

SESSION 2016

UE2 – FINANCE

Éléments indicatifs de corrigé

PARTIE 1

Dossier 1

1. Analyser l'aptitude du groupe à dégager des résultats sur les deux dernières années au regard de la stratégie mise en œuvre.

Grandeurs	2015		2014		Taux de variation
	K euros	%	K euros	%	
CA	154 150	100%	158 116	100%	-2,51%
EBITDA	8 705 (1)	5,65%	9 119	5,77%	-4,54%
Résultat opérationnel	10 640	6,9%	8 254	5,2%	28,91%
Résultat net	6 300	4%	4 420	2,8%	42,53%

(1) 7335+1765-395

	2013	2014	2015	2013-2015
Chiffre d'affaires	133 100	158 118	154 150	+ 15,8%
- CA INFOSET (acquis fin 2012)		- 37 110	- 38 080	
CA à périmètre constant	133 100	121 008	116 070	- 12,8%

Alors que facialement le chiffre d'affaires du groupe a enregistré une progression de 15,8% entre 2013 et 2015, sur la même période le chiffre d'affaires à périmètre constant baisse de 12,8%. Cette évolution a été particulièrement marquée sur 2014. En 2015, l'activité est restée relativement stable alors que la croissance moyenne du secteur est de 3%.

En termes de rentabilité économique le groupe laisse également apparaître :

- une diminution de ses performances, l'EBITDA s'établissant à 5,77% en 2015 contre 7% en 2012
- performances qui se révèlent inférieures à celles de ses concurrents puisque le taux moyen d'EBITDA du secteur s'établit à 9%.

Le résultat opérationnel et le résultat net s'améliorent en valeur et en taux sur 2015, grâce à l'opération conjoncturelle de cession de l'activité CETACOM. On peut s'étonner au vu des montants de trésorerie de fin d'exercice de la faiblesse des produits financiers. Leurs montants nous conduit à relativiser les montants bilanciaux de fin de l'exercice.

2. Analyser la rentabilité du groupe à partir de la détermination de sa rentabilité financière (Return On Equity ou ROE).

Ratios	2014	2013
ROE part du groupe	9,41%	7,01%

Cette cession d'activité contribue par ailleurs à améliorer artificiellement la rentabilité financière. Au-delà de l'amélioration du résultat obtenu via la cession ce ratio bénéficie de la sortie importante d'actifs du bilan. Il aurait été intéressant d'avoir des informations sur le niveau de résultat de cette activité, afin de pouvoir apprécier le réel intérêt qu'a pu avoir GLI à céder cette activité...

3. Analyser la situation financière du groupe. Vous déterminerez notamment le taux d'endettement (le gearing), la capacité de remboursement et la couverture des frais financiers.

Grandeurs	2015	2014
Dette nette courante et non courante	-13365	-5807
Capitaux propres (CP)	69104	64128
Dette financière brute courante et non courante	10349	13680

RISQUE ET ENDETTEMENT		2015	2014
autonomie financière	CP/P	48,34%	45,84%
Gearing	Dettes nette/CP	NS	NS
Gearing en valeur brute	Dettes financières/CP	0,15	0,21
Capacité de remboursement	Dettes financières/MBA	2,19	1,99
Capacité de remboursement	Dettes nette/EBITDA	NS	NS
Couverture de la charge d'intérêt de la dette	coût endettement financier brut/EBITDA	5,97%	9,66%

Du point de vue de sa structure financière, le groupe GLI est très peu endetté et présente une très bonne autonomie financière (malgré l'éventuelle relativisation du montant de la trésorerie active de fin d'exercice) La dette financière brute ne représente que 15% des fonds propres. L'entreprise dispose par ailleurs d'une très bonne capacité de remboursement et paie la charge d'intérêts de la dette sans difficulté. GLI est un groupe solvable.

4. Réaliser un diagnostic financier en l'articulant avec la stratégie mise en œuvre et en dégagant les points forts et les points faibles de GLI.

Tout en opérant une stratégie de croissance externe destinée à l'atteinte d'une certaine taille critique, l'entreprise peine sur ses marchés traditionnels en raison d'une conjoncture morose et d'une concurrence plus vive.

Les mouvements de sa croissance externe qui pour partie contribuent à masquer ses difficultés en matière de rentabilité soulèvent des questions sur son évolution future.

Les synergies vraisemblablement attendues lors de l'acquisition d'INFOSET peinent à se dessiner. Le chiffre d'affaires en croissance organique stagne et le dégagement de résultat à des taux satisfaisants ne semble pas encore au rendez-vous. Il semble que l'atteinte d'une taille critique ne soit pas encore réalisée. Peut-être que le groupe aurait besoin de structure complémentaire (équipes commerciales, etc.) ou de management à même de parvenir au développement souhaité. La cession de CETACOM interroge quant aux motifs y ayant présidé (recentrage... ?).

Cependant le groupe dispose d'une structure financière particulièrement solide. Les flux de trésorerie dégagés ont permis la poursuite des investissements et du désendettement. La faiblesse de son endettement laisse supposer que l'entreprise a financièrement les moyens de se développer.

L'OPA amicale peut être un moyen pour sortir de cette situation, avant qu'elle ne devienne une ornière. Cette opération risque cependant d'entraîner une éventuelle perte de pouvoir des fondateurs de l'entreprise.

Points forts	Points faibles
- Secteur concurrentiel mais porteur - Groupe rentable - Groupe liquide et peu risqué - Bonne capacité d'endettement, et forte autonomie financière, versement de dividendes - Flux de trésorerie d'activité positif, - Stratégie de cession : restructuration peut conduire à une amélioration de marge : à valider	- Groupe de taille trop petite, évoluant dans un secteur concurrentiel. - Dégradation des ventes et des marges opérationnelles - Stratégie de croissance externe - Décroissance des Flux de trésorerie à surveiller

5. À partir de l'annexe 1, déterminer le coût apparent de la dette brute de GLI pour 2014.

Le coût endettement brut 2015 = 520 (voir compte résultat 2015)

Dette financière totale = 6 801+3 548= 10 349

Coût apparent = 520/10 349 = 5,02%

6. A l'aide de l'annexe 4, déterminer le bêta d'activité moyen des trois sociétés comparables A, B et C, le bêta de la dette de GLI, et le bêta des capitaux propres de GLI. En déduire le coût des fonds propres de GLI pour 2015.

Calcul du coût des fonds propres			
Le bêta des principaux concurrents est :	A	B	C
Bêta	1,3	1,5	1,28
Dette fi brute/CP	0,5	0,67	0,3
Coût endettement brut	3,60%	3,90%	3%
OAT	2%	2%	2%
Rendement attendu du marché	9%	9%	9%
Spread société (Coût dette-taux OAT)	3,6%-2%=1,60%	3,9%-2%=1,90%	3%-2%=1,00%
Bêta dette= Spread/(E(Rm)-Taux OAT)	0,228571429 =1,6%/(9%-2%)	0,271428571 = 1,9%/(9%-2%)	0,142857143 =1%/(9%-2%)
Bêta activité* (voir infra)	0,942857143	1,007100086	1,017582418
Bêta activité moyen	0,989179882		
Bêta GLI			
Coût dette GLI	5,02%		
Spread dette GLI	3,02%	= 5,02%-2%	
Bêta dette GLI	0,432091437	= 3,02%/(9%-2%)	
D/CP endettement brut	0,149759782	=10349/69114**	
CP	100		
D	14,98		
Actifs eco	114,98		

* **Bêta activité** =

$$\beta_a = \beta_{cp} \times [CP / (CP + D)] + \beta_d \times [D / (CP + D)]$$

Pour société A, cela donne :

$$1,3 \times (100 / (100 + 50)) + 0,2285 \times (50 / (100 + 50)) = 0,9428$$

avec gearing = 50%, donc si CP = 100, D = 50

Pour société B, cela donne :

$$1,5 \times (100 / (100 + 67)) + 0,2714 \times (67 / (100 + 67)) = 1,007$$

avec gearing = 67%, donc si CP = 100, D = 67

Pour société C, cela donne :

$$1,28 \times (100 / (100 + 30)) + 0,14285 \times (30 / (100 + 30)) = 1,17$$

avec gearing = 30%, donc si CP = 100, D = 30

****D/CP pour GLI** en valeurs consolidées = 10349/69114 = 14,98% avec 10349 dette financière totale (voir supra question sur coût dette brute) et 69114 = Capitaux propres totaux.

$$\text{Bêta Capitaux Propres GLI} = [\text{Bêta activité} \times (CP + D) - (\text{Bêta dette} \times D)] / CP$$

$$= ((0,9891*114,98)-(0,432*14,98))/100 = 1,072$$

Coût des fonds propres = $2\% + (9\% - 2\%) * 1,072 = 9,5\%$

avec le bêta calculé à partir des comptes consolidés

- 7. Définir et calculer le coût moyen du capital (CMPC) pour 2015 en supposant que le ratio d'endettement brut sera constant tout au long de la durée de vie de l'entreprise (le taux d'IS = 33,33%).**

CMPC : c'est le taux de rentabilité attendu des ressources.

CMPC avec $E(R_i) = 9,5\%$

$$= [9,5\% * 144\,000 + (5,02\% * 2/3) * (10349)] / (144\,000 + 10349) = 9,09\%$$

On arrondira à 9% pour la suite.

Dossier 3

- 8. Procéder à l'évaluation par les DCF en utilisant l'annexe 5**

	1 2016	2 2017	3 2018	4 2019	5 2020
% croissance CA	1,00%	2,00%	3,00%	4,00%	4,00%
CA	155 692	158 805	163 569	170 112	176 917
Achats consommés	-1 042	-1 063	-1 095	-1 139	-1 184
Charges fixes	-149 087	-149 087	-149 087	-149 087	-149 087
Dotations	-1 765	-1 765	-1 765	-1 765	-1 765
Résultat opérationnel courant (ROC)	3 797	6 890	11 622	18 121	24 880
ROC après IS (ROC * 2/3)	2 531	4 593	7 748	12 081	16 587
CAF opérationnelle = (ROC après IS + Dotations)	4 296	6 358	9 513	13 846	18 352
BFR (=12*CA/360) (2)	5 190	5 294	5 452	5 670	5 897
-ΔBFR	- 498**	- 104	- 159	- 218	- 227
Investissements (3)	- 2 497	- 2 497	- 2 497	- 2 497	- 2 497
FCF	1 302	3 758	6 857	11 131	15 628
					211 500

(1) Somme des charges externes+ Impôts et taxes + personnel

(2) Le montant du BFR 2015 = $43\,103 + 21\,385 + 1\,424 - (12\,702 + 48\,290 + 228) = 4\,692$

La variation du BFR est donc de - 498

(3) Prendre acquisitions d'immobilisations du tableau des flux de trésorerie

(4) $VT = 15628 * 1,015 / (9\% - 1,5\%) = 211\,500$

9. Déterminer la valeur des capitaux propres de GLI au 31/12/2014. Commenter les résultats obtenus.

	VT					
FCF	1 302	3 758	6 857	11 131	15 628	211 500
FCF actualisés	1 194 =1320 *(1,09)⁻¹	3 163 3758*(1,09)⁻²	5 295 Etc.	7 885	10 157	137 460
Valeur économique	165 155	$= \sum FCF \text{ actualisés}$				
Dette nette (5)	13 365					
Valeur des CP	178 520					
Nombre actions	30 000					
V unitaire de l'action	5,95€/action					

VT est actualisée sur 5 ans à 9% ensuite $211\,500 \times (1,09)^{-5} = 137\,460$

(5) Dette nette = 6 801 + 3 548 – 23 714 (équivalents de trésorerie)

Le montant obtenu pour la valeur de la société repose sur un montant de valeur terminale extrêmement élevé (la VT représente au final $137\,460 / 178\,520 = 77\%$ de la valorisation des capitaux propres). Cette valeur terminale est calculée sur le FCF de 2019 en très forte augmentation par rapport à celui de 2015 et intègre un taux de croissance de 1,5%, taux non négligeable, eu égard au contexte économique présenté dans l'énoncé.

PARTIE 2

Développement par croissance externe :

La croissance externe est un mode de développement fondé sur la prise de contrôle des moyens de production et commerciaux détenus par des acteurs extérieurs à l'entreprise. Le développement par fusions-acquisitions est une des pratiques de réalisation les plus répandues. D'autres moyens existent comme l'achat direct d'actifs...

Le développement par croissance externe constitue un des moyens pour les entreprises de mener des stratégies de spécialisation, d'intégration verticale ou diversification. A la différence de la croissance interne, qui correspond à un développement progressif de l'entreprise par l'accroissement ou la création de nouvelles capacités productives ou commerciales, la croissance externe est discontinue et épisodique et facilite un développement très rapide. Elle offre à l'acheteur la possibilité d'augmenter rapidement ses capacités de production, l'accès à de nouveaux domaines d'activité, la possibilité de se développer à l'international ou encore d'augmenter son pouvoir de marché. En revanche, elle exige des ressources financières importantes (coût d'acquisition élevé) et peut engendrer des problèmes de coordination et de contrôle, des coûts d'intégration et de réorganisation.

La croissance externe peut prendre différentes formes :

- croissance horizontale : la cible se situe sur le même marché que l'acquéreur (concurrents). (Exemple : Holcim-Lafarge) ;
- croissance verticale : la cible est un client ou un fournisseur, permettant un meilleur contrôle des approvisionnements ou de la distribution (Exemple : Michelin) ;
- croissance conglomérale : la cible ne présente aucun lien direct avec l'acquéreur, logique de diversification (ou purement financière). (Exemple : Bouygues).

Motivations stratégiques :

- Synergies de coûts liées aux effets de volume, aux partages de ressources et synergies de croissance.
- Accroître son pouvoir de marché : vers la recherche d'une position dominante
- Acquérir des ressources spécifiques
- Prise de position sur des nouveaux marchés : nouvelles activités et nouvelles zones géographiques
- Consolider ses positions dans un secteur à maturité
- S'adapter aux évolutions technologiques
- Acquérir une taille critique
- Limiter l'arrivée de nouveaux entrants (M. Porter)

Motivations financières :

- La création de valeur pour l'actionnaire
- La recherche d'une meilleure rentabilité
- L'optimisation fiscale
- Amélioration de la gestion de la cible : sous-évaluation de la cible (titres et actifs) et inefficience managériale
- La réduction du risque pour les actionnaires : diversification
- Limiter les asymétries d'information entre les dirigeants de la cible et l'entreprise initiatrice. ; sous-évaluation de la cible, création de valeur supplémentaire.
- Les coûts d'agence (Jensen et Meckling, 1976) : la croissance externe est un moyen de réduire les coûts d'agence → risque d'OPA hostile.
- Théorie de l'enracinement et de la motivation personnelle des dirigeants (Morck, Shleifer et Vishny, 1990) : motifs personnels des dirigeants (enracinement, notoriété, satisfaire l'ego et augmenter la rémunération).

En moyenne, plus de 50% des opérations de croissance externe seraient des échecs, entraînant une faible création de valeur. Les résultats constatés varient fortement en fonction des secteurs d'activité et des modalités retenues.

Plusieurs raisons semblent pouvoir expliquer cette situation :

- Mauvaise identification des bénéfices attendus : pas d'économie d'échelle ou de synergie ; des prévisions trop optimistes.
- Problème de mise en œuvre et de coordination : difficile intégration culturelle et managériale, réorganisation.
- Opération parfois trop coûteuse : prix payé excessif
- « Arrogance » managériale : Omnicom-Publicis.