

Remarques sur le Rapport annuel 2005 et le Rapport du premier trimestre 2006 de l'entreprise Swissmetal

(les rapports peuvent être trouvés sur le site de Swissmetal, www.swissmetal.ch)

Introduction

Après avoir pris des renseignements auprès de personnes plus compétentes que lui, Karl continue à éplucher le rapport annuel 2005 de Swissmetal. Mise en garde: si vous avez mal à la tête au moment de lire ces lignes, attention. Seconde mise en garde: ces lignes ne sont pas écrites par un spécialiste. Karl a consulté pas mal de monde, mais n'est pas pour autant devenu un pro de l'économie ou de la gestion de stocks.

Relevons aussi qu'à la date de publication du présent document, le rapport annuel 2005 n'existe toujours pas en français, alors que, usuellement, Swissmetal publie tous ses documents simultanément en anglais, allemand et français. Le rapport du premier trimestre 2006 est, quant à lui, publié dans les 3 langues précitées.

Résumé de points choisis

En page 5, Friedrich Sauerländer et Martin Hellweg, nous offrent leur petit billet. On y apprend que leur nouveau produit "phare" sera les... tubes pour train d'atterrissage. Pour rappel, 4 concurrents, et pas des petits, produisent déjà de tels tubes, au moyens de procédés dont ne dispose pas Swissmetal, et qui sont réputés plus rentables. De plus, pas un seul de ces tubes n'a été produit chez Swissmetal, et on ne peut même pas dire que cette production soit à l'état de projet.

Page 8, on apprend que Swissmetal a lancé un nouveau programme de bonus (rémunération au résultat) pour le haut de la hiérarchie. On attendait qu'il se nomme "Sirius", mais ils ont bizarrement opté pour *North Star*, l'Etoile du nord.

Bien sûr, ce programme n'est pas plafonné en termes de rémunération. Bien sûr, on ne sait pas qui détermine les performances d'un bénéficiaire (selon le code de bonne conduite d'Economiesuisse, le conseil d'administration devrait créer un comité de rémunération "formé en majorité de membres du conseil d'administration indépendants et non exécutifs"). Et bien sûr, dans ce cas, on imagine aisément que ceux qui calculent les performances des bénéficiaires font partie des bénéficiaires, et sont aussi ceux qui fixent la rémunération. Martin Hellweg aurait-il, par hasard, vissé quelques casquettes supplémentaires sur son crâne? Ou s'agit-il plus simplement de retenir les collaborateurs découragés par la situation?

A la page 13, il est fait mention d'un autre programme, que Swissmetal prévoit d'implanter, et qui vise, même si ce n'est pas explicite dans le rapport, à distribuer des stocks-options aux dirigeants de Swissmetal, pour les inciter à faire augmenter la valeur de l'action. Bref, beaucoup d'efforts pour aligner les intérêts des dirigeants de Swissmetal sur ceux des actionnaires.

A la page 21, on relèvera que les frais de révision ont augmenté de 269'700 francs en 2004 à 357'380 francs en 2005 (quand même presque 90'000 francs de plus). Comme c'est bizarre. L'efficacité de Swissmetal

diminuerait-elle aussi au niveau comptable, ou sont-ce les manipulations qui augmentent?

Par contre, page 37, les dépenses de recherche et développement ont diminué. Sans doute une nouvelle manière de viser l'excellence industrielle. Autre baisse à la page 39, celle des ventes de produits standards, suite à une forte pression sur les prix due à une "capacité excessive dans ce segment". Donc, les produits issus de Dornach (très majoritairement standards, alors qu'ela Boillat produit une grande majorité de spécialités) se vendent encore moins bien, même si Swissmetal assure du contraire.

A la page 40, il est fait mention d'une provision de 1,4 millions de francs, créée en 2005 pour subvenir aux obligations de Swissmetal lors d'opérations de construction sur des terrains contaminés (en l'occurrence la construction de la presse à Dornach). Cette provision est créée via la dissolution d'une autre provision. Néanmoins, Swissmetal semble sous-évaluer très largement l'ampleur de la contamination du site de Dornach et le coût des mesures qui devront être prises (on s'en rend compte à la page 48, où il est prétendu que "des mesures de réhabilitation pourraient être rendues nécessaires par un changement d'affectation ou des projets de construction". Or, le fait qu'un site soit classé contaminé autorise le canton à prendre des mesures plus vastes). La situation de la Boillat semble, quant à elle, nettement moins préoccupante, même si le site est classé contaminé lui aussi.

Page 43, il est noté que 4,3 millions ont déjà été payés pour la presse de Dornach.

A la page 48, comme ça a été relevé sur le blog (www.laboillat.blogspot.com), on remarque que, finalement, contrairement à ce que prétendait le rapport 2004, Martin Hellweg n'a pas acheté ses 88'000 actions (à un prix de 9 francs). En fait, il s'en est fait offrir la moitié (soit 396'000 francs à l'époque) par Swissmetal, en forme d'avance sur de futurs bonus. Belle excuse vaseuse, n'est-ce pas? Y aurait-il un réviseur mécontent derrière cette nouvelle interprétation, autrement moins malhonnête?

Refinancement: causes possibles et conséquences possibles

En 2005, selon la page 46 du rapport 2005, Swissmetal a renégocié sa ligne de crédit auprès des banques, passant de 7,5 millions à 20 millions. Cette augmentation du crédit a été garantie par les débiteurs inscrits aux actifs du bilan (les *Trade account receivable*, se montant à environ 30 millions de francs). Autrement dit, si Swissmetal n'honore pas ses dettes, les banques sont en droit de se rembourser en encaissant directement les factures des clients de Swissmetal. Ce n'est donc pas un crédit en blanc. L'utilisation d'une telle ligne de crédit, indique le rapport, est soumise à un *covenant* (un accord). De plus, il est aussi indiqué de se reporter aux événements mentionnés en page 49. Lesdits événements sont la grève et le rachat de Busch-Jaeger, comme par hasard (n'oublions pas que les réviseurs attirent eux-aussi l'attention sur ces points, ainsi que sur le refinancement).

Un économiste m'a signalé que les *covenants* d'une ligne de crédit contiennent usuellement une clause mentionnant, entre autres, que l'entreprise débitrice (ici Swissmetal) n'est pas autorisée à racheter une autre entreprise au moyen de sa ligne de crédit. Si elle le fait, le prêt de la banque (via la ligne de crédit) peut devenir exigible. Ainsi, on peut imaginer, même si ce n'est rien de plus qu'une hypothèse probable, que Swissmetal, en rachetant Busch-Jaeger, a violé les *covenants*, ce qui aurait entraîné la fermeture prochaine de la ligne de crédit, et par conséquent la nécessité de refinancer.

Notons que Busch-Jaeger est une entreprise au capital de 1'524'700 euros, dont Dietrich Twietmeyer possède 2'500 euros (et il risque d'entrer au conseil d'administration de Swissmetal avec ça). Cette entreprise a été rachetée pour 9,9 millions de francs, assortis de 14,8 millions de francs de reprise de dettes, selon le rapport du premier trimestre 2006. Ça laisse songeur quand on pense aux offres de rachat de la Boillat, qui devaient être autrement plus juteuses (30 millions de francs? Plus?), pour une usine que la direction de Swissmetal considère comme moins performante que Busch-Jaeger. En effet, à la page 5 du rapport annuel 2005, Martin Hellweg et Friedrich Sauerländer affirment qu'avec la nouvelle presse de Dornach (dont la prétendue polyvalence est une absurdité en soi) et l'usine de Lüdenscheid,

Swissmetal sera capable de produire “de manière plus efficace tout en mettant simultanément en place des innovations que leur ancien outil de production n’autorisait pas”.

Tout est que le rachat de Busch-Jaeger, financé par la vente de stocks de cuivre en 2006 (pour 5,7 millions de francs) et par d’autres moyens (la ligne de crédit?), a mené Swissmetal à vider sa caisse. En effet, dans le rapport trimestriel, l’*operating cash flow* (investi dans l’achat de la presse, le remboursement du prêt destiné à l’achat du stock obligatoire, etc.) se monte à 3,5 millions de francs, tandis que le *free cash flow* (en gros, l’argent liquide disponible) du groupe est de moins 8 francs 10.

Dès lors, (même si Swissmetal a beaucoup de fonds propres: 123,4 millions de francs, qui ne consistent toutefois pas en argent mobilisable), il lui est probablement assez difficile de continuer à fonctionner dans ces conditions, l’argent liquide étant devenu rare. Plus de liquide, et plus de crédit, pour résumer. Martin Hellweg va-t-il s’en sortir? Il reste possible qu’une source d’argent liquide encore existante soit les paiements de marchandises par les clients.

Evaluation de l’état du stock

Il s’agit ici d’analyser l’état du stock de Swissmetal, en particulier de matières premières, pour voir à quel niveau il se situe. S’informer sur l’état du stock a été très long, et bien des personnes m’ont aidé (merci à elles pour leurs efforts!). Mes techniques d’évaluation ont été, d’ailleurs, beaucoup critiquées, et à juste titre. Néanmoins, j’ai beau tourner le problème dans tous les sens, et procéder de différentes manières, j’arrive toujours à peu près au même résultat. Une seule manière d’évaluer le stock, parmi d’autres possibles, faisant parfois appel à d’autres données, est présentée ici, et est considérée comme la plus pertinente.

Pour commencer, notons d’abord que Swissmetal, depuis quelques années, comptabilise ses stocks au moyen de la méthode Lifo (*Last In, First Out*: dernier dedans, premier dehors). Cette méthode consiste à sortir du stock, au niveau de la comptabilité, les dernières marchandises qui y sont entrées. Dans le cas actuel, caractérisé par une forte hausse du cours du cuivre et des métaux en général, ce sont les derniers métaux entrés qui sortent d’abord, ce qui signifie que ce sont les métaux les plus chers à l’achat qui sont sortis d’abord, et les moins chers à l’achat qui le sont en dernier.

Ainsi, le stock restant est largement sous-évalué au niveau comptable (car le stock ne passe généralement pas en-dessous d’un certain seuil. Les métaux les plus anciens -et les moins chers- restent donc indéfiniment, même s’il est possible de procéder à une réévaluation de leur valeur).

Selon le rapport annuel 2005 de Swissmetal, à la page 41, le stock de matières premières (brutes, tournures, etc.) est comptablement chiffré à 28,743 millions de francs. De plus, Swissmetal évalue son stock total (matières premières et produits usinés) à 84,7 millions de francs, au cours du 31 décembre 2005 (alors que l’évaluation comptable est de 43,094 millions de francs, à cause de l’effet Fifo).

Toujours au 31 décembre 2005, Swissmetal indique posséder 14’900 tonnes de stock total (matières premières et matières usinées). La question est donc: de ces 14’900 tonnes, quelle est la quantité de matières premières? Diverses estimations et informations se recourent pour produire le chiffre de 12’000 de tonnes.

Pour obtenir 5,7 millions de francs en vendant du cuivre, en février et mars, Swissmetal a dû en céder 900 tonnes environ. Il reste donc 11’100 tonnes. En fonctionnant normalement, l’usine de Dornach produit environ 1’500 tonnes par mois, et la Boillat un peu plus de 1’000 tonnes. En janvier, les 2 usines ont fonctionné, et ont peut donc retirer 2’500 tonnes au stock. Il reste 8’600 tonnes (il est néanmoins possible, mais peu probable, que Swissmetal ait racheté du stock en janvier). Ont suivi 3 mois durant lesquels seul Dornach a utilisé de la matière première, à hauteur de 4’500 tonnes. Il resterait donc 4’100 tonnes de matières premières à l’heure actuelle (c’est du moins mon estimation la plus élevée). Soit de quoi faire fonctionner l’usine de Dornach durant environ 2 mois et demi.

On peut donc, à mon avis, conclure quelque chose, même si ces calculs ne sont que des estimations. Swissmetal a calculé ses ventes de stock au plus juste, pour financer partiellement le rachat de Busch-Jaeger. Au plus juste, en ce sens que Dornach pourra poursuivre sa production jusqu'à l'assemblée générale des actionnaires. Cependant, Swissmetal ne peut pas faire produire la Boillat et Dornach normalement sans racheter de quoi les alimenter (il faudrait un total de 5'000 tonnes de matières premières au grand minimum, dont la partie manquante devrait être achetée à un prix très élevé, les cours des métaux poursuivant leur ascension).

Mettre l'usine de Dornach à l'arrêt serait probablement très risqué pour la direction de Swissmetal, alors ils y poursuivent la production, même si elle n'est pas rentable (à ce propos, il est amusant de constater que Swissmetal fournit un comparatif des valeurs ajoutées brutes [VAB] des 2 sites, dans son rapport du premier trimestre 2006, mais ne donne que le chiffre d'affaire total des 2 sites. Ainsi, Swissmetal met en évidence une baisse de la VAB à Reconvilier -de 44%-, et une hausse à Dornach -de 13%-, mais évite soigneusement de rendre possible le calcul de la proportion de chaque VAB par rapport à chaque chiffre d'affaire. Parions donc sur le fait que Dornach dégage bien moins de VAB par rapport à son chiffre d'affaire que la Boillat, sinon, Swissmetal n'hésiterait pas à différencier aussi les chiffres d'affaire). Parce qu'il faut poursuivre la production à Dornach pour éviter que les ouvriers ne se posent trop de questions, la Boillat (qui rapporterait, elle, de l'argent) ne fonctionne plus, faute de matières premières.

Ajoutons encore ici, en dernier lieu, qu'en ce moment, l'unique source d'argent frais de Swissmetal est probablement les factures en suspens de ses clients. Une petite révolte de clients pourrait donc tomber à pic, et elle risque de ne plus tarder, étant donné qu'actuellement, il ne sort presque plus de produits finis de la Boillat.