



FINANCE D'ENTREPRISE

Corrigé du test de mi-parcours du vendredi 23 mars 2018 de 8h30 à 9h45

Exercice Vente Unique

Vous trouverez ci-après les comptes de la société Vente Unique, vendeur de meubles sur Internet, qui envisage son introduction en bourse en mars 2018. Les notes aux comptes ne sont pas données.

Compte de résultat

En milliers d'Euros	Notes	30/09/2017	30/09/2016
Chiffres d'affaires	5.10	76 779	67 799
Prix de revient des ventes		-38 696	-34 042
MARGE BRUTE (1)		38 083	33 757
Charges de personnel	5.11	-4 995	-4 544
Autres charges opérationnelles courantes	5.12	-27 145	-24 557
RESULTAT OPERATIONNEL COURANT		5 943	4 656
Autres produits et charges opérationnels	5.13	-1 256	852
RESULTAT OPERATIONNEL		4 688	5 508
Intérêts et charges assimilées	5.14	-63	-100
COUT DE L'ENDETTEMENT FINANCIER		-63	-100
Autres produits et charges financières		-228	-192
RESULTAT FINANCIER		-291	-292
RESULTAT AVANT IMPOTS		4 397	5 216
Charges d'impôts	5.15	-1 706	-2 011
RESULTAT NET		2 690	3 205

NB **important** : Résultat opérationnel et résultat d'exploitation sont synonymes

Bilan

En milliers d'Euros	NOTES	30/09/2017	30/09/2016
ACTIFS NON COURANTS			
Immobilisations incorporelles	5.1	693	1 054
Immobilisations corporelles	5.2	814	545
Actifs financiers non courants	5.3	1 355	1 647
Actifs d'impôts différés	5.4	131	162
Total des actifs non courants		2 992	3 408
ACTIFS COURANTS			
Stocks	5.5	12 598	10 241
Créances clients et comptes rattachés	5.6	3 618	4 001
Autres créances	5.6	4 054	8 115
Trésorerie et équivalents de trésorerie	5.16.1	2 099	2 218
Total des actifs courants		22 367	24 574
TOTAL ACTIF		25 360	27 982

En milliers d'Euros	NOTES	30/09/2017	30/09/2016
CAPITAUX PROPRES			
Capital social	5.7	87	87
Réserves liées au capital		4 830	8 818
Résultat net part du Groupe		2 690	3 205
CAPITAUX PROPRES		7 607	12 110
PASSIFS NON COURANTS			
Provisions non courantes	5.8	169	331
Dettes financières à long terme	5.9	1 171	994
Total des passifs non courants		1 340	1 324
PASSIFS COURANTS			
Emprunts et dettes financières à court terme	5.9	324	293
Autres passifs financiers courants		0	1 779
Dettes fournisseurs	5.16.2	9 928	7 787
Dettes fiscales et sociales	5.16.2	2 830	2 114
Autres passifs courants	5.16.2	3 331	2 575
Total des passifs courants		16 413	14 548
TOTAL PASSIF		25 360	27 982

Tableau de flux de trésorerie

En milliers d'Euros	Notes	30/09/2017	30/09/2016
		12 mois	12 mois
FLUX DE TRESORERIE LIES A L'ACTIVITE			
RESULTAT NET		2 690	3 205
Amortissements et provisions	5.12	976	962
Valeur nette comptables des immobilisations		101	100
Variation des provisions non courantes	5.12.2	-84	18
Impôts différés	5.4	6	-45
Produits et charges sans contrepartie en trésorerie	5.7.3	395	161
MARGE BRUTE D'AUTOFINANCEMENT		4 083	4 401
Variation du besoin en fonds de roulement	5.16.2	2 025	-1 669
Flux net de trésorerie généré par l'activité		6 109	2 732
FLUX DE TRESORERIE LIES AUX OPERATIONS D'INVESTISSEMENT			
Acquisition d'immobilisations	5.16.3	-935	-1 551
Cessions d'immobilisations	5.2	242	2
Flux net de trésorerie lié aux opérations d'investissement		-693	-1 549
FLUX DE TRESORERIE LIES AUX OPERATIONS DE FINANCEMENT			
Dividendes versés	5.7.2	-7 640	-2 200
Souscription d'emprunts	5.9.2	560	1 500
Remboursements d'emprunts	5.9.2	-386	-448
Augmentation des capitaux propres		0	0
Rachat des minoritaires		0	0
Ventes (rachats des actions propres)		0	0
Variations des autres dettes non courantes (y compris comptes courants) 5.16.4		1 897	-4 030
Flux net de trésorerie lié aux opérations de financement		-5 570	-5 179
Variation nette de la trésorerie		-153	-3 997

NB : Marge brute d'autofinancement est synonyme de capacité d'autofinancement

1. Calculez la marge d'exploitation sur les 2 exercices. **0,5 point**

Marge d'exploitation pour 2016 : $\text{Résultat opérationnel 2016} / \text{Chiffre d'affaires 2016} = 5,508 / 67,799 = 8,12\%$

Marge d'exploitation pour 2017 : $\text{Résultat opérationnel 2017} / \text{Chiffre d'affaires 2017} = 4,688 / 76,779 = 6,11\%$

2. Pour 2017, calculez le montant du BFR, de l'endettement net et de l'actif économique. Vous pourrez supposer que les autres créances (ici un compte courant actionnaire) et les provisions non courantes sont assimilables à des éléments de l'endettement net et les autres passifs courants à des éléments de BFR. **3 fois 0,5 point.**

BFR 2017 : (Stocks + Créances clients et comptes rattachés) – (Dettes fournisseurs + Dettes fiscales et sociales + Autres passifs courants) = (12,598 + 3,618) – (9,928 + 2,830 + 3,331) = 0,127 M€

Endettement net 2017 : (Provisions non courantes + Dettes financières à long terme + Emprunts et dettes financières à court terme) - (Autres créances + Trésorerie et équivalents de trésorerie) = (169 + 1,171 + 324) – (4,054 + 2,099) = - 4,489 M€

Actif économique : BFR + Immobilisations = 0,127 + 2,992 = 3,119 M€

3. Pour 2017, calculez la rentabilité économique et la rentabilité des capitaux propres **2 fois 0,5 point**. Que remarquez-vous et comment expliquez-vous cette remarque ? **0,5 point**

Rentabilité économique : Résultat opérationnel * (1 – taux d'imposition) / actif économique = 4,688 * (1 – 1,706/4,397) / 3,119 = 92 %

Rentabilité des capitaux propres : Résultat net / capitaux propres = 2,690 / 7,607 = 35,4%

On remarque que la rentabilité économique est supérieure au coût des capitaux propres car la dette nette est négative.

4. Pourquoi l'endettement net de la société s'accroît-il ? **1 point**

À cause du versement de dividendes supérieurs aux flux de trésorerie disponible après charges financières.

5. Sachant que Miliboo société comparable de Vente Unique est valorisée sur la base d'un multiple Valeur de l'actif économique / chiffre d'affaires de 0,6x (seul ce ratio peut être utilisé car la société réalise un EBE négatif), quelle serait la valeur de l'actif économique de Vente Unique sur la base de ce même multiple ? **0,5 point.**

Valeur de l'actif économique = Chiffre d'affaires x multiple = 76,779 x 0,6 = 46,067 M€

6. A quel multiple d'EBE implicite cela correspond-il ? **0,5 point.**

Multiple d'EBE = Valeur de l'actif économique / (Résultat opérationnel + Amortissements et provisions) = $46,067 / (4,688 + 976) = 8,1$.

7. Vente Unique est actuellement détenu à 95% par la CAFOM (magasins Habitat, franchisé Darty en Outre-mer, DirectLowCost.com). La CAFOM est cotée en bourse sur la base d'un multiple d'EBE de 7x. Déduisez-en un intérêt de la cotation de Vente Unique pour les actionnaires de CAFOM. **1 point.**

Essayer de convaincre le marché de valoriser la maison mère sur la base du même multiple d'EBE que celui de la filiale mise en Bourse.

Exercice Investissement alchimiste (contrairement aux apparences, les calculs sont très simples)

L'entreprise Fulcanelli a développé un procédé pour transformer un gramme de plomb en un gramme d'or grâce à un accélérateur de particules. L'appareil permet de traiter 40 grammes de métal par jour. La machine nécessite néanmoins 115 jours d'entretien et refroidissement par an.

Une tonne de plomb coûte 2 000 euros. Un lingot d'un kilo d'or peut être vendu 34 870 €.

La machine doit être opérée par un laborantin avec un savoir-faire spécifique, son salaire (y compris charges sociales) est de 38 680 € par an. Un seul laborantin suffit à cela.

Les coûts de maintenance de la machine sont de 10 000€ par an (avec cet entretien, vous estimez que la machine n'aura pas d'obsolescence et pourra se perpétuer éternellement).

Le taux d'imposition est de 0 %, ce qui vous simplifie les calculs.

Sachant que compte tenu du risque d'une telle entreprise, vous exigez une rentabilité de 10 %, quel est le prix maximal que Fulcanelli doit dépenser pour que son entreprise alchimique soit financièrement rentable ? **2,5 points.**

*Quantité de matière transformée par an = $40 * (365 - 115) = 10\ 000$ grammes soit 10 kg.*

*Entrées de cash = $10 * 34\ 870 = 348\ 700$ €*

*Sorties de cash = $2\ 000/1\ 000 * 10 + 38\ 680 + 10\ 000 = 48\ 700$ €*

Flux de trésorerie disponible annuel = 300 000 €

Valeur actuelle = $300\ 000 / 10\% = 3\ 000\ 000$ €, soit 3 M€, la somme maximale à investir dans l'acquisition de la machine pour que le projet soit financièrement suffisamment rentable.

Fulcanelli investit dans la machine pour 4 000 000€. Quel est le TRI de cet investissement ? **0,5 point**

Puisque la durée de vie de la machine est supposée perpétuelle, $4\,000\,000 = 3000\,000 / TRI$ d'où $TRI = 300\,000 / 4\,000\,000 = 7,5\%$

=> TRI < Coût du capital donc la VAN est négative (destruction de valeur).

Si le cours de l'or monte d'environ 29% à 44 870€ par kilo, quel est alors le TRI de l'acquisition de la machine pour 4 M€ ? **0,5 point**. Est-il alors financièrement avisé de faire cet investissement? **1 point**
Pourquoi ?

Entrées de cash = $10 \times 44\,870 = 448\,700$ €

Sorties de cash = $2\,000/1\,000 \times 10 + 38\,680 + 10\,000 = 48\,700$ €

Cash flow positif annuel = 400 000 €

TRI = $400\,000 / 4\,000\,000 = 10\%$

=> TRI = Coût du capital donc la VAN est nulle et nous pouvons, d'un point de vue financier, investir (ni destruction, ni création de valeur).

Quel est alors son délai de récupération ? **0,5 point**

$4\,000\,000 / 400\,000 = 10$ ans

Questions

1. Vous observez que la valeur de marché des capitaux propres d'un groupe est inférieure au montant comptable des capitaux propres. Vous en déduisez, **0,5 point par ligne** :

	Oui	Non
1 - que le bilan n'est pas équilibré		X
2- que le taux de rentabilité des capitaux propres est inférieur au taux de rentabilité exigé par l'actionnaire	X	
3 - que les actionnaires du groupe auraient tout intérêt, si celui-ci le peut, à ce qu'il augmente son taux de distribution des dividendes	X	
4 - que le groupe est nécessairement sous-évalué		X
5 - que les marchés financiers ne sont pas efficients.		X

Pour vos réponses positives et uniquement celles-là, donnez vos explications.

- 1 - que le bilan n'est pas équilibré :

NON

- 2- que le taux de rentabilité des capitaux propres est inférieur au taux de rentabilité exigé par l'actionnaire :

OUI, en effet lorsque le taux de rentabilité des capitaux propres est inférieur au taux de rentabilité exigé par les actionnaires, alors l'entreprise, qui détruit de la valeur, est sanctionnée par les investisseurs et la valeur de ses capitaux propres est inférieure au montant de ses capitaux propres comptables.

- 3 - que les actionnaires du groupe auraient tout intérêt, si celui-ci le peut, à ce qu'il augmente son taux de distribution des dividendes

OUI, en effet un euro de capitaux propres au sein de cette entreprise vaut moins de un euro, alors qu'un euro de capitaux propres redistribués sous forme de dividendes vaut, pour l'actionnaire qui le touche, un euro et il peut l'investir ailleurs dans une entreprise mieux gérée qui a besoin de capitaux propres

- 4 - que le groupe est nécessairement sous-évalué

NON

5 - que les marchés financiers ne sont pas efficaces.

NON

2. McKinsey a étudié en Inde la rentabilité observée (TRI) des projets d'investissements socialement responsables en fonction de leur taille et a publié le 1er mars le tableau suivant :

Taille moyenne de l'investissement	Fourchette des taux de rentabilité internes observés
13 M\$	0 à 18 %
2,4 M\$	-39 % à + 49 %
0,5 M\$	-28 % à + 84 %
0,02 \$M\$	- 46 % à + 156 %

Si vous estimez que compte-tenu du risque, le taux de rentabilité exigé sur ce type d'investissement est de l'ordre de 8 à 10 %, que faites vous ? Pourquoi ? **1 point**

Question assez ouverte où plusieurs réponses sont acceptables.

Il faut bien étudier les projets avant d'investir et ne pas investir dans un seul projet mais diversifier son portefeuille d'investissements.

Ces investissements socialement responsables ne semblent pas présenter une rentabilité moyenne inférieure à celle requise par les investisseurs compte tenu de leur risque.

Vous paraît-il logique que, plus la taille de l'investissement est élevée, plus le haut de la fourchette des TRI soit faible ? Pourquoi ? **1 point**

Il est plus difficile de créer de la valeur sur des plus gros projets que sur des plus petits en raison d'une concurrence plus forte sur les gros projets étudiés de près par des professionnels avertis. Sur les petits projets, on peut espérer obtenir de plus hauts TRI mais comme le montant investi est faible, cela n'a pas de conséquence financière majeure.

Vous paraît-il logique que, plus la taille de l'investissement est élevée, plus le bas de la fourchette des TRI soit fort ? Pourquoi ? **1 point**

Car étant donné les sommes investies, les recherches en amont des choix d'investissements ont été plus poussées, faites par des gens compétents que l'on a les moyens de payer vu l'enjeu financier de l'investissement et qui peuvent ainsi éliminer une bonne partie des moins bons projets. Par contre pour les petits projets, ces études ne sont probablement pas menées vu la taille de l'investissement et de ce fait des projets qui auraient pu être évités assez facilement sont réalisés.

3. Sur une période où aucun élément exceptionnel n'est enregistré, vous observez que l'entreprise est bénéficiaire. En d'autres termes, cela signifie nécessairement que, **0,5 point par ligne** :

4.

	Oui	Non
1 - que son chiffre d'affaires est au dessus de son point mort	X	
2 - qu'elle dégage des marges d'exploitation positives	X	
3 - qu'elle est solvable		X
4 - qu'elle est liquide		X
5 - qu'elle est suffisamment rentable		X
6 - qu'elle crée de la valeur		X

Pour vos réponses négatives et uniquement celles là, donnez vos explications.

1 - que son chiffre d'affaires est au-dessus de son point mort :

OUI

2 - qu'elle dégage des marges d'exploitation positives :

OUI

3 - qu'elle est solvable :

NON, une entreprise bénéficiaire n'est pas forcément solvable. Sa solvabilité dépend de l'importance de ses dettes par rapport à ses actifs et de la qualité liquidative de ceux-ci (possibilité de les vendre rapidement sans perte de valeur par rapport aux montants pour lesquels ils figurent au bilan).

4 - qu'elle est liquide

NON, une entreprise bénéficiaire n'est pas forcément liquide. Sa liquidité dépend de sa capacité à rembourser ses dettes à court terme.

5 - qu'elle est rentable

NON, pour qu'elle soit rentable d'un point de vue financier, il faut que sa rentabilité économique soit positive et supérieure au coût du capital.

6 - qu'elle crée de la valeur

NON, pour créer de la valeur, il faut que sa rentabilité économique soit supérieure à son coût du capital.