



FINANCE D'ENTREPRISE

Corrigé du test de mi-parcours

Jeudi 2 avril 2020 de 14h45 à 16h00

Toutes les questions individuelles sont dotées d'un point, à l'exception de la question 1 de l'exercice 1-DL1 qui est sur 4 points. D'où un total de 33 points.

Exercice 1 - DL1

Vous trouverez ci-après le tableau de flux de trésorerie (réalisé jusqu'en 2019, prévisionnel au-delà) de Cogélec, société industrielle qui a recruté en 2018 et 2019 des équipes de commerciaux

pour implanter son produit simultanément en Allemagne, Benelux et Royaume-Uni.

En milliers d'euros	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Résultat net de l'ensemble consolidé	1 501	2 198	2 905	(1 064)	(3 469)	324	4 723	10 203	11 538
+ Dotation aux amortissements	979	1 314	1 632	1 787	2 300	3 000	4 000	5 000	6 000
+ Charges et produits sans incidence sur la trésorerie	101	(541)	41	(1 277)	-	-	-	-	-
= Capacité d'autofinancement	2 581	2 971	4 578	(554)	(1 169)	3 324	8 723	15 203	17 538
- Variation du besoin en fonds de roulement d'exploitation	(786)	(2 052)	(531)	(986)	107	818	1 995	1 735	1 728
= Flux d'exploitation (1)	3 367	5 023	5 109	432	(1 276)	2 506	6 729	13 468	15 810
- Investissements industriels	1 736	2 620	2 728	3 400	3 600	4 684	6 664	8 212	9 770
- Variation du besoin en fonds de roulement hors exploitation	-	(759)	803	(95)	226	-	-	-	-
- Investissements financiers	-	112	673	118	-	-	-	-	-
+ Produits nets des cessions	688	125	137	3	-	-	-	-	-
= Flux d'investissement (2)	(1 048)	(1 848)	(4 067)	(3 420)	(3 826)	(4 684)	(6 664)	(8 212)	(9 770)
Flux de trésorerie disponible après charges financières (1)+(2)	2 319	3 175	1 042	(2 988)	(5 102)	(2 177)	65	5 256	6 040
+ Augmentation (réduction) de capital	-	-	-	19 007	-	-	-	-	-
- Dividendes	1 632	1 689	1 666	2 000	-	-	-	-	-
= Réduction (augmentation) de l'endettement net	687	1 486	(624)	14 019	(5 102)	(2 177)	65	5 256	6 040
Endettement net en début de période	7 562	6 875	5 389	6 013	(8 006)	(2 904)	(727)	(791)	(6 047)
Endettement net en fin de période	6 875	5 389	6 013	(8 006)	(2 904)	(727)	(791)	(6 047)	(12 087)

- 1) Catégorisez de façon synthétique la génération de trésorerie effective et prévisionnelle, la politique financière mise en place et les conséquences sur la structure financière de l'entreprise sur la période considérée. La stratégie amorcée en 2018 - 2019 vous semble-t-elle, a priori, pertinente ? Pourquoi ?

Jusqu'en 2017, on constate que la société a généré une capacité d'autofinancement (CAF) en croissance régulière, qui, servie par un BFR générant systématiquement du cash, a abouti à des Flux d'exploitation importants se traduisant in fine par des Flux de Trésorerie Disponibles (FTD) excédentaires puisque les dépenses d'investissements sont toujours restées inférieures à ces Flux d'exploitation. Ces FTD, légèrement supérieurs sur la période aux dividendes payés, ont permis, par solde, à l'endettement net de décroître légèrement de 7,6M€ à 6 M€.

Sur la période 2018-2019, on voit que la société a « consommé du cash », puisque les FTD sont devenus négatifs essentiellement en raison des pertes comptables dues, semble-t-il, au recrutement important de commerciaux (« investissement » humain pour asseoir la croissance future notamment hors de France, mais qui sont des frais généraux qui grèvent le résultat net comptable). Dans le même temps, cette consommation de cash a été accentuée par des dépenses d'investissements qui ont augmenté fortement, ce qui est cohérent avec la politique d'expansion menée.

Compte tenu d'une dette nette significative de 6 M€ fin 2017, comme indiqué, on voit que Cogélec a fait le choix de procéder en 2018 à une importante augmentation de capital (19 M€), qui désendette totalement la société, et la laisse même avec une situation de dette nette négative (cash net positif) de 8 M€ en fin d'année.

A partir de 2019 et prévisionnellement jusqu'à fin 2020, cette politique d'investissement se traduit par des FTD négatifs (CAF réduite, investissements importants), la « consommation de cash » qui en résulte se trouvant donc financée par l'augmentation de capital importante réalisée dès fin 2018. A plus long terme (à partir de 2021), Cogélec prévoit que cette politique de forts investissements commencera à porter ses fruits en termes de croissance observée, avec une génération de cash redevenant positive en 2021 et devenant très importante en 2022-2023.

La stratégie financière adoptée en 2018-2019 semble a priori cohérente : la croissance attendue nécessite des investissements humains et industriels importants (frais généraux et dépenses d'investissements) et Cogélec a fait de choix de financer cette croissance par des capitaux propres plutôt que par de la dette. Les seules données de l'exercice ne permettent toutefois pas de pleinement justifier ce choix en faveur des capitaux propres (plutôt que le recours à l'endettement) mais, au moins, il s'agit-là d'une politique financière bien définie et anticipée dès le départ, qui n'a pas été « subie ».

- 2) Si l'on vous dit que les capitaux propres de Cogélec en 2015 sont de 4,6 M€, pouvez-vous calculer la rentabilité des capitaux propres pour 2015 ? Si oui, calculez-la, puis donnez votre avis sur son niveau et expliquez quel facteur influence selon toute vraisemblance celui-ci. Si non, quelles sont les informations qui vous manquent pour faire ce calcul ?

Rentabilité des capitaux propres = Résultat net / Capitaux propres = 1,5 M€ / 4,6 M€ = 33 % pour 2015. C'est une rentabilité très élevée qui est expliquée pour partie par l'effet de levier de l'endettement, puisque l'endettement net à 6,9 M€ représente 150 % des capitaux propres de 4,6 M€.

- 3) Pouvez-vous calculer la rentabilité économique pour 2015 ? Si oui, calculez-la, donnez votre avis sur son niveau. Si non, quelles sont les données financières qui vous manquent pour faire ce calcul ?

Deux façons de raisonner :

- Rentabilité de l'actif économique (ROCE) = Résultat d'exploitation après impôt / Actif économique. On peut calculer l'Actif économique : Capitaux propres (CP) + Endettement net (DN) = 4,6 M€ + 6,9 M€ = 11,5 M€. En revanche il nous manque le résultat d'exploitation et le taux d'impôt pour pouvoir déterminer le numérateur ; la société étant endettée, on ne peut pas assimiler son résultat net à son résultat d'exploitation après impôt, la charge financière nette s'intercalant à minima entre les deux soldes. N'ayant pas les données des charges financières nettes et le taux d'impôt, on ne peut pas calculer le résultat d'exploitation après impôt.
- Alternativement, le ROCE pourrait se déduire de la rentabilité des capitaux propres (ROE) et de l'effet de levier ; $ROE = ROCE + (ROCE - \text{Coût de la dette après impôt}) \times DN / CP$. Là aussi, il manque la charge financière nette et le taux d'impôt pour conclure.

- 4) Le flux de trésorerie disponible qui apparaît au milieu de ce tableau correspond-t-il à celui que vous utiliseriez pour calculer la valeur de l'actif économique de Cogelec par actualisation des flux de trésorerie disponible ? Pourquoi ?

Non car il s'agit d'un flux de trésorerie disponible après frais financiers alors que pour valoriser l'actif économique par la méthode d'actualisation des flux de trésorerie disponible (DCF), il faut raisonner indépendamment du financement.

Exercice 2 : Le Bistrot La Coulemelle - DL2

Entre Vivarais et Velay, se trouve le village de Saint-Bonnet-le-Froid, le bien dénommé, à 1 202 mètres d'altitude, au bord du haut plateau du Massif Central.

Avec 260 habitants, c'est probablement le village le plus gourmand de France avec un restaurant 3 étoiles au Guide Michelin et 3 autres restaurants d'excellente qualité dont La Coulemelle, sis au centre du village.

Thierry, son gérant, a conscience qu'après une dizaine d'années d'activité, La Coulemelle, a besoin d'être rénovée, sa salle de cuisine modernisée, ouverte sur la salle de restauration et agrandie pour faire face à un succès qui ne se dément pas. A cet effet, il a décidé un investissement de 500 000 € qui devrait entraîner la fermeture du restaurant du 1^{er} janvier 2019 au 31 mai 2019. Il a aussi décidé de continuer de payer le personnel du restaurant pendant les travaux, car dans ce petit village un peu loin de tout, il serait bien difficile pour le personnel de trouver un travail temporaire et que le risque serait grand de perdre une partie de ces compétences sans pouvoir en retrouver d'équivalentes à la réouverture de La Coulemelle.

Alors qu'il est sur le point d'annoncer cette nouvelle à son personnel, Thierry reçoit la visite de son frère André Chatelard qui a créé il y a 38 ans avec son épouse Viviane le restaurant qui porte son nom, place des Champignons. André Chatelard a essayé de céder son restaurant mais sans succès pour l'instant, et il est fermé depuis quelques semaines.

En un mot, André Chatelard, qui a eu vent des projets de Thierry, lui propose de lui louer son restaurant pendant la durée des travaux de La Coulemelle, pour une somme de 46 000 € à payer comptant, afin de permettre à celui-ci d'y transférer temporairement son activité.

Thierry est très séduit par cette proposition et décide de regarder si cette proposition fait sens financièrement. A cet effet, il s'interroge sur les points suivants pour être capable de bien déterminer les flux de trésorerie disponibles pertinents afin de pouvoir trancher sur cet investissement : **rester ouvert dans les locaux d'André Chatelard** pendant la durée des travaux plutôt que de **fermer comme prévu** La Coulemelle pendant cette période :

- 1) Thierry devrait-il prendre en compte dans son analyse les frais de personnel qui seront versés pendant la durée de l'exploitation du restaurant La Coulemelle dans les locaux d'André Chatelard ? Pourquoi ?

Non, puisque de toute façon il avait été décidé de payer le personnel pendant la durée des travaux. On ne prend en effet que les flux marginaux, tous les flux marginaux et rien que les flux marginaux, c'est-à-dire ceux qui sont suscités par la réalisation de l'investissement et uniquement eux.

- 2) Faut-il prendre en compte le salaire d'un extra qui devra être embauché pour remplacer une serveuse qui partira en congé de maternité pendant toute la durée des travaux ? Pourquoi ?

Oui, car si La Coulemelle n'était pas transféré dans les locaux d'André Chatelard pendant la durée des travaux, cet extra n'aurait pas eu à être embauché. On ne prend en effet que les flux marginaux, tous les flux marginaux et rien que les flux marginaux, c'est-à-dire ceux qui sont suscités par la réalisation de l'investissement et uniquement eux.

- 3) Thierry avait le projet de céder pour 3 000 € le fourneau qu'il devra transférer et utiliser dans les locaux d'André Chatelard (car celui-ci a déjà vendu le sien) et qui pourra être cédé pour son poids de fonte que pour un montant de 500 € en juin 2019. Quel(s) flux prendre en compte et pourquoi ?

Tenir compte d'un flux négatif de $3\,000\text{ €} - 500\text{ €} = 2\,500\text{ €}$. En effet, l'ouverture du restaurant dans les locaux d'André Chatelard pendant les travaux prive Thierry de pouvoir revendre ce fourneau pour 3000 €. Il ne pourra en tirer de ce fait que 500 € à la fin de l'exploitation de La Coulemelle dans les locaux d'André Chatelard. Il subit donc une perte d'opportunité de 2500 € de ce fait.

- 4) Thierry doit-il prendre en compte l'acquisition du stock de nouvelles nappes payé la semaine passée pour 5 600 € afin de remplacer les anciennes vraiment usées ? Pourquoi ?

Oui, mais uniquement à hauteur de l'usure qui sera due à l'exploitation de La Coulemelle dans les locaux d'André Chatelard ; par exemple la moitié de 5600 € si, à l'issue de cette exploitation, les nappes sont usées à moitié. L'ouverture du restaurant dans les locaux d'André Chatelard pendant les travaux fait que l'on use un actif qui perd de sa valeur de ce fait et qui n'en aurait pas perdu si le restaurant avait été fermé durant les travaux. Autre façon de le voir : les

nappes auraient pu être revendues à 5 600 € avant la réouverture post-travaux, et ne pourront l'être qu'à 2 800 €, soit une perte de valeur de 2 800 € imputable à l'investissement ouverture pendant les travaux.

- 5) L'Office du Tourisme de Saint-Bonnet-le Froid pourrait verser une subvention de 5 000 € pour éviter la fermeture temporaire de La Coulemelle afin de ne pas pénaliser l'activité des autres artisans du village qui bénéficient des retombées de son ouverture. Faut-il prendre en compte cette subvention dans les flux de trésorerie à actualiser ?

Oui, car c'est un produit entraîné par l'exploitation de La Coulemelle dans les locaux d'André Chatelard. On ne prend en effet que les flux marginaux, tous les flux marginaux et rien que les flux marginaux, c'est-à-dire ceux qui sont suscités par la réalisation de l'investissement et uniquement eux.

- 6) Faut-il prendre en compte les achats d'aliments, payés comptant, pendant la durée de l'exploitation du restaurant La Coulemelle dans les locaux d'André Chatelard ? Pourquoi ?

Oui. On ne prend en effet que les flux marginaux, tous les flux marginaux et rien que les flux marginaux, c'est-à-dire ceux qui sont suscités par la réalisation de l'investissement et uniquement eux. Les achats d'aliments, payés comptant, en sont clairement un.

- 7) Faut-il prendre en compte le montant du loyer versé à André Chatelard ? Pourquoi ?

Oui, car si Thierry ne transférait pas l'exploitation de La Coulemelle pendant les travaux dans les locaux d'André Chatelard, il n'y aurait pas cette dépense payée cash qui constitue l'investissement.

- 8) Faut-il prendre en compte le fait que le loyer versé à André Chatelard sera fiscalement déductible et entraînera donc une économie d'impôt ? Pourquoi ?

Oui. On ne prend en effet que les flux marginaux, tous les flux marginaux et rien que les flux marginaux, c'est-à-dire ceux qui sont suscités par la réalisation de l'investissement et uniquement eux. Comme ce loyer est fiscalement déductible, il n'y a pas de raison de ne pas tenir compte de cette économie d'impôt.

- 9) Faut-il prendre en compte les frais financiers que Thierry devra verser sur le crédit qu'il devra solliciter pour pouvoir payer le loyer de 46 000 € versé à André Chatelard ? Pourquoi ?

Non, car décision d'investissement et décision de financement sont deux décisions différentes qui ne doivent pas être mêlées.

- 10) Faut-il prendre en compte le montant du crédit que Thierry devra solliciter pour pouvoir payer le loyer versé à André Chatelard ? Pourquoi ?

Non, car décision d'investissement et décision de financement sont deux décisions différentes qui ne doivent pas être mêlées.

11) Faut-il prendre en compte le budget de travaux de 0,5 M€ dans le restaurant La Coulemelle ?
Pourquoi ?

Non, car c'est un autre investissement pour lequel la décision de faire a déjà été prise.

Question 3 - DL3

Presstalis, qui assure la distribution et la vente en kiosque de la majeure partie des magazines et quotidiens de France, enregistre depuis plusieurs années des pertes exceptionnelles d'environ 30 M€ chaque année.

Dans un travail d'analyse financière, tiendriez-vous compte de ces pertes dans le calcul de la rentabilité économique ? Pourquoi ?

A priori s'agissant de pertes exceptionnelles, ces dernières ne devraient pas être prise en compte dans le calcul. Toutefois la récurrence de ces pertes depuis plusieurs années conduit à s'interroger sur leur nature et notamment sur leur caractère structurel et pérenne. S'il s'avère qu'elles sont intimement liées au modèle opérationnel, il semblerait judicieux de les reclasser dans le cycle d'exploitation et donc dans le calcul de rentabilité économique.

Question 4 – DL4

Vallourec, groupe actif dans la production de tubes sans soudure pour les secteurs de l'énergie, de la construction et de l'automobile, a annoncé le 20 février 2020 une augmentation de capital de 800 M€ afin de réduire sa dette qui est très lourde, ce qu'elle n'arrive pas à faire avec ses flux de trésorerie disponible après des années de pertes. Vallourec emploie 18 000 salariés. Via Bpifrance l'Etat français détient 15% de Vallourec et dans ce contexte, va participer à hauteur de 120 Meuros.

Interprétez-vous cette dernière décision comme un signal pour les investisseurs financiers ? Si oui est-il positif ou négatif ? Pourquoi ?

La participation de l'Etat français dans Vallourec n'est, selon toute vraisemblance, pas de nature financière mais répond à des objectifs de préservation de l'emploi ou du caractère français de cette entreprise. Les décisions de l'Etat français n'étant pas prises selon des critères financiers, il est difficile de voir dans sa souscription à l'augmentation de capital un signal que les investisseurs pourraient exploiter.

Question 5 – DL5

Les entreprises productrices d'énergie renouvelable cotées en Bourse comme Voltalia, Neoen, Orsted, etc. sont actuellement valorisées sur des niveaux de multiples très largement supérieurs à ceux des producteurs traditionnels comme EDF, Engie ou Total.

- 1) Une raison est bien sûr l'intérêt des investisseurs, en particulier les personnes physiques, pour financer la transition énergétique. Pouvez-vous trouver une seconde raison ?

La seconde raison est liée à une croissance forte anticipée de l'activité et des résultats des entreprises productrices d'énergie renouvelable sensiblement supérieure à celle du secteur des producteurs traditionnels d'énergie qui devraient voir leurs activités se réduire progressivement.

- 2) Si vous mettez de côté ce second facteur, le fait que ces entreprises de la transition énergétique aient des niveaux de valorisation plus élevés que ceux des autres sociétés du secteur de l'énergie suggère-t-il que leur coût du capital est plus élevé, plus bas, ou égal à celui des autres sociétés du secteur ? Pourquoi ?

Si l'on met de côté le facteur croissance, des cours et des multiples plus élevés se traduisent par un coût du capital plus bas que celui des sociétés traditionnelles du secteur de l'énergie, taux et valeurs variant en sens inverse.

Question 6 – DL6

Le coronavirus relève-t-il du risque de marché (aussi appelé risque non diversifiable ou risque systématique) ou du risque spécifique (aussi appelé risque idiosyncratique) pour l'action :

- 1) Airbus ?

C'est un risque de marché puisque ce phénomène affecte l'ensemble des entreprises, Airbus aussi.

- 2) Novacyt, spécialiste du diagnostic clinique ?

C'est un risque de marché puisque ce phénomène affecte l'ensemble des entreprises, Novacyt aussi, même si pour cette entreprise qui fabrique des diagnostic cliniques, l'impact est très positif contrairement à beaucoup d'autres.

Question 7 – DL7

TF1 et M6 ont annoncé une progression de leur chiffre d'affaires 2019 respectivement de + 2,1% et + 2,4 %, et l'évolution de leur résultat d'exploitation courant à, respectivement, + 28 % et + 7 %.

- 1) Lequel de ces deux groupes est, a priori, le plus proche de son point mort ? Pourquoi ?

En illustration d'une des 3 lois du point mort, plus l'entreprise est proche de son point mort, plus la volatilité de ses résultats est forte. C'est donc TFI qui est le plus proche de son point mort.

- 2) Lequel de ces deux groupes a logiquement la marge d'exploitation la plus faible en 2018 et en 2019 ? Pourquoi ?

Etant plus proche de son point mort TF1 amortit ses coûts fixes sur une base relative de marge contributive plus faible que pour M6. De ce fait, TF1 a une marge d'exploitation plus faible que celle de M6. À titre d'information complémentaire, la marge d'exploitation 2019 de TF1 est plus faible à 10,9 % contre 19,5 % pour M6.

Question 8 – DL8

L'entreprise A et l'entreprise B exercent le même métier dans la même zone géographique et sont d'une taille similaire. Leurs chiffres d'affaires et leurs marges d'exploitation sont similaires ainsi que leurs perspectives de croissance. Mais A est endettée alors que B ne l'est pas.

- 1) Ont-elles, a priori, toutes les deux la même intensité capitalistique ? Pourquoi ? Si non, laquelle a l'intensité capitalistique la plus élevée ? Pourquoi ?

L'intensité capitalistique est le rapport entre les capitaux employés nécessaires pour réaliser une activité et le chiffre d'affaires réalisé. Elle ne dépend donc pas du tout du financement. Si les deux entreprises sont parfaitement similaires, à l'exception de leurs modalités de financement, a priori, leur intensité capitalistique doit être la même.

- 2) Ont-elles toutes les deux la même rentabilité économique ? Pourquoi ? Si non, laquelle a la rentabilité économique la plus élevée ? Pourquoi ?

La rentabilité économique est le rapport entre le résultat d'exploitation et les capitaux employés nécessaires pour générer ce résultat.

A nouveau, ce ratio est totalement indépendant du financement. Si les deux entreprises sont parfaitement similaires, à l'exception de leurs modalités de financement, a priori, leur rentabilité économique doit être la même.

- 3) Ont-elles toutes les deux la même rentabilité des capitaux propres ? Pourquoi ? Si non, laquelle a, selon toute vraisemblance, la rentabilité des capitaux propres la plus élevée ? Pourquoi ?

La rentabilité des capitaux propres dépend à la fois de la rentabilité économique et de l'effet de levier (et donc du niveau d'endettement et du coût de la dette de chaque société). Dès lors, si A et B ont des structures financières différentes, elles présenteront des niveaux d'effet de levier différents. En conséquence, pour un même niveau de rentabilité économique, elles présenteront des niveaux de rentabilité des capitaux propres différents. Vraisemblablement, si la rentabilité économique de A est supérieure au coût de sa dette après impôt, sa rentabilité des capitaux propres devrait être supérieure à celle de B grâce à un effet de levier positif.

- 4) Ont-elles toutes les deux le même multiple du résultat d'exploitation ? Pourquoi ? Si non, laquelle a le multiple du résultat d'exploitation plus élevé ? Pourquoi ?

Un multiple de résultat d'exploitation se mesure en rapportant la valeur de l'actif économique (aussi appelée valeur d'entreprise ou valeur « debt-free cash-free » – autrement dit valeur du portefeuille d'activités avant prise en compte de la structure financière) au résultat d'exploitation (qui ne tient pas compte du financement non plus).

Dès lors, si la seule différence entre A et B est la structure financière, le multiple de résultat d'exploitation ne sera pas impacté.

- 5) Ont-elles toutes les deux le même PER ? Pourquoi ? Si non, laquelle a le PER le plus élevé ? Pourquoi ?

Si A et B ont les mêmes perspectives de croissance, A présente un risque supplémentaire par rapport à B du fait de son endettement. De ce fait, le PER de A sera plus faible puisque le niveau d'un PER dépend du risque et de la croissance des entreprises.

- 6) Ont-elles toutes les deux le même coût des capitaux propres ? Pourquoi ? Si non, laquelle a le coût des capitaux propres le plus élevé ? Pourquoi ?

L'actionnaire supporte 2 types de risque : le risque de l'actif économique et le risque de l'endettement financier. Le risque de l'endettement étant plus fort chez A que chez B (qui n'est pas endetté), les actionnaires exigeront un taux de rentabilité plus fort chez A que chez B de ce fait : le coût des capitaux propres de A sera plus élevé que chez B.

- 7) Ont-elles toutes les deux le même coefficient Bêta ? Pourquoi ? Si non, laquelle a le coefficient Bêta le plus élevé ? Pourquoi ?

L'entreprise A présentera un coefficient Bêta plus élevé que B étant donné que la structure financière est un des facteurs pouvant influencer le coefficient Bêta. Une entreprise plus endettée présente des charges financières plus importantes qui sont des coûts fixes ; une part croissante des coûts fixes augmente le risque de marché d'une entreprise et donc son coefficient bêta.