



FINANCE D'ENTREPRISE

Eléments de correction du TEST DE MI-PARCOURS de Finance d'entreprise du

lundi 25 mars 2019 de 9h30 à 10h45

Sur 25 points

Exercice 1

Vous trouverez ci-après les comptes de L'Oréal pour 2017. Les notes aux comptes ne sont pas données.

Compte de résultat

<i>En millions d'euros</i>	Notes	2017
Chiffre d'affaires	3.1	26 023,7
Coût des ventes		- 7 359,2
Marge brute		18 664,5
Frais de recherche et développement		- 877,1
Frais publi-promotionnels		- 7 650,6
Frais commerciaux et administratifs		- 5 460,5
Résultat d'exploitation	3.1	4 676,3
Autres produits et charges	4	- 276,3
Résultat opérationnel		4 400,0
Coût de l'endettement financier brut		- 35,5
Produits de la trésorerie et équivalents de trésorerie		38,5
Coût de l'endettement financier net		3,1
Autres produits et charges financiers	8.4	- 26,0
Dividendes Sanofi		350,0
Résultat avant impôt et sociétés mises en équivalence		4 727,0
Impôts sur les résultats	6	- 901,3
Résultat net des sociétés mises en équivalence		- 0,1
Résultat net des activités poursuivies		3 825,6
Résultat net des activités abandonnées	2.3	- 240,1
Résultat net		3 585,5

Bilan

<i>En millions d'euros</i>	Notes	31.12.2017
Actifs non courants		24 320,1
Écarts d'acquisition	7.1	8 872,3
Autres immobilisations incorporelles	7.2	2 579,1
Immobilisations corporelles	3.2	3 571,1
Actifs financiers non courants	8.3	8 766,2
Titres mis en équivalence		1,1
Impôts différés actifs	6.3	530,3
Actifs courants		11 019,0
Stocks	3.3	2 494,6
Créances clients	3.3	3 923,4
Autres actifs courants	3.3	1 393,8
Impôts sur les bénéfices		160,6
Trésorerie et équivalents de trésorerie	8.2	3 046,6
TOTAL		35 339,1

(1) Bilans 2016 et 2015 tels que publiés en incluant The Body Shop.

PASSIF

<i>En millions d'euros</i>	Notes	31.12.2017
Capitaux propres	10	24 818,5
Capital		112,1
Primes		2 935,3
Autres réserves		14 752,2
Autres éléments du résultat global		3 904,7
Réserves de conversion		- 413,5
Actions auto-détenues		- 56,5
Résultat net part du groupe		3 581,4
Capitaux propres – part du groupe		24 815,7
Intérêts minoritaires		2,8
Passifs non courants		1 347,2
Provisions pour retraites et autres avantages	5.4	301,9
Provisions pour risques et charges	11.1	434,9
Impôts différés passifs	6.3	597,0
Emprunts et dettes financières non courants	8.1	13,4
Passifs courants		9 173,4
Dettes fournisseurs		4 140,8
Provisions pour risques et charges	11.1	889,2
Autres passifs courants	3.4	2 823,9
Impôts sur les bénéfices		158,5
Emprunts et dettes financières courants	8.1	1 161,0
TOTAL		35 339,1

1. Calculez la marge d'exploitation sur 2017. 0,5 point

Marge d'exploitation = $\text{Résultat d'exploitation} / \text{Chiffre d'affaires} = 4676 / 26024 = 18\%$

2. Pour 2017, calculez le montant du BFR, de l'endettement bancaire et financier net et de l'actif économique. Vous pourrez supposer que les provisions pour retraites sont assimilables à des éléments de l'endettement net ; les intérêts minoritaires, les impôts différés passifs à des capitaux propres, les provisions pour risques, les autres actifs courants, les autres passifs courants à des éléments de BFR ; et que les actifs non courants sont des immobilisations.

(en millions d'euros)

- $BFR = 2\,495 + 3\,923 + 1\,394 + 161 - 435 - 4\,141 - 889 - 2\,824 - 159$
= - **475**. (1 point)
 - *Dette financière nette*: $302 + 13 + 1\,161 - 3\,047$
= - **1 571** (1 point)
 - *Actif Economique*: *actif immobilisé* + $BFR = 24\,320 + (-475) = \mathbf{23\,845}$
: *capitaux propres* + *dette nette* = $(24\,819 + 597 = 24\,516) + (-1\,571)$
= **23 845** (1 point)
3. Pour 2017, calculez la rentabilité économique (en utilisant un taux d'impôt de 29 % et en calculant l'actif économique comme Immobilisations + BFR), et la rentabilité des capitaux propres avec un chiffre après la virgule. Que remarquez-vous ? Ne trouvez-vous pas cela illogique compte tenu du niveau d'endettement net de L'Oréal que vous avez calculé à la question précédente ?

Rentabilité Economique = $4\,676 (1 - 29\%) / 23\,845 = 3\,320 / 23\,845 = \mathbf{13,9\%}$ (1 point)

Rentabilité des capitaux propres = $3\,585 / 25\,416 = \mathbf{14,1\%}$ (0,5 point)

La rentabilité des capitaux propres est un peu supérieure à la rentabilité économique alors que la dette nette est négative, c'est à dire une position de cash net positif (de 1571). L'effet de levier devrait donc jouer "à l'envers", donc la rentabilité des capitaux propres devrait être un peu détériorée par rapport à la rentabilité économique puisque le cash ne rapporte quasiment rien, or c'est l'inverse que l'on observe. (1 point)

4. Parmi les actifs non courants de L'Oréal, la ligne Actifs financiers non courants comprend uniquement la participation de 9,4 % dans le groupe pharmaceutique Sanofi dont L'Oréal fut l'un des fondateurs indirects. C'est une participation que L'Oréal réduit petit à petit en fonction de ses besoins financiers. Cette participation n'est pas consolidée par L'Oréal qui enregistre simplement les dividendes perçus de Sanofi dans son compte de résultat

en produits financiers. Il n'y a aucune synergie entre L'Oréal et Sanofi qui sont deux groupes indépendants l'un de l'autre.

Cette précision comptable étant donnée, cela doit-il vous conduire à modifier le calcul de la rentabilité économique que vous avez effectué plus haut ? Si oui, pourquoi ? Refaites alors ce calcul.

Oui, car c'est illogique de prendre en compte dans la rentabilité économique de L'Oréal cette participation dans Sanofi qui ne contribue en rien à l'activité de L'Oréal puisque le revenu perçu (dividende) ne fait pas partie de son résultat d'exploitation mais de ses produits financiers. Il faut donc extourner cette participation de l'actif économique de L'Oréal pour obtenir la rentabilité économique de ce groupe. (1 point)

Actif économique hors Sanofi: 23 845 - 8 766 = 15 079

Rentabilité économique = 3 320 / 15 079 = 22 % (0,5 point)

Où rangeriez-vous alors la participation de Sanofi, d'un point de vue financier, entre Immobilisations, BFR, Endettement bancaire et financier net ou Capitaux propres ? Pourquoi ?

Dans l'endettement bancaire et financier net, comme de la trésorerie disponible pour faire des investissements, verser des dividendes, faire des acquisitions, etc. (0,5 point)

Exercice 2

Vous êtes Président d'une société familiale et vous envisagez en 2019 d'acquérir une nouvelle machine présentant les plus récentes avancées technologiques. Elle est proposée par le fabricant au prix de 100 000€.

Vous estimez que vous pourrez dégager à partir de 2020 un chiffre d'affaires annuel H.T. additionnel de 240 000 € avec cette nouvelle machine. La marge après prise en compte des coûts matières est de 40 %. Les autres charges annuelles seront de 65 000 €. Le BFR additionnel devrait représenter 1 mois de chiffre d'affaires H.T. que vous pourrez récupérer en fin de période.

La nouvelle machine serait amortie linéairement sur 5 ans. Cependant votre connaissance du marché vous conduit à penser que le plus probable est que cet équipement sera revendu à l'issue d'une période de 4 ans à sa valeur nette comptable, c'est-à-dire sans dégager de plus-value ou de moins-value.

Comme vous allez procéder à de nouvelles embauches, vous pouvez prétendre à une subvention versée par la Région en 2019. Son montant serait de 5 000 € et ne serait pas soumis à l'impôt sur les sociétés (IS). Le taux de l'IS s'élève à 33,3 %. Le chef d'atelier, dont le salaire est de 3 000 € devra consacrer 15 jours de son temps à la formation des nouveaux embauchés ; quand vous l'avez interrogé, il vous a dit qu'il arriverait à s'organiser de manière à faire face à ce surcroît de travail.

En continuant le tableau ci-dessous, déterminez les flux que vous prendrez en compte pour décider de l'opportunité de cet investissement :

	2019	2020	2021	2022	2023
Chiffre d'affaires		240 000	240 000	240 000	240 000
Marge sur matières		96 000	96 000	96 000	96 000
Autres charges		65 000	65 000	65 000	65 000
EBE (1)		31 000	31 000	31 000	31 000
Subvention (2)	5 000				
Dotations aux amortissement		20 000	20 000	20 000	20 000
REX		11 000	11 000	11 000	11 000
Impôts sur le REX (3)		3 663	3 663	3 663	3 663
Variation du BFR (4)		20 000	0	0	-20 000
Investissements nets (5)	100 000				-20 000
Flux de trésorerie disponible (1)+ (2) - (3)- (4)-(5)	-95 000	7 337	27 337	27 337	67 337

(2,5 points)

Calculez le délai de récupération (non actualisé) de cet investissement.

Flux de trésorerie disponible cumulé entre 2020 et 2022 = 62 011 euros

Il manque alors 32 989 euros pour compenser l'investissement net de 2019 (95 000 euros). En 2023, le flux de trésorerie disponible est à 67 337 euros, soit le double environ de ce qui est nécessaire ; le délai de récupération non actualisé de cet investissement est donc de 3 ans et 6 mois. (1 point)

Posez le calcul de la valeur actuelle nette à 7 % de cet investissement, sans faire l'application numérique.

$$VAN = - 95\,000 + (7\,337 / (1+7\%)) + (27\,337 / (1+7\%)^2) + (27\,337 / (1+7\%)^3) + (67\,337 / (1+7\%)^4)$$

(1 point)

Questions

1. Quel impact sur la valeur d'une entreprise estimée par actualisation des flux de trésorerie disponible a :

La hausse du coût du capital ? Pourquoi ? (0,5 point)

La hausse du coût du capital va baisser la valeur actuelle des flux de trésorerie et donc la valeur de l'entreprise.

La baisse du taux de croissance à l'infini ? Pourquoi ? (0,5 point)

La baisse du taux de croissance à l'infini va baisser la valeur terminale de la société qui est calculée comme le flux terminal divisé par la différence entre le coût du capital et le taux de croissance infini. Comme la valeur de l'entreprise est la somme des flux de trésorerie actualisés dont la valeur terminale, la baisse du taux de croissance à l'infini va réduire la valeur de l'entreprise.

La hausse du ratio BFR/ Ventes ? Pourquoi ? (0,5 point)

La hausse du ratio BFR/ventes signifie que le BFR sera plus élevé et va donc réduire les flux de trésorerie d'exploitation ce qui va réduire la valeur de l'entreprise.

La baisse du taux de marge d'exploitation (résultat d'exploitation / ventes) ? Pourquoi ? (0,5 point)

La baisse du taux de marge d'exploitation va réduire les flux d'exploitation dont la somme actualisée constitue la valeur de l'entreprise. Celle-ci va donc baisser du fait de la baisse du taux de marge d'exploitation.

La hausse des dotations aux amortissements ? Pourquoi ? (0,5 point)

La hausse des dotations aux amortissements en elle-même est neutre sur les flux de trésorerie qui actualisés et sommés constitue la valeur d'entreprise. En effet, les dotations aux amortissements sont une écriture comptable et pas un débours de cash.

Autre réponse acceptée : La hausse des dotations aux amortissements en elle-même est neutre sur les flux de trésorerie mais comme elle induit un moindre résultat d'exploitation, toutes choses égales par ailleurs, elle se traduit par moins d'impôts sur les sociétés payés et donc par une hausse des flux de trésorerie disponible et donc une hausse de la valeur de l'entreprise.

La baisse du taux d'impôt sur les sociétés ? Pourquoi ? (0,5 point)

La baisse du taux d'impôt sur les sociétés vient augmenter les flux de trésorerie qui actualisés et sommés donnent la valeur d'entreprise. Dès lors, une baisse du taux d'impôt sur les sociétés se traduit par une augmentation de la valeur d'entreprise.

La réalisation de nouveaux investissements supposés dégager une rentabilité économique de 1 point supérieure à leur coût du capital ? Pourquoi ? (0,5 point)

Si les nouveaux investissements ont une rentabilité supérieure au coût du capital, ils ont une VAN positive qui viendra augmenter d'autant la valeur d'entreprise.

2. Quelle loi du point mort est illustrée par les résultats 2018 de L'Oréal ? Pourquoi ? (1 point)

Croissance du chiffre d'affaires 2018 à taux de change constant de 8,0 %.

Croissance du résultat d'exploitation 2018 de 9,2 %.

Marge d'exploitation 2018 : 17,1 %

Avec une marge d'exploitation de plus de 17 %, L'Oréal est, selon toutes vraisemblances, très éloigné de son point mort.

Une hausse du CA de 8% se traduit par une hausse du résultat d'exploitation de 9,2%, soit légèrement plus. Ceci illustre la loi du point mort qui dit que plus une société est éloignée de son point mort, moins le résultat est sensible à une variation de l'activité.

3. Qu'est-ce que peut faire un actionnaire qui n'est pas du tout d'accord avec la politique de responsabilité sociale d'une entreprise donnée ? Quelle conséquence cela aura-t-il sur le coût du capital de cette entreprise s'il n'est pas tout seul à agir de la sorte ?

Si un actionnaire n'est pas d'accord avec la politique de l'entreprise, il a le droit de vote lié à son action. Il peut par exemple voter contre certaines décisions des dirigeants... Bien évidemment, s'il est seul, son droit de vote aura peu d'effet. S'ils sont nombreux à agir de la sorte, les actionnaires peuvent éventuellement obtenir un changement du management ou de sa stratégie... mais cela sera difficile.

En revanche, l'actionnaire peut utilement « voter avec ses pieds », c'est-à-dire céder son action ! Cette fois, si de nombreux actionnaires agissent de la sorte, l'effet risque d'être plus efficace : le cours de l'action va baisser... il est probable que cette décision aura plus d'impact (d'autant plus si la rémunération des dirigeants est attachée au cours de bourse).

L'effet corollaire sera que cette baisse du cours de l'action entraînera, si le marché est à l'équilibre, une hausse du coût de capital. (2 points)

4. Qu'est-ce que peut faire un étudiant à la recherche d'un emploi qui n'est pas du tout d'accord avec la politique de responsabilité sociale d'une entreprise donnée ? Quelle conséquence cela aura-t-il sur cette entreprise s'il n'est pas tout seul à agir de la sorte ?

L'étudiant peut choisir ne pas intégrer cette entreprise... et le faire savoir !

A nouveau, si l'étudiant est seul à agir, l'impact sera modeste. En revanche, si de nombreux étudiants décident de refuser les offres d'emplois d'entreprises qui n'agissent pas de façon responsable en termes de RSE, l'effet sera plus important : pénurie de matière grise (une ressource rare) et de force vive... Si l'effet boule de neige fonctionne, ces entreprises devront à terme revoir leur stratégie ou prendre le risque de voir leurs compétences s'affaiblir.

Il pourrait aussi décider de rejoindre l'entreprise, pour contribuer à avec d'autres à la changer sur ce point de l'intérieur, mais c'est une action à plus long terme et plus incertaine dans ses résultats. (2 points)

5. Une entreprise publie des résultats meilleurs que prévu et à cette annonce son cours de bourse monte de 4 %. Quelques jours après, son directeur général, dont le divorce vient d'être prononcé, cède la moitié de ses actions.

Est-ce que cela constitue un délit d'initié ? Pourquoi ? (1 point)

*Un délit d'initié intervient pour une société cotée si un actionnaire utilise une information confidentielle pour acheter des titres **avant** l'annonce publique de cette information sensible ..et s'enrichit ensuite.*

*Dans le cas présent le directeur général vend la moitié de ses actions **après** l'annonce des résultats meilleurs que prévus. Il ne s'agit en aucun cas d'un délit d'initié. Les résultats meilleurs que prévus ont été publiés et sont connus par l'ensemble du marché, c'est à dire les investisseurs, journalistes, analystes ...*

Le directeur général ne commet donc absolument pas de délit d'initié.

Est-ce que cela constitue un signal ? Pourquoi ? Si oui, quel signal ? (1 point)

Non, la théorie du Signal n'intervient pas a priori dans ce cas. Dans la situation de son divorce, il est très probable que le directeur général doit céder la moitié de ses titres à son ancienne épouse.

La vente de titre par le directeur général ne constitue donc pas un signal sur la santé financière ou les perspectives bénéficiaires de l'entreprise, car ce n'est pas un acte volontaire mais contraint.

6. La TVA que collecte une entreprise pour le compte de l'Etat et qu'elle lui reverse quelques jours après l'avoir encaissée de ses clients constitue-t-elle un élément de la dette bancaire et financière nette ou un élément du BFR ? Pourquoi ? (1 point)

Le décalage dans le temps entre la collecte de TVA et le reversement à l'État est un élément de Besoin en Fond de Roulement. Il ne s'agit en aucun cas d'une dette bancaire portant intérêt ou de liquidités (stables et durables) disponibles pour l'entreprise.

Il s'agit donc d'un élément de BFR.

Si c'est un élément du BFR, contribue-t-elle à le réduire ou à l'augmenter ? Pourquoi ? (1 point)

La collecte de TVA, réduit dans un premier temps le BFR, puisque l'entreprise encaisse des liquidités, ce qui fait baisser le BFR.