parcours, attractions innovantes, ambiance et immersion. La Compagnie des Alpes exploite neuf parcs : Parc Astérix, Futuroscope, Walibi Rhône-Alpes, Walibi Belgium et Aqualibi, Walibi Holland, France Miniature, Bellewaerde et Familypark. Pour les loisirs indoor elle possède quatre parcs indoor dans le monde : Grévin Paris, Grévin Montréal, Chaplin's world by Grévin et le parc aquatique belge Bellewaerde Aquapark.

3.3) Historique

Tout commence en 1989 quand La Caisse Des dépôts et Consignations crée la CDA pour redresser le secteur économique des domaines skiables. Entre 1989 et 2000, la CDA intègre progressivement des domaines skiables à son actif et entre en bourse en 1994. Entre 2002 et 2006, la société se diversifie dans les parcs de loisirs. Pendant les années 2009 et 2010, une réorganisation est engagée pour un fonctionnement plus industrialisé et intégré pour l'ensemble des sites en cohérence avec les ambitions de développement de la société. En 2012, la société réalise une inflexion et un approfondissement stratégique pour instaurer comme objectif premier la très grande satisfaction du client. Durant l'année 2013, l'entreprise élargit son secteur d'activité en lançant la Foncière Rénovation Montagne qui consiste à rénover et commercialiser des hébergements en montagne. Parallèlement, la société lance un site de vente en ligne de séjours de ski. Entre 2013 et 2015, la société s'exporte à l'international. Ils sont présents en Russie pour réaliser les plans de trois stations de ski et les plans d'un parc de loisirs à Moscou. Ils sont également présents en Chine et au Japon. En 2018, ils font l'acquisition de TravelFactory, agence de voyages spécialisée dans la vente de séjours en ligne et spécialiste de l'organisation de séjours en groupe. La Compagnie des Alpes devient le numéro un de séjours de ski en France. (Compagnie Des Alpes, 2019)

4) Description du secteur d'activité

4.1) Économie en général.

Après les années qui ont suivi la crise de 2008, une dynamique positive commence à faire son apparition dans l'Union européenne, grâce à une politique monétaire accommodante, une politique budgétaire légèrement expansionniste et à un redressement de l'économie mondiale. Ces évolutions positives doivent nous permettre de renouveler les efforts à long terme. Ces efforts consistent à augmenter la productivité en baisse depuis un moment et à augmenter les investissements dans de nombreux pays pour améliorer le niveau de vie. De plus, la population européenne vieillissante entrainera une baisse de la production par habitant et mettra à mal les finances publiques. Cependant, si l'Union européenne arrive à redresser le taux d'emploi et la productivité, cela ne se produira pas. (OCDE, 2018)

Malheureusement, ce travail étant rédigé au début de la pandémie du coronavirus, nous pouvons affirmer que cette crise bouleverse entièrement l'économie mondiale. Il est néanmoins prématuré de mesurer avec précision les effets qu'aura la Covid 19 sur l'économie étant donné qu'il subsiste bon nombre d'incertitudes sur la durée et l'amplitude de cette crise. De plus, les effets des mesures prises pendant et après cette crise sont encore inconnus. Selon l'OCDE³ (2020), avec un scénario qui envisageait un pic de l'épidémie en Chine durant le premier trimestre ainsi qu'une propagation temporaire modérée dans le reste du monde, la croissance du PIB mondial est évalué à 2,4% en 2020. Si la crise sanitaire venait à s'amplifier, l'organisation avertit que la croissance mondiale pourrait être amputée de moitié pour l'année 2020. Pour sa part, la Commission européenne estime que la crise du Covid 19 aura un impact négatif sévère sur l'UE et la zone euro, et qu'elle pourrait amputer la progression du PIB réel de 2,5 points de pourcentage. Cette crise pourrait donc amener la croissance économique de l'UE en dessous de -1% à la place d'une estimation initiale de 1,4%. Selon la Commission européenne, la croissance économique devrait toutefois connaître un rebond en 2021 (SPF économie, 2020).

³ **OCDE** : Organisation de coopération et de développement économiques est une organisation internationale d'études économiques, dont les pays membres — des pays développés pour la plupart — ont en commun un système de gouvernement démocratique et une économie de marché.

4.2) Le marché des domaines skiables

Le marché du ski n'est plus seulement européen et nord-américain. Chaque montagne, chaque relief, chaque massif s'est progressivement aménagé ou va probablement l'être incessamment sous peu si les conditions sont réunies pour développer une économie liée aux sports d'hiver. Aujourd'hui, nous pouvons retrouver une station organisée dans 67 pays (c'est-à-dire au moins un tapis roulant et une piste). 34% des pays offrent une station de ski. Il n'y a pas moins de 6000 destinations dans le monde. Quand nous comparons les chiffres des années précédentes avec les chiffres de l'année 2018, nous remarquons une croissance de l'activité sur la zone Asie-Pacifique, mais plus particulièrement en Chine ainsi qu'en Europe de l'Est et en Asie Centrale. Nous constatons une augmentation du nombre de skieurs dans cette partie du monde qui est due à une diminution de fréquentation de certains marchés matures comme l'Europe ou l'Amérique du Nord.

Cette baisse des marchés matures peut être expliquée, entre autres, par la situation météorologique qui se dégrade depuis quelques années en France et dans différents pays d'Europe. En l'absence de neige comme nous pouvons l'observer à Noël et au Nouvel An, une baisse de fréquentation à ces périodes se fait remarquer.

Selon Lazzari (2018), un autre facteur important pourrait expliquer ce phénomène. Celui-ci rapporte que le ski était la principale activité lors de son grand boum il y a plusieurs décennies maintenant. L'activité était alors en pleine croissance. Cependant, à l'heure actuelle, l'outdoor et les activités connexes au ski ont bien évolué. Ce secteur fait désormais face à une grande concurrence en ce qui concerne les activités et les loisirs. Ce ne sont plus seulement les destinations exotiques qui leur font de l'ombre, mais ce sont aussi les autres activités et les sports que les gens pratiquent depuis chez eux, en ville.

Selon Subbotin (2018), le dernier facteur qui peut expliquer cette diminution de fréquentations dans les stations de ski est l'attrait pour celles implantées en Russie. En effet, grâce aux Jeux Olympiques de Sochi, le chiffre représentant le nombre de journées skieurs est passé de six à huit millions après cet événement connu mondialement. Depuis, Sochi n'est plus seulement fréquenté pour sa station balnéaire avec la mer et le soleil, mais est aussi connu du grand public pour sa montagne et les sports d'hiver.

Bien que le marché européen soit considéré comme mûr, il existe plusieurs pistes pour continuer sa progression. D'après Mittelberger (2018), journaliste chez Montagne Expansion⁴, il est important de continuer à investir dans les remontées mécaniques, dans la production de neige de culture, dans l'accueil et l'hébergement ou encore d'accroître la part de clientèle internationale. Selon Lestas (2018), ancien président de Domaines skiabiles, ce secteur est face à des enjeux considérables. L'innovation pourrait être un moyen d'y faire face. L'enjeu le plus important d'après lui est le client face à la révolution numérique. Celui-ci mentionne que le consommateur a la possibilité de choisir sa station grâce à un simple clic. Ce choix peut se faire facilement et de manière rapide. Par cette information numérique, il peut également privilégier d'autres activités concurrentielles. De nos jours, 70% des clients réservent par internet. Toujours selon Lestas (2018), un autre point à prendre en considération serait la qualité de l'offre. Celle-ci dépendrait de l'e-réputation. Nous pouvons constater aujourd'hui l'importance des réseaux sociaux. Cela doit donc conduire la Compagnie Des Alpes à certes investir, mais également prêter attention à d'autres aspects comme l'accueil, la gestion de la relation client, ou encore la problématique de l'immobilier.

Le marché européen étant arrivé à maturité, il est judicieux d'attirer un plus grand nombre de skieurs étrangers ou de former de nouvelles générations de skieurs avec des nouveautés. Un élément primordial est l'attention portée sur l'ensemble de l'offre touristique comme l'accueil, l'hôtellerie, les restaurants, la vie du village ou encore les remontées mécaniques. Ce même auteur explique que le marché n'est pas saturé de manière absolue, car seulement 70% des Français qui savent skier viennent skier en France. Malgré la crise de 2008, la fréquentation a continué d'augmenter de 1 à 2% chaque année entre 2005 et 2012. La population vieillissante est également un enjeu principal (Lestas, 2018). En Europe, les chiffres montrent que la population active passerait de 220 à 180 millions. Il faut s'atteler à un renouvellement de la population s'ils ne veulent pas ressentir une baisse de fréquentation. Pour atteindre cet objectif, une solution pourrait être de remettre en place un bon fonctionnement des classes de neige. En effet, à l'heure actuelle, les professeurs seraient moins disposés à proposer ce type d'activités à leurs élèves. En Haute-Savoie, le nombre de centres d'hébergement est passé de 500 à 350. Il est préférable de renouveler la clientèle. Dans le cas contraire, nous assisterons inévitablement à une baisse des fréquentations dans les

⁴ Montagne Expansion a pour mission d'éditer des publications références de l'aménagement de la montagne et du transport par câble dans le monde entier.

stations de ski. La France devrait prendre exemple sur les actions menées en Russie. Dans ce pays, une grande attention est accordée au public enfantin. Par exemple, l'existence de forfaits gratuits pour les enfants de moins de cinq ans est connue. Nous pouvons constater que ce public cible est un excellent tremplin. En effet, si l'activité a été appréciée par les plus jeunes, les parents pourraient renouveler le séjour l'année suivante et celles qui suivront. Ainsi, une nouvelle génération de skieurs verrait le jour.

4.3) Le marché des parcs de loisirs et loisirs indoor

Tous les grands parcs enregistrent des chiffres positifs en 2015 avec une croissance de fréquentation entre 5 et 10%. Dans un contexte de forte concurrence et de recherche de fidélisation de la clientèle, cette industrie de loisirs est consommatrice d'investissements afin de renouveler régulièrement les attractions proposées aux visiteurs. Ces opérateurs investissent ainsi entre 300 et 400 millions d'euros chaque année. (Beaurepère, 2016)

Il y a environ 600 parcs en France. Il est donc essentiel de se différencier. Un taux important à prendre en compte est le taux de fidélisation des clients. Celui-ci est représenté par la part de visiteurs qui revient dans les trois ans. Ce taux est aujourd'hui de 60%. Il est donc primordial d'améliorer encore ce chiffre en innovant toujours plus.

Un autre enjeu sera d'allonger la durée des séjours dans les parcs. Ce marché connaît depuis quelques années un phénomène de "resortisation", qui se traduit par le développement d'une offre d'hébergement et de services complémentaires au cœur même des sites.

Les parcs de loisirs sont également appelés à se renouveler fortement dans les prochaines années pour être en mesure de relever un certain nombre de défis : réchauffement climatique, vieillissement de la population, nouvelles attentes de la génération Y⁵, usages numériques renforcés, exigence de sécurité, qualité d'expérience et émotions proposées...

Les parcs de loisirs français réalisent aujourd'hui un chiffre d'affaires de l'ordre de 2,3 milliards d'euros et emploient environ 42.000 salariés. L'étude estime qu'avec environ 600 sites, le marché en France se trouve dans une phase de maturité avec un maillage du territoire largement réalisé. En effet, s'il existe toujours de grands projets impliquant acteurs publics et

⁵ La génération Y regroupe l'ensemble des personnes nées entre le début des années 80 et la fin des années 90

privés, ce sont les sites existants et les projets d'envergure régionale ou même de proximité qui dynamisent le secteur. (Escudié, 2018)

5) Analyse stratégique et concurrentielle

5.1) Stratégies

Sur le plan stratégique, la Compagnie des Alpes se positionne comme l'un des acteurs majeurs de la production de loisirs en Europe autour du slogan « Le loisir en bonne compagnie ».

Nous retrouvons principalement trois objectifs stratégiques.

Le premier étant la TGS, la « très grande satisfaction » des clients, afin de les fidéliser. Cette fidélisation passe par un renouvellement constant et médiatisé des attractions. Elle a pour objectif la satisfaction des clients et l'innovation.

Deuxièmement, nous pouvons identifier un objectif financier. Ces parcs sont gérés selon des critères économiques et financiers qui se traduisent par des cessions d'actifs lorsque la rentabilité est jugée insuffisante.

Le troisième objectif stratégique est d'exporter son savoir-faire à l'international. La reconnaissance acquise sur les compétences de la Compagnie Des Alpes en matière de création et gestion de domaines skiables au cours des dernières années l'incite à exporter son savoir-faire comme un modèle. Ce qui permet aux pays émergents de jouir de leurs conseils.

5.2) Risques

La CDA a mis en place un dispositif de gestion des risques. Celui-ci consiste à identifier, analyser, évaluer, suivre et contrôler les principaux risques du groupe et de ses filiales.

5.2.1) Risques stratégiques

Nous pouvons décomposer les risques stratégiques en quatre parties.

Premièrement, nous pouvons identifier le risque lié à l'évolution des modes de consommation des loisirs. Comme nous l'avons dit précédemment, aujourd'hui le ski n'est plus le seul loisir. De plus, il ne se pratique qu'en hiver. Pour éviter une perte d'attraction de la clientèle, la CDA a mis en place quelques nouveautés. Tout d'abord, elle soutient de nombreuses initiatives de promotion à destination de la montagne l'été. Le Groupe s'est aussi développé dans la digitalisation de la commercialisation notamment en créant sa filiale TravelFactory. Cette filiale leur permet notamment de mieux gérer leurs canaux de distribution. Elle propose également à ses clients d'autres autres activités que le ski qui lui permettent d'élargir sa gamme de loisirs. Enfin, elle ne cesse d'augmenter la qualité des remontées mécaniques pour offrir toujours plus de confort à sa clientèle et donc d'améliorer la satisfaction des clients.

Le deuxième risque concerne la situation du marché immobilier. Les stations de sports françaises sont confrontées au problème des lits froids⁶. Cela peut avoir des répercussions sur le remplissage et donc sur le chiffre d'affaires du Groupe. Pour faire face à cette problématique, la CDA a mis en place un dispositif d'acquisition et de commercialisation de ces lits froids. Ils ont créé, avec un groupe d'investisseurs institutionnels, le projet « Foncière Rénovation Montagne » qui permet l'acquisition, la rénovation et la mise aux normes jusqu'à la commercialisation des logements. Ils sont présents pour l'instant sur cinq domaines skiables gérés par le Groupe.

Troisièmement, nous retrouvons le risque lié aux effets du changement climatique. Le manque de neige pendant une saison complète ne peut être exclu et constitue le plus gros danger pour les domaines skiables. D'autant plus que les modèles climatiques prévoient une augmentation de la température moyenne de l'air sur l'ensemble du globe au cours du 21ème siècle. Néanmoins, la Compagnie Des Alpes n'est pas restée indifférente face à ce risque. C'est pourquoi ils ont implanté leurs stations sur de hautes altitudes pour bénéficier d'un

⁶ Les lits froids sont les logements qui sont rarement occupés par leurs propriétaires, qui ne sont pas proposés à la location, ou, quand ils le sont, ne trouvent pas de locataire.

enneigement favorable sur le long terme. En plus de cette situation avantageuse, elle complète cela avec un programme d'enneigement de culture⁷ et de gestion de la qualité de la neige efficace. De même, la société participe activement à l'effort de limitation des gaz à effet de serre par exemple en réduisant les émissions polluantes des machines de damage. L'autre activité de la CDA, les parcs de loisirs en plein air, peut être affectée par l'importance de la pluviosité ou encore des périodes de canicule. Pour faire face à ces contraintes climatiques, elle a mis en place un système de préventes qui incite le client à se rendre dans les parcs malgré les conditions météorologiques. De même, elle a aménagé des attractions couvertes et quelques zones d'ombres. Grâce aux activités diverses du Groupe à plusieurs endroits avec une complémentarité de saisonnalité, cela permet de réduire le risque lié aux mauvaises conditions météorologiques.

Le dernier risque relevé est associé à l'environnement concurrentiel. Le secteur des activités de loisirs est fortement concurrentiel. Le Groupe se doit d'améliorer en permanence l'offre et l'expérience client. Son objectif de la Très Grande Satisfaction de ses clients lui permet d'améliorer constamment sa compétitivité et d'élever ainsi son positionnement vis-à-vis de la concurrence. De plus, la CDA suit de près l'évolution de ses concurrents par activités stratégiques et par secteurs géographiques.

5.2.2) Risques opérationnels

Les risques opérationnels sont composés de quatre risques en particulier.

En premier lieu, nous distinguons le risque d'attaque informatique. Dans un contexte de développement de l'activité numérique des entreprises, le Groupe doit se préparer à toute éventualité telles que des cyberattaques ou encore des cyberespionnages. Ça peut aller de la perte de données à l'arrêt de certaines activités ou encore à une détérioration de la réputation. Pour faire face à cela, la société a mis en place quelques projets comme le renforcement des sites, le suivi des spams et des alertes ou encore la sensibilisation de l'ensemble des utilisateurs.

⁷ Neige de culture : La neige de culture est de la neige artificielle créée par des canons à neige.

Ensuite, nous retrouvons le risque de défaillance des systèmes d'informations. La société est dépendante de systèmes informatiques concernant les domaines financiers, administratifs ou encore pour la billetterie et les ventes internes. Le Groupe utilise donc des sites de commerces électroniques et procède à des ventes dématérialisées de forfaits ou de billets. La commercialisation devenant de moins en moins physique, il est primordial d'avoir une sécurité efficace des systèmes d'informations. Le groupe a donc mis en place un ensemble de protections.

Troisièmement, nous pouvons relever le risque d'accident corporel. La sécurité des clients est une priorité pour l'ensemble de la société. Pour éviter ce genre d'incident, la CDA veille à plusieurs points importants comme le fait que les produits consommables et autres soient conformes aux normes et règlements en vigueur, contrôlés par un tiers indépendant avant l'ouverture de la saison ou encore des contrôles internes réguliers avant l'ouverture au public.

Le dernier des risques opérationnels est celui lié à la sûreté. Depuis les attentats de 2016 et 2017, le management du groupe a renforcé le suivi des risques d'évènements terroristes. Il est difficile d'évaluer l'impact de ce risque sur la situation financière de l'entreprise du fait de sa dispersion géographique. Néanmoins, la sécurité du public et du personnel reste une préoccupation du Groupe. C'est pour cette raison que des mesures ont été mises en place comme le contrôle des sacs à l'entrée ou encore une augmentation de la surveillance vidéo.

5.2.3) Risques humains

On retrouve ici deux risques humains.

Le premier est le risque de déficit de ressources humaines. Le capital humain est un élément essentiel de la compétitivité et de la performance de l'entreprise. La CDA est composée à 58% de saisonniers. Le taux de retour des saisonniers est un facteur du bon fonctionnement des activités. Ceux dans les domaines skiables sont fréquemment reconduits grâce à une population impliquée localement. Dans les parcs de loisirs, les contrats saisonniers sont un peu moins renouvelés. Pour les contrats permanents, la CDA essaye de favoriser la satisfaction de ses employés afin de les fidéliser par des programmes de formations.

Le deuxième est le risque de sécurité du personnel. La santé et la sécurité au travail de leurs collaborateurs sont primordiales au sein de la CDA. C'est pour cette raison qu'ils ont réalisé plus de 30 000 heures de formations durant l'exercice 2019. Le but est d'éviter d'avoir des accidents sur les sites en faisant de la maintenance d'attractions ou de remontées mécaniques.

5.2.4) Risques règlementaires et de conformité

Nous retrouvons dans cette partie deux types de risques.

Tout d'abord, nous pouvons identifier le risque de non-conformité. La CDA met tout en oeuvre pour respecter les réglementations applicables dans différents domaines tels que le droit du travail, de la concurrence ou encore des marchés financiers.

Ensuite, le risque de perte majeure de délégation de service public peut être abordé. L'exploitation des domaines skiables provient d'une délégation de service public (DSP) attribuée par les collectivités territoriales. Les activités de domaines skiables sont basées sur une intégration dans les écosystèmes de la montagne avec une coopération entre toutes les parties prenantes pour améliorer l'offre et la qualité des services proposés. Le professionnalisme et les compétences techniques des collaborateurs de la CDA permettent de diminuer le risque de non-renouvellement des DSP.

5.3) Analyse SWOT

Pour continuer notre démarche d'analyse de stratégie et concurrentielle de l'entreprise qui fait l'objet de notre étude, il est pertinent d'utiliser l'analyse SWOT.

L'acronyme SWOT désigne quatre mots en anglais (Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats). L'analyse SWOT pourrait donc s'appeler l'analyse FFOM en français (Forces, Faiblesses, Opportunités et Menaces). Cette analyse est un outil stratégique permettant à l'entreprise de réaliser un diagnostic externe (Opportunités et Menaces) et un diagnostic interne (Forces et Faiblesses) afin de déterminer la position de l'entreprise dans un marché.

Une analyse SWOT est basée sur la perception des parties prenantes. Elle est donc de nature subjective et qualitative. Tentons alors de relever les composantes de ces deux diagnostics afin d'approfondir notre analyse.

La première force de la Compagnie Des Alpes est qu'elle ait deux business diversifiés. Ses activités s'étalent sur toute l'année, ce qui signifie qu'elle n'a pas de période creuse. Les domaines skiables s'étendent de décembre à avril et les parcs de loisirs d'avril à novembre. De plus, elle a choisi d'exercer dans des domaines skiables avec une localisation favorable et un équipement d'appoint. En effet, l'ensemble de leurs domaines se trouvent en haute altitude et sont tous dotés en suffisance en canon à neige pour pallier au manque lors de certaines mauvaises périodes hivernales. Sa deuxième force est représentée par sa place de leader sur le marché mondial du ski et par sa quatrième place sur le marché des parcs et loisirs. Cette position de l'entreprise est bénéfique pour l'image, mais également pour les développements futurs. La taille du groupe facilite aussi les achats et les investissements. Ses activités ayant du succès auprès de toutes les générations permettent de constituer une autre force à l'actif de la CDA. Effectivement, elles peuvent être appréciées à la fois par les enfants, par les parents ou encore par les grands-parents. Un dernier point important est qu'elle ne lésine pas au niveau des investissements ce qui pousse les gens à revenir dans les parcs ou dans les domaines skiables pour essayer les nouveautés.

En ce qui concerne ses faiblesses, nous n'en avons relevé qu'une qui est le risque de déficit de ressources humaines. Le capital humain est un élément essentiel de la compétitivité et de la performance de l'entreprise. La CDA est composée à 58% de saisonniers. Le taux de retour des saisonniers est un facteur du bon fonctionnement des activités. Ceux dans les domaines skiables sont fréquemment reconduits grâce à une population impliquée localement. Dans les parcs de loisirs, les contrats saisonniers sont un peu moins renouvelés. Pour les contrats permanents, la CDA essaye de favoriser la satisfaction de ses employés afin de les fidéliser par des programmes de formations. Il faut que la société soit attentive à ce que les employés et surtout les saisonniers se plaisent et reviennent d'année en année pour être compétitive et avoir de bonnes performances.

Identifions les opportunités de cette société.

Tout d'abord, sa capacité à s'internationaliser au niveau de ses conseils et de son assistance constitue une opportunité principale. Cette branche de la société, appelée Holdings et supports, voit son chiffre d'affaires augmenter d'environ 50% chaque année. Nous détaillerons cette partie plus tard lorsque nous aborderons la croissance du revenu.

Ensuite, une seconde opportunité que nous pouvons relever porte sur le développement numérique. Les skieurs contemporains connectés attendent de chaque station qu'elle mette à leur disposition des applications numériques informatives et ludiques. Ils comptent par la même occasion sur le Wi-Fi disponible sur les pistes. Le numérique comme l'international sont les nouveaux objectifs du Groupe. La cible, à l'heure actuelle, est bel et bien la clientèle étrangère aisée, notamment russe et chinoise, au niveau d'exigence élevé. Cette numérisation doit également prendre part au sein des parcs de loisirs.

Enfin, la dernière opportunité est la problématique liée aux lits froids. En effet, la compagnie souhaiterait gérer les biens qui ne sont pas mis en location toute l'année puisqu'ils appartiennent à des particuliers. Si ceux-ci étaient commercialisés sur l'ensemble de l'année, la CDA pourrait accueillir un nombre de clients supérieur et verrait ses recettes augmenter dans les domaines skiabiles.

Pour terminer cette analyse SWOT, nous avons relevé quatre menaces en particulier.

Premièrement, les sports d'hiver peinent à attirer une nouvelle clientèle. De plus, nous avons vu précédemment que les classes de neige avaient de moins en moins la cote. Cependant, ce type de vacances extrascolaires, qui permet d'accueillir un public jeune, donne l'occasion de renouveler la clientèle.

La deuxième menace est le climat. Malgré les stations situées suffisamment en hauteur, la température qui pourrait continuer d'évoluer à la hausse constitue un réel danger.

La troisième menace pourrait être les skis indoor qui commencent à voir le jour un peu partout en France. Ceux-ci pourraient remplacer le ski en montagne pour certains clients dû à sa situation géographique à proximité de certaines régions et également par son prix beaucoup plus accessible.

Pour finir, la dernière menace est la saturation du marché européen. L'espace utilisable en Europe occidentale pour les activités de ski est aujourd'hui en voie de saturation. Les contraintes environnementales et la sensibilité de la société à la protection de la nature engendrent une limitation dans les opportunités d'agrandissement des domaines skiables.

5.4) Analyse des cinq forces de Porter

À présent, nous allons déterminer l'intensité concurrentielle de cette industrie en utilisant une stratégie adaptée : l'analyse des cinq forces de Porter. C'est une technique de marché qui considère les cinq dimensions sur lesquelles l'entreprise peut agir afin de maximiser son avantage concurrentiel. Parmi les cinq forces, il y a tout d'abord l'intensité le pouvoir de négociation des fournisseurs mais aussi celui des clients. Par après, nous avons la menace des produits de substitution. Ensuite, la menace de nouveaux entrants potentiels sur le marché entre également en jeu. Et pour finir l'intensité de la rivalité entre les concurrents.

Dans le cas de la Compagnie Des Alpes, le pouvoir de négociation des clients est assez faible. Ceci peut être expliqué par une offre limitée en matière de parcs de loisirs et de domaines skiables. Les prix proposés dans ces secteurs restent similaires d'une compagnie à l'autre. Les clients n'ont donc pas la possibilité de croître leur pouvoir de négociation.

Les fournisseurs étant en grand nombre sur le marché, la CDA a la possibilité de choisir ses collaborateurs. Elle peut alors se tourner vers des fournisseurs qui répondront aux normes qu'elle envisage pour ses activités. Les acheteurs étant eux en nombre plus réduit, nous pouvons penser que le pouvoir de négociation de ces fournisseurs est faible. En effet, ils devront adhérer aux règles imposées par le peu de clients présents sur le marché.

Abordons désormais les menaces des produits de substitution. Nous avons vu précédemment que l'activité ski n'était plus autant appréciée par le grand public qu'auparavant. Les personnes préfèrent parfois rester chez eux à la campagne ou en ville et faire d'autres activités. Il en va de même pour les parcs d'attractions. Une grande partie de la population

optera davantage pour des activités gratuites. Cette charge financière qui peut parfois être lourde pour certains représente un réel handicap pour les secteurs d'activités de la CDA.

Ensuite, pour ce qui est de la menace d'entrants potentiels sur le marché, il ne devrait pas y avoir beaucoup d'amateurs. Les investissements sont colossaux pour rentrer sur un marché des loisirs comme celui-ci. Ce sont davantage les grands groupes déjà existants qui pourraient rouvrir de nouveaux parcs.

Enfin, l'intensité de la rivalité entre les concurrents est présente dans les deux domaines. Elle est encore plus présente dans le domaine des parcs de loisirs. C'est pourquoi ils doivent investir et se renouveler en permanence.

6) Analyse financière et prévisions

6.1) Croissance du revenu

Pour analyser la croissance du revenu, nous nous sommes basés sur les chiffres des cinq années précédentes, c'est-à-dire de 2015 à 2020. En fonction de ces chiffres, nous avons calculé des prévisions pour les cinq années à venir, c'est-à-dire de 2020 à 2024. Nous pouvons constater que le chiffre d'affaires est en constante augmentation pendant la période de 2015 à 2019. Il augmente plus ou moins de 5 à 6% chaque année. Ensuite, nous arrivons en 2020. Une croissance du même ordre était prévue jusqu'à la crise du coronavirus qui a écourté la saison de ski et qui a également empêché les parcs de loisirs de rouvrir. Le revenu des domaines skiables représente environ 52% du chiffre d'affaires tandis que les destinations de loisirs représentent 45% et les derniers 3% sont représentés par le développement international (Holdings et supports). Cette dernière activité n'a cessé d'augmenter son chiffre d'affaires de plus de 50% chaque année depuis 2016. En 2018, cette activité a progressé de presque 130%. Nous pouvons expliquer cela par le fait qu'elle ait aidé la Corée à préparer les JO de cette année-là. Nous pouvons imaginer aussi un rebond en 2022 pour cette activité, car elle va de nouveau aider Pékin à organiser les JO de 2022 mais aussi construire un ski-dôme à

Shanghai. Les destinations de loisirs sont en constante augmentation de l'ordre d'environ 6% par an tandis que les domaines skiables augmentent eux d'environ 3%.

Pour ce qui est de l'évolution future du chiffre d'affaires, nous nous préoccupons surtout des années après 2020. L'année 2020, ayant été impactée par le covid-19, représente des données faussées pour la suite de l'entreprise. À priori, la CDA ne risque pas de faire faillite et ses activités devraient reprendre comme auparavant après cette crise. En 2020, les analystes de la société ont penché sur une baisse du chiffre d'affaires des domaines skiables d'environ 20% étant donné que la saison était presque finie. Pour ce qui est des parcs de loisirs, l'analyse est complexe, car personne ne sait quand les activités vont pouvoir recommencer. En général, nous pouvons dire que les parcs ouvrent environ huit mois par an (d'avril à novembre). Nous émettons l'hypothèse qu'ils pourront rouvrir vers début juin voir mi-juin. Ils auront donc perdu deux mois d'ouverture, ce qui équivaut à 25% de la saison. Nous avons dès lors diminué le chiffre d'affaires de 25% pour l'année 2020. Enfin pour ce qui est du développement international, nous nous sommes dit que les sociétés qui font appel à eux n'auraient pas la possibilité de le faire après la crise du coronavirus à cause des fermetures des frontières, mais surtout du manque d'argent à investir. Donc nous avons décidé d'amputer leur chiffre d'affaires de plus ou moins 50%. Tout cela équivaut à une baisse d'environ 23% du chiffre d'affaires total pour l'année 2020. Ensuite pour les années de 2021 à 2024, nous avons considéré que l'entreprise reprenait son cours normal. Elle recommencerait les mêmes investissements conséquents qui font de cette société sa plus grande réussite. Nous avons considéré que cette crise n'aurait pas de conséquence sur les années qui suivent. C'est pour cela qu'en 2021, le chiffre d'affaires augmentera de 38% pour revenir à son taux normal. Ce taux suivra une augmentation d'environ 5% par an sur les années futures. (Annexe 4)

De plus, on peut imaginer que le chiffre d'affaires va encore augmenter, car la Compagnie Des Alpes possède des stations très bien situées. Avec le réchauffement climatique, certaines stations ne seront plus accessibles et nous pouvons imaginer que ce sont les stations de la CDA qui reprendront cette clientèle.

6.2) Coûts

Pour cette partie, nous avons répertorié huit coûts différents (Le détail des résultats qui suivent se trouve en annexe 1).

Tout d'abord, nous avons le coût des achats consommés. Chaque année depuis 2015, ce coût représente environ 12% du CA⁸. C'est pour cette raison que nous avons gardé cette proportion pour les prévisions des années futures.

Ensuite, nous avons les services extérieurs qui représentent également une part égale du chiffre d'affaires pendant les cinq années précédentes. Nous nous sommes basés sur ce rapport pour les prévisions. Nous en sommes arrivés à un taux de 18% du chiffre d'affaires.

Par après, nous avons les coûts de personnel qui représentent la part la plus importante des coûts. Chaque année, cette charge est représentée à hauteur d'environ 34% du CA. Nous avons donc gardé cette proportion pour les cinq années de prévisions.

Par la suite, nous avons les autres charges d'exploitation. Cette charge aussi est constante chaque année depuis 2015. Nous avons donc conclu qu'elle resterait constante et vaudrait environ 4,5% du CA.

Pour ce qui est des dotations aux amortissements et provisions, nous avons aussi remarqué qu'elle valait à chaque fois une part égale du chiffre d'affaires. Nous en avons ainsi conclu que pour les cinq prochaines années, cette charge représenterait environ 15% du chiffre d'affaires.

En ce qui concerne le coût de l'endettement net, nous remarquons que ce coût représente une part égale chaque année. Cette charge vaudra 1% du CA.

⁸ CA : Chiffre d'Affaires

Les autres produits et charges financiers sont à chaque fois négatifs et représentent donc des charges. De nouveau, nous nous rendons compte que pendant cinq ans, cette charge était représentée par une part égale au CA. Cette charge est dérisoire puisqu'elle représente environ 0,3%.

Et pour finir, nous avons les impôts. Le taux d'imposition pour les entreprises françaises dépassant 250 millions de CA est de 33,33%. C'est ce taux que nous avons pris pour les cinq années de prévisions.

6.3) Marges

Nous allons calculer deux marges qui nous semblent importantes.

Premièrement, la marge de l'EBITDA (Earnings Before Interests, Taxes, Dépréciation and Amortization)⁹ par rapport au chiffre d'affaires durant les cinq années avant 2020 était d'environ 25% chaque année. Elle a débuté avec 24% pour finir avec 27% les trois dernières années. Pour les prévisions futures, nous avons tenu compte du fait que les coûts gardaient les mêmes proportions et que la marge serait toujours de 27% du chiffre d'affaires. (Annexe 1)

Deuxièmement, nous avons la marge de l'EBIT (Earnings Before Interests and Taxes)¹⁰ qui était en moyenne de 12%. En tenant compte des prévisions de dotations aux amortissements et provisions pour les cinq prochaines années, la marge devrait rester stable et devrait donc être de 12%. (Annexe 1)

6.4) Investissements

Ces dépenses correspondent aux acquisitions d'immobilisations corporelles et incorporelles.

Nous avons vu précédemment que la partie investissement était une des parties les plus importantes de cette entreprise. Au sein de ces investissements, nous retrouvons des

⁹ Bénéfices avant intérêts, taxes, dépréciations et amortissements.

¹⁰ Bénéfices avant intérêts et taxes.

équipements qui doivent être renouvelés en permanence. De plus, ils doivent mettre à disposition des nouveautés constamment pour satisfaire et surtout attirer des anciens comme de nouveaux clients. Étant donné que ces dépenses permettent à l'entreprise de fonctionner et de se développer, elles sont associées au chiffre d'affaires et à la croissance. Les investissements permettent de booster la croissance et le chiffre d'affaires mais ils ne sont pas éternels. C'est pourquoi la société ne cesse d'augmenter ses investissements chaque année pour assurer la croissance de l'entreprise. Durant les années de 2015 à 2019, les investissements ont augmenté en moyenne de 12% sauf en 2018 où elles ont doublé, et ce, probablement dû à des efforts considérables sur les parcs d'attractions. Pour refléter les besoins de ces investissements, nous allons les faire augmenter de 5% chaque année car 12% du chiffre d'affaires correspond à un taux trop élevé sur le long terme. Pour l'année 2020, suite à la crise sanitaire, nous avons été dans l'obligation de faire chuter les investissements de 20%. (Annexe 2)

6.5) Structure du capital

La structure du capital d'une entreprise permet de savoir de quelle façon elle finance ses actifs. Il y a deux façons de se financer, soit par recours à la dette ou soit par fonds propres. Le point central de l'analyse de la structure du capital est le ratio des capitaux propres divisés par les dettes de la société. Ce ratio montre la capacité des fonds propres de l'entreprise à rembourser les dettes. Plus ce ratio est faible, plus le risque est élevé. Dans le cas de la Compagnie Des Alpes, ce ratio est toujours au-dessus de 1 et garantit donc l'indépendance financière. La moyenne du ratio tourne autour de 1,8 ce qui est très positif. Nous pouvons imaginer que le ratio restera de 1,8 pour les années à venir. Cela est favorable pour la société mais surtout pour les investisseurs car cela prouve que la Compagnie Des Alpes est capable d'assurer sa croissance grâce à ses fonds propres. (Annexe 3)

6.6) Besoin en fonds de Roulement

Le besoin en fonds de roulement est un indicateur important à prendre en compte pour savoir comment une entreprise fonctionne et montre son autonomie financière à court terme. Cet indicateur est la somme nécessaire dont l'entreprise a besoin pour payer ses charges courantes en attendant de recevoir le paiement dû par ses clients. Pour la Compagnie Des

Alpes, nous pouvons voir que son BFR¹¹ est négatif. On peut donc conclure que les emplois sont inférieurs aux ressources. Aucun besoin financier n'est généré par l'activité et l'excédent de ressources dégagé va permettre d'alimenter la trésorerie nette. Ce BFR négatif est une preuve de bonne santé financière de l'entreprise. Cela signifie qu'elle possède assez d'argent pour honorer ses dettes à court terme. (Annexe 5)

6.7) Bénéfices

Les bénéfices des exercices des cinq dernières années ne font qu'augmenter sauf en 2017, ce qui peut être expliqué par des pertes de valeurs sur certains actifs corporels tels que les musées de Séoul et de Prague. L'augmentation des bénéfices nets est fulgurante. Cette augmentation est d'environ 20% par an. Ces augmentations présagent de bons résultats pour les années à venir. Seule l'année 2020, qui a été affectée par le covid-19, a diminué le résultat de 17%. Mais nous restons confiants quant à la reprise de l'économie dès l'année 2021, voire la fin d'année 2020. Nous pouvons imaginer que les bénéfices continueront donc à avoir une croissance d'au moins 5% chaque année pour les cinq années à venir. Le bénéfice par action va donc aussi continuer d'augmenter car à priori, il n'y a pas d'augmentation de capital prévue. (Annexe 1)

6.8) Free cash flow

Les free cash-flows sont un indicateur permettant de mesurer le flux net de trésorerie dont dispose la société. Si ceux-ci sont positifs, cela veut dire que l'entreprise génère plus d'argent qu'elle n'en consomme. C'est-à-dire que la trésorerie est excédentaire, donc la société peut régler ses dettes, verser des dividendes ou investir cet argent. Cela est une bonne chose pour les actionnaires car ils pourraient profiter de ces excédents soit en recevant des dividendes, soit en sachant que si la société investit cet argent, l'action aura des chances d'augmenter. Pour les calculer, nous prenons l'EBIT dont on enlève les taxes ce qui nous donne l'EBIAT (Earnings Before Interests After Taxes). À cela, nous rajoutons les amortissements, nous déduisons les dépenses d'investissements et nous additionnons les variations du besoin en fonds de roulement.

¹¹ BFR : Besoin en Fonds de Roulement

Pour les Compagnie Des Alpes, nous avons des free cash flows positifs sauf pour les années 2017 et 2019. Cela peut être expliqué par des dettes financières plus élevées que les autres années. Cela est certainement dû également à des investissements ce qui devrait leur amener des bénéfices dans les années à venir. Pour les années après 2021, les flux de trésoreries disponibles de la CDA devraient être assez importants ce qui est une force pour l'entreprise. (Annexe 6)

7) Évaluation

Pour l'évaluation de la société de la Compagnie Des Alpes, nous allons utiliser deux méthodes. Tout d'abord la méthode de l'actualisation des free cash-flows et ensuite la méthode des comparables.

7.1) Évaluation intrinsèque : Free cash-flows

7.1.1) Calcul du WACC

Afin de dégager une valeur d'action actuelle, les flux de trésoreries disponibles doivent être actualisés. Pour ce faire, nous utilisons le WACC (Weight Average Cost of Capital).¹²

Pour trouver le coût du capital, nous avons utilisé le CAPM (Capital Asset Pricing Model)

$$CAPM = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

Avec,

$$R_f = \text{Taux sans risque}$$

$$\beta = \text{Bêta}$$

$$R_m = \text{Taux de risque du marché}$$

¹² Coût moyen pondéré au capital.

Le taux sans risque est tiré du rendement des obligations d'état françaises sur dix ans au mois de décembre 2019. Il vaut environ 0%. Pour ce qui est du taux Bêta, il correspond à un rapport historique de la volatilité du prix d'un actif sur celle des prix du marché en général. Pour cette évaluation nous avons trouvé une analyse financière qui disait que ce taux valait 1,1. Ce Bêta signifie que les prix sont plus ou moins corrélés avec les changements du marché en général. Pour vérifier, nous avons analysé la courbe du CAC40 et elle correspond à la courbe de la CDA. Le taux de risque est la différence entre la rentabilité d'un actif par rapport à un actif sans risque (obligation). Pour notre analyse, le risque du marché est de 3,6%. À l'aide de ces informations et de la formule à appliquer, nous avons trouvé un WACC de 2,81%. (Annexe 7)

7.1.2) Calcul du prix de l'action

Afin de calculer la valeur actualisée de l'entreprise, nous avons besoin de la valeur terminale.

Formule :

$$\text{Terminal Value} = \frac{FCF_{2024} * (1 + g)}{(i - g)}$$

Avec,

g = taux de croissance à l'infini

Toutefois, nous avons appris dans le document de référence 2019 de la Compagnie Des Alpes que ce taux était compris entre 1 et 2% pour le secteur des loisirs à moyen et long

terme. Nous avons donc décidé de le mettre à 1% pour ne pas surévaluer le prix de l'action. Nous obtenons une valeur terminale de 1.437.255.000 €. (Annexe 8)

Ensuite, la valeur terminale de l'entreprise ainsi que les free cash-flows sont actualisés grâce au WACC pour parvenir à calculer la valeur actualisée de l'entreprise.

$$\text{Valeur actualisée de l'entreprise} = \sum_n^t \frac{\text{Free Cash Flow}_n}{(1 + WACC)^n} + \frac{\text{Valeur terminale}}{(1 + WACC)^t}$$

Pour la CDA, nous avons obtenu une valeur actualisée de 1.447.623.304 €. Notre but principal étant de trouver la valeur actualisée de l'action, nous avons soustrait la dette nette de cette valeur et nous avons divisé le tout par le nombre d'actions en circulation. (Annexe 9)

$$\text{Valeur d'une action} = \frac{\text{Valeur actualisée} - \text{Valeur du marché de la dette}}{\text{Nombre d'actions}}$$

Cette valorisation nous a donné une valeur de l'action de 36,2 €. (Annexe 10)

7.1.3) Analyse de sensibilité

Nous allons réaliser cette analyse pour déterminer comment des changements dans les données estimées pourraient affecter la valeur finale de l'action. Nous allons observer deux variations différentes.

Premièrement, nous allons faire varier le WACC et les free cash-flows de 2024 en fonction du chiffre d'affaires. Nous allons les faire varier de plus ou moins 1,5 point de pourcentage. Nous pouvons remarquer que lorsque nous augmentons le WACC et que nous diminuons

aussi les prédictions des FCF, nous arrivons à une valeur inférieure à ce que nous avons actuellement. Nous pouvons donc conclure qu'il est important de faire attention aux FCF avant d'acheter l'action. (Annexe 12)

Deuxièmement, nous avons fait des variations par rapport au taux de croissance à l'infini et au WACC. Le WACC varie de la même façon que dans la première analyse et le taux de croissance à l'infini varie lui de 0,5 à 2%. Nous pouvons remarquer que la valeur de l'action diminue quand le taux de croissance à l'infini diminue et que le WACC augmente. (Annexe 13)

7.2) Évaluation relative : analyse des pairs

La seconde méthode que nous allons utiliser pour compléter notre analyse consiste à identifier des entreprises qui exercent dans un milieu similaire. Il est également important de prendre des entreprises qui opèrent dans la même zone géographique. Pour ce faire, nous avons retenu quatre entreprises. Nous avons pris diverses entreprises qui exercent dans les domaines skiables et d'autres qui exercent dans les parcs de loisirs étant donné que ces deux branches représentent respectivement 52 et 45% du chiffre d'affaires.

7.2.1) Présentation des entreprises comparables

SkiStar AB est une société suédoise de loisirs, de tourisme, d'immobilier et de vente au détail. Elle est cotée en bourse à Stockholm. Son activité principale est le ski alpin en Suède et en Norvège. Parallèlement au ski, cette société gère aussi l'hébergement, les écoles de ski et les services de location associés. L'entreprise fournit également des infrastructures de ski à d'autres opérateurs comme des remontées mécaniques. C'est un des seuls groupes avec la CDA qui opère sur plusieurs sites. La capitalisation boursière est de 776 millions d'euros et le prix de l'action le 18 décembre 2019 était de 120 SEK (11,5€) (Zone bourse, 2019).

Merlin est depuis 2007 le second groupe de loisirs au monde. La société est basée à Poole au Royaume-Uni. Elle est cotée à la bourse de Londres. Cette société possède des parcs d'attractions, des aquariums, des parcs animaliers et des lieux de loisirs. Leur capitalisation boursière est de 3,605 milliards d'euros et le prix de l'action au 18 décembre 2019 est de 12,70€ (Zone bourse, 2019).

7.2.2) Évaluation

Pour réaliser cette évaluation, nous allons utiliser deux ratios différents. Ces deux ratios sont le PER (Price-to-Earnings Ratio) et l'EV/EBITDA. Ce sont les ratios les plus souvent utilisés pour faire une évaluation. Après avoir calculé ces ratios pour chaque entreprise, nous calculerons une moyenne. Cela nous permettra de voir comment la CDA se situe par rapport à des entreprises comparables.

Le premier ratio utilisé est le PER. Nous prendrons des précautions quant à l'interprétation de ce ratio qui peut être compliquée malgré sa facilité à être calculé. Le PER désigne le ratio entre le prix de l'action d'une entreprise et son bénéfice par action. Le PER se calcule donc en divisant le prix de l'action par le bénéfice de l'action. Le PER de la Compagnie Des Alpes est de 11,8 alors que celui de SkiStar est de 3,2 et celui de Merlin de 181. La CDA se situe donc entre les deux, nous pouvons dire qu'elle n'est ni sous-évaluée ni sur-évaluée. (Annexe 11)

Le deuxième ratio est la valeur d'entreprise par rapport à l'EBITDA. Ce ratio permet de valoriser le cycle opérationnel ou économique de l'entreprise. Si ce ratio est faible, meilleure est son attractivité. Pour la CDA nous avons un ratio de 5,6 ce qui ne semble pas trop élevé étant donné que la moyenne des deux autres entreprises est de 9,6. Nous pouvons donc interpréter que la CDA est bien évaluée. (Annexe 11)

Ce ratio nous permet également de dégager une valeur d'action. En utilisant ce ratio, nous arrivons à une valeur d'action de 68,2€. Cette valeur est probablement sur-évaluée. Elle a été

calculée avec des chiffres de l'année 2019. Cependant, suite à la crise sanitaire de 2020, les chiffres prédits ne reflètent pas la réalité. (Annexe 11)

7.3) Résultats de l'évaluation de la Compagnie Des Alpes

Les deux méthodes d'évaluation nous donnent des résultats plutôt différents. Nous allons considérer la méthode des free cash-flows correcte à 80% et la méthode des comparables à 20%. Nous expliquons cela par le fait qu'il a été difficile de trouver des entreprises cotées en bourse du même genre que la CDA. De plus, pour la méthode des comparables, la crise du covid-19 n'est pas prise en compte puisque les chiffres que nous avions dataient de fin 2019.

Pour rappel, la méthode des free cash-flows nous avait donné une valeur de 36,2€ par action tandis que la méthode des comparables nous donne une valeur de 68,2€. Étant donné que nous accordons plus de valeur à la méthode des FCF, nous allons garder ce prix. Ce qui nous donnera une valeur de 36,2€. Cette valeur estimée est supérieure à la valeur de l'action sur le marché actuellement et nous mène donc à une recommandation d'achat concernant les actions de la Compagnie Des Alpes.

8) Conclusion

À l'aide d'un cas pratique, nous avons pu découvrir le métier d'analyste financier de façon plus approfondie que pendant le cursus universitaire. L'objectif de ce mémoire était de réaliser une évaluation du titre de la société de la Compagnie Des Alpes afin de savoir s'il était intéressant d'acheter l'action ou non. Pour ce faire, nous avons tout d'abord réalisé un travail empirique pour ensuite faire une étude de cas.

La première étape de ce travail a été d'expliquer ce qu'était une valorisation d'entreprise. Cette partie nous a fait prendre conscience que le métier d'analyste était complexe et qu'il

fallait prendre en compte énormément d'éléments. Nous avons aussi pu comprendre que le rôle de l'analyste était important.

La deuxième étape a été de présenter l'entreprise et de voir dans quel secteur d'activité elle exerce. Nous avons dû comprendre son fonctionnement et celui de l'industrie. Nous avons constaté que cette société exerçait dans trois domaines différents. Elle est également le leader mondial dans les domaines skiabiles et quatrième sur le marché dans les parcs de loisirs. Malgré le fait qu'elle opère dans un marché très compétitif, au vu de sa position sur le marché et ses investissements colossaux, nous pouvons penser qu'elle sera prospère à l'avenir. Les marchés du ski et des parcs de loisirs semblent saturés. Il reste néanmoins son troisième secteur d'activité, les conseils et l'assistance en matière de création de domaines skiabiles qui est en pleine expansion avec une croissance du chiffre d'affaires de plus de 50% entre 2016 et 2018.

Ensuite, nous avons réalisé une analyse stratégique et concurrentielle qui nous a tout d'abord permis d'identifier tous les risques auxquels l'entreprise pourrait faire face. Ceux-ci sont principalement liés aux modes de consommation des clients et aux effets du changement climatique. De plus dans cette partie, nous avons réalisé une analyse SWOT qui a permis de mettre en lumière ses forces, ses faiblesses, ses menaces et ses opportunités. Nous pouvons dire que sa première force est qu'elle possède un business diversifié avec une complémentarité de saisonnalité. Ses autres forces sont qu'elle est leader sur le marché du ski avec des stations extrêmement bien situées et qu'elle possède donc une belle image de marque. De plus la taille de Groupe lui permet d'investir énormément et de rester compétitive. Pour ce qui est de ses faiblesses, nous n'en avons relevé qu'une. Cette faiblesse peut venir du capital humain. La société doit tout faire pour garder son personnel d'année en année car il s'agit d'un pilier pour que l'entreprise fonctionne correctement.

Ensuite, nous avons les opportunités de la CDA qui peuvent être résumées par trois points importants. Tout d'abord, il y a l'internationalisation du conseil et de l'assistance en matière de gestion de domaines skiabiles. Après nous avons une opportunité au niveau du développement du numérique dans les stations et dans les parcs. Et pour finir, nous avons la problématique des lits froids. Elle va devoir en faire l'acquisition et les commercialiser pour

permettre à un nombre plus important de clients de venir. Et enfin, nous avons relevé les menaces auxquelles elle doit faire face. En premier lieu, nous avons le fait que les sports d'hiver peinent à attirer une nouvelle clientèle. Par après, nous avons la menace du changement climatique. Une autre pourrait être les skis-dômes qui pourraient remplacer les vacances à la montagne car ils sont moins chers et plus près de certaines régions. Et pour finir, le marché du ski est saturé.

Nous avons aussi réalisé une analyse des cinq forces de Porter qui nous a permis de voir que le pouvoir de négociation des clients est assez faible étant donné que les offres sont plus ou moins identiques et sont limitées. Pour ce qui est du pouvoir de négociation des fournisseurs il est également faible. Après, nous retrouvons les produits de substitution qui sont peut-être la plus grande menace. Les gens font de plus en plus d'autres activités que le ski ou que les parcs d'attractions qui restent chers. Pour la menace de nouveaux entrants sur les marchés, ça ne devrait pas poser de problème car les investissements de base sont colossaux et les marchés sont saturés. Et pour finir, l'intensité de la rivalité entre les concurrents est présente dans les deux domaines. D'ailleurs, elle est encore plus présente dans le domaine des parcs de loisirs. C'est pourquoi ils doivent se renouveler en permanence.

Et pour finir, nous avons réalisé une analyse financière et des prévisions qui ont permis de déboucher sur une évaluation de l'entreprise de la Compagnie Des Alpes. Nous avons réalisé cette évaluation selon la méthode des free cash-flows couplée à la méthode des comparables. Malheureusement nous nous sommes rendus compte que les méthodes des comparables étaient biaisées par la crise du covid-19. Nous nous sommes donc juste basés sur la méthode des FCF qui nous a menés à une valeur de l'action de 36,2 €. Cette valeur est supérieure à la valeur de l'action aujourd'hui (19,3 €). Avant la crise, sa valeur était d'environ 30 €, ce qui nous pousse à croire qu'il y a de fortes chances qu'elle revienne à sa valeur d'avant crise. Au vu de la croissance de la Compagnie Des Alpes ces dernières années, tout nous laisse croire que l'action dépassera cette valeur. Pour conclure, nous sommes favorables concernant l'achat de l'action de la Compagnie Des Alpes.

9) Bibliographie

Yvonnick Jourdan, Sophie Peillon, Frédéric Kletz, Bernard Duhoux. (2011). *Initiation à l'analyse financière*.

Retrieved from https://diren.mines-paristech.fr/Sites/BasedelaCompta/module2/co/Module2_V2_web.html

Saidi Amel, S. (2017). *Méthodes d'évaluation d'entreprises : le cas des entreprises Algériennes cotées en Bourse*.

Retrieved from http://www.vernimmen.net/ftp/Methodes_d_evaluation_d_entreprise.pdf

OCDE. (2018). *Études économiques de l'OCDE*.

Retrieved from <http://www.oecd.org/fr/economie/etudes/Union-Europeenne-2018-OCDE-etudes-economiques-synthese.pdf>

SPF Economie (2020). *Impact économique du coronavirus*.

Retrieved from <https://economie.fgov.be/fr/themes/entreprises/coronavirus/impact-economique-du>

Mountain Planet. (2018). *L'économie mondiale des stations de ski*.

Retrieved from <https://www.mountain-planet.com/table-ronde-point-sur-leconomie-mondiale-des-stations-de-ski/>

Escudié, JN. (2018). *Tourisme - Avec 70 millions de visiteurs, les parcs de loisirs sont en pleine forme*.

Retrieved from <https://www.banquedesterritoires.fr/avec-70-millions-de-visiteurs-les-parcs-de-loisirs-sont-en-pleine-forme>

Beaurepère, T. (2016). *Parcs de loisirs : quel est l'état du marché ?*

Retrieved from <https://www.tourhebdo.com/actualites/receptif/parcs-de-loisirs-quel-est-letat-du-marche-446599.php>

Montagne Expansion. (2020). *Les enquêtes de Montagne Expansion*.

Retrieved from <http://www.montagneexpansion.fr/les-enquetes-de-montagne-expansion>

E-Marketing. (2017). *Méthodologie, fiche 07 : La matrice SWOT*.

Retrieved from <https://www.e-marketing.fr/Thematique/academie-1078/fiche-outils-10154/La-matrice-SWOT-324670.htm>

Mataf. (2020). *La structure du capital d'une entreprise expliquée*.

Retrieved from <https://www.mataf.net/fr/bourse/edu/apprendre-la-bourse/la-structure-du-capital-d-une-entreprise-expliquee>

Péan, P. (2016). *Analyse des fonds propres et de l'endettement d'une entreprise*.

Retrieved from <https://www.gereso.com/actualites/2016/11/04/analyse-fonds-propres-et-endettement/>

Zone Bourse. (2020). *Merlin Entertainments*.

Retrieved from <https://www.zonebourse.com/MERLIN-ENTERTAINMENTS-14851590/>

Zone Bourse. (2020). *SkiStarAB*.

Retrieved from <https://www.zonebourse.com/SKISTAR-AB-PUBL-54321125/>

La Compagnie Des Alpes. (2019). *Document d'enregistrement universel 2019 de La Compagnie Des Alpes*.

Retrieved from https://www.compagniedesalpes.com/sites/default/files/rapport-financier-annuels/2020/cda_-_urd_2019_final.pdf

Damodaran, A., (2005), INVESTMENT VALUATION: SECOND EDITION

Gilbert, D. (2018). *La Compagnie des Alpes : développement, stratégie et internationalisation d'un acteur majeur du tourisme et des loisirs en France*.

Retrieved from <http://geoconfluences.ens-lyon.fr/informations-scientifiques/dossiers-thematiques/les-nouvelles-dynamiques-du-tourisme-dans-le-monde/corpus-documentaire/compagnie-des-alpes>

La Compagnie Des Alpes. (2020). *La Compagnie Des Alpes: finances*.

Retrieved from <https://www.compagniedesalpes.com/fr/finance>

Compte de résultats

En milliers d'euros	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Chiffre d'affaires	695919	720179	755946	801226	854011	659325	911800	963000	1011000	1063000
Autres produits liés à l'activité	2209	2268	2666	1694	2377	1846	2553	2696	2831	2976
Variation de stocks, production stockée	8319	-266	-35	-134	316	0	0	0	0	0
Achats consommés	-90 032	-85 484	-88 625	-103 696	-108 299	-79 119	-109 416	-115 560	-121 320	-127 560
Services extérieurs	-134 710	-138 234	-138 383	-136 544	-152 437	-118 679	-164 124	-173 340	-181 980	-191 340
impôts, taxes et versements assimilés	-34 689	-33 440	-35 361	-36 800	-39 211	-29 670	-41 031	-43 335	-45 495	-47 835
Charges de personnel, intéressement et participation	-244 099	-245 989	-252 828	-270 360	-286 730	-224 171	-310 012	-327 420	-343 740	-361 420
Autres charges d'exploitation	-34 111	-35 028	-36 176	-37 044	-37 734	-29 670	-41 031	-43 335	-45 495	-47 835
Excédent brut opérationnel (EBITDA)	168806	184006	207203	218344	232292	179864	248739	262706	275801	289986
EBITDA margin (%)	24	26	27	27	27	27	27	27	27	27
Dotations aux amortissements et provisions	-110 584	-111 668	-113 060	-121 252	-127 143	-98 898,75	-136 770	-144 450	-151 650	-159 450
Autres produits et charges opérationnels	8 699	750	4 776	-92	-44	0	0	0	0	0
Résultat opérationnel (EBIT)	66921	73087	98919	97000	105106	80965	111969	118256	124151	130536
EBIT margin (%)	10	10	13	12	12	12	12	12	12	12
Coût de l'endettement brut	-16 595	-15 690	-16 174	-8 242	-8 270	-6 593,25	-9 118	-9 630	-10 110	-10 630
Produits et charges de trésorerie	112	-334	130	4	0	0	0	0	0	0
Coût de l'endettement net	-16 483	-16 024	-16 044	-8 238	-8 270	-6 593,25	-9 118	-9 630	-10 110	-10 630
Autres produits et charges financiers	-1 605	-3 286	-2 999	-4 022	-2 053	-19 777,975	-2 735	-2 889	-3 033	-3 189
Charges d'impôt	-17 996	-18 205	-19 937	-29 744	-32 246	-24 290	-33 591	-35 477	-37 245	-39 161
Quote-part dans le résultat des sociétés associées	4 141	4 775	4 699	4 471	8 863	46 152,275	6 383	6 741	7 077	7 441
Résultat net des activités poursuivies	34 978	40 347	64 638	59 467	71 400	52 720	72 908	77 001	80 840	84 997
Résultat net d'impôt des activités abandonnées	-23	-25	-24 737	3 693	0	0	0	0	0	0
Résultat net (EAT)	34 955	40 322	39 901	63 160	71 400	52 720	72 908	77 001	80 840	84 997
Croissance (%)		15	-1	58	13	-17	2	6	5	5
Revenant aux actionnaires de la société	30 033	33 436	31 320	57 199	62 244	44 812	61 971	65 451	68 714	72 248
Aux intérêts minoritaires	-4 922	-6 886	-8 581	-5 961	-9 156	-7 908	-10 936	-11 550	-12 126	-12 750
Résultat net part du groupe, par action	1,24	1,38	1,29	2,34	2,55	1,94	2,68	2,81	2,94	3,09
Nombre d'actions	24510101									

 Données actuelles

 Prévisions

Annexe 2

Investissements industriels nets

<i>En milliers d'euros</i>	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Domaines skiabiles	66100	72500	84100	91000	101600	81280,0	89408,0	93878,4	98572,3	103500,9
Destinations de loisirs	46500	47400	59000	91300	102800	82240,0	90464,0	94987,2	99736,6	104723,4
Développement international	9000	13300	7400	3900	4900	4000	6000	4900	4900	4900
Total	121600	133200	150500	186200	209300	167520,0	185872,0	193765,6	203208,9	213124,3
Croissance		10	13	24	12	-20	11	4	5	5

Annexe 3

Ratio d'indépendance financière

	2015	2016	2017	2018	2019
Dettes financières	400726	405091	427316	433942	562810
Capitaux propres	734571	755262	777449	823250	867459
Ratio d'indépendance financière	1,83	1,86	1,82	1,90	1,54

Annexe 4

Prévisions du chiffre d'affaire

<i>En million d'euros</i>	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Chiffre d'affaire total	695,9	720,2	762,2	801,2	854	659,3	911,8	963,4	1011,3	1063,2
Croissance (%)		3,5	5,8	5,1	6,6	-22,8	38,3	5,7	5,0	5,1
Domaines skiables	394,1	409,6	426,9	429,3	443,8	358,8	457,1	470,8	485,0	499,5
Croissance (%)	1,4	3,9	4,2	0,6	3,4	-19,2	27,4	3,0	3,0	3,0
% du chiffre d'affaire	56,6	56,9	56,0	53,6	52,0	54,4	50,1	48,9	48,0	47,0
Destination de loisirs	289,3	301,4	320,2	339,9	380,7	285,525	411,2	431,7	453,3	476,0
Croissance (%)	10	2,1	6,2	6,2	12,0	-25,0	8,0	5,0	5,0	5,0
% du chiffre d'affaire	41,6	41,8	42,0	42,4	44,6	43,3	45,1	44,8	44,8	44,8
Développement international	6,3	9,1	14,3	32	29	15	43,5	60,9	73,1	87,7
Croissance (%)	19,5	50	57,1	123,8	-9,4	-48,3	50	40	20,0	20,0
% du chiffre d'affaire	0,9	1,3	1,9	4,0	3,4	2,3	4,8	6,3	7,2	8,2

Annexe 5

Besoin en fond de roulement

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Actifs circulants	124641	117641	149318	145939	139390	85448,52	159839	168814	177228	186344
Passifs circulants	272653	287720	471388	400635	467423	267026,625	369279	390015	409455	430515
BFR	-148012	-170079	-322070	-254696	-328033	-181578,105	-209440	-221201	-232227	-244171

■ Données actuelles

■ Prévisions

Annexe 6

FCF

En millier d'euros	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
EBIT	66921	73087	98919	97000	105 106	80965	111969	118256	124151	130536
- Taxes	-17996	-18205	-19937	-29 744	-32 246	-24290	-33591	-35477	-37245	-39161
= EBIAT	48925	54 882	78982	67 256	72 860	56676	78378	82779	86906	91375
Amortissements, réductions de valeur et provisions	110584	111 668	113060	121 252	127 143	98898,75	136 770	144 450	151 650	159 450
Capex	121600	133200	150500	186200	209300	167520,0	185872,0	193765,6	203208,9	213124,3
BFR	-148012	-170079	-322070	-254696	-328033	-181578,105	-209440	-221 201	-232 227	-244 171
Variation du BFR		-22067	-151991	67374	-73337	146454,895	-27 862	-11 761	-11 026	-11 944
Free cash flow		11283	-110449	69682	-82634	134509,222	1413,973	21703,24	24321,08	25756,756

■ Données actuelles
■ Prévisions

Annexe 7

WACC

WACC	2,81
------	------

Valeur de marché du capital	711700184,1
-----------------------------	-------------

Prix de l'action	29,1
------------------	------

Nombre d'actions	24457051
------------------	----------

Dettes nettes	562810000
---------------	-----------

E + D	1274510184,1
-------	--------------

Taux d'imposition	33,3 %
-------------------	--------

Cout du capital	3,96
-----------------	------

Taux sans risque	0
------------------	---

Beta	1,1
------	-----

Risque du marché	3,6
------------------	-----

Cout de la dette (%)	2,04
----------------------	------

En millier d'euros	2015	2016	2017	2018	2019
Dettes LT + CT	584050	600671	649914	684474	804348
Charge financière	-16483	-16024	-16044	-8238	-8270
Cout de la dette	2,82218988100334	2,66768330750111	2,46863431161661	1,20355192454352	1,02816193985688

Valeur terminale

<i>En millier d'euros</i>	
FCF 2024	25756,756
g	0,01
WACC	0,0281
Valeur terminale	1437255

Annexe 9

Valeur nette actualisée

<i>En millier d'euros</i>	2020	2021	2022	2023	2024	TV
n	1	2	3	4	5	5
FCF	134509	1414	21703	24321	25757	1437255
$(1+WACC)^n$	1,03	1,06	1,09	1,12	1,15	1,15
DCF _n	130833	1338	19972	21769	22424	1251288

Net present value	1447623
--------------------------	---------

Annexe 10

Valeur de l'action

NPV	1447623304
Dettes nettes 2019	562810000
Entreprise value	884813304
Nombre d'actions	24457051
Share value	36,178

Annexe 11

Comparables

	CDA	SkiStarAB	Merlin
Chiffre d'affaires	854 011 000	2688000000	1740000000
EBITDA	232 292 000	877000000	490000000
EBIT	105 106 000	604000000	319000000
Resultat	71 400 000	460000000	122000000
Dette nette	562810000	1674000000	4188000000
Nombre d'actions	24457051	67515147	365905512
Prix de l'action	19	11,5	12,7
Résultat par action	2,55	3,5	0,07
Capitalisation boursière	464683969	776424195,60	4647000000
Valeur d'entreprise	1027493969	1016522860,02	8835000000

Tableau 2

	CDA	SkiStarAB	Merlin			
VE/EBITDA	4,42328607528456	1,1590910604561	18,030612244898		9,59485165267705	Moyenne VE/EBITDA
PER	7,45098039215686	3,28571428571429	181,428571428571		92,3571428571426	Moyenne PER

Tableau 3

	EBITDA CDA	232 292 000		
	Mean EV/EBITDA	9,59485165267705		
			68,119303513071	Prix estimé de l'action

Annexe 12

	FCF 2024 en % du CA							
		3,2	3,7	4,2	4,7	5,2	5,7	6,2
WACC (%)	1,31	402	469	536	598	669	735	802
	1,81	136	161	186	210	236	261	286
	2,31	73	88	104	118	134	149	164
	2,81	45	57	67	77	88	99	110
	3,31	29	37	46	53	62	70	79
	3,81	19	25	32	38	45	52	59
	4,31	12	17	23	28	34	39	45

Annexe 13

	Taux de croissance infini = g							
	0,25	0,5	0,75	1	1,25	1,5	1,75	2
WACC (%)	1,31	214	320	598	3190	-1000	-460	-300
	1,81	121	155	210	314	586	3100	-1000
	2,31	79	95	118	151	205	307	574
	2,81	55	64	77	93	115	148	201
	3,31	40	46	53	63	75	90	112
	3,81	29	33	38	44	52	61	73
	4,31	21	24	28	32	37	43	50

UNIVERSITÉ CATHOLIQUE DE LOUVAIN
Louvain School of Management

Place des Doyens, 1 bte L2.01.01, 1348 Louvain-la-Neuve
Boulevard Emile Devreux 6, 6000 Charleroi, Belgique
Chaussée de Binche 151, 7000 Mons, Belgique

www.uclouvain.be/lsm