



FINANCE D'ENTREPRISE

Corrigé du TEST DE MI-PARCOURS du

Lundi 5 Novembre 2018 de 11h00 à 12h15
(sur 25 points)

Questions

1/ Que pouvez-vous déduire quant au mode de production d'une société industrielle dont les stocks se composent à 40 % de matières premières, à 58 % de produits en cours et à 2 % de produits finis ?
1 point

S'il y a très peu de produits finis, c'est que l'entreprise produit à la demande à partir de matières premières et de composants qu'elle assemble et n'est pas dans une logique de produire pour vendre ensuite, ce qui se traduirait par des stocks de produits finis beaucoup plus importants

2/ L'affacturage est une technique qui permet à une entreprise de céder ses créances clients à une société d'affacturage, le plus souvent filiale d'une banque, et d'obtenir en contrepartie des liquidités pour un montant un peu inférieur au nominal de la créance, ce qui représente une décote rémunérant la société d'affacturage.

Cette décote sera-t-elle d'autant plus forte que la créance client vient à échéance bientôt ? Pourquoi ?
1 point

L'affacturage n'est qu'une technique particulière de crédit puisque la société d'affacturage, qui achète à l'entreprise sa créance client, lui avance ainsi des fonds que la société d'affacturage récupérera quand le client de l'entreprise paiera sa dette commerciale.

La décote avec laquelle la société d'affacturage achète à l'entreprise sa créance commerciale est donc d'autant plus faible que la créance client vient à échéance bientôt, et non l'opposé.

3/ Quelle est ou quelles sont les entreprises les plus susceptibles d'avoir eu recours à l'affacturage si vous observez que le ratio créances clients / chiffres d'affaires TTC x 365 est égal à :

Société A : 4 jours

Société B : 6 jours

Société C : 50 jours

Pourquoi ?

1 point

Comme les clients, sauf exception, ne paient pas 4 ou 6 jours après l'envoi de la facture, mais souvent à 30 ou 45 jours, voire plus, c'est donc que les sociétés A et B ont cédé des créances clients à des sociétés d'affacturage.

4/ Pourquoi dans le ratio précédent, est-il logique de prendre le chiffre d'affaires TTC (Toute Taxe Comprise) et non HT (Hors Taxe) ? Pourquoi ? **1 point**

Pour être homogène avec le numérateur puisque les créances clients sont TTC car le client doit payer le montant TTC même si l'entreprise émettrice de la facture reverse à l'Etat la TVA et ne garde pour elle que le montant HT.

5 / L'effet de levier fonctionne-t-il même avec des taux d'intérêt des dettes nuls ou très faibles comme en ce moment ? Pourquoi ? **1 point**

Il n'a pas de raison de ne pas fonctionner avec des taux d'intérêt nul puisque l'effet de levier est égal à :

(Rentabilité économique après IS - coût de l'endettement après IS) \times Dettes nettes / Capitaux propres

6/ Quelles sont les différentes raisons possibles qui expliquent qu'une société ait un PER de 2 ? **1 point**

Une décroissance de son activité (taux de croissance négatif)

Un risque très élevé lié à son activité opérationnelle ou à un endettement très fort

Un contexte économique de taux d'intérêt très élevé

Une éventuelle sous-évaluation

7 /Quelle est la raison précédente qui ne serait pas pertinente pour expliquer qu'une société soit valorisée sur la base d'un multiple de 2 fois son résultat d'exploitation ? Pourquoi ? **1 point**

Un niveau d'endettement très élevé puisque le multiple du résultat d'exploitation est, par construction, indépendant de la structure financière de l'entreprise.

8/ Dans un pays où le taux d'impôt sur les sociétés est nul, que pouvez-vous déduire quant à la structure financière d'une entreprise du fait que son PER et son multiple du résultat d'exploitation sont identiques ? **1 point**

Que l'entreprise n'est pas endettée, et qu'elle n'a donc pas de frais financiers. Dès lors, son résultat net et son résultat d'exploitation sont les mêmes puisqu'il n'y a pas d'impôt sur les sociétés.

En effet :

PER = Valeur des capitaux propres / Résultat net = V_{cp} / RN

Multiple résultat d'exploitation = Valeur de l'actif économique / résultat d'exploitation = $(V_{cp} + V_d) / R_{ex}$

Si $V_{cp} / RN = (V_{cp} + V_d) / R_{ex}$, et comme $R_{ex} - i \times V_d = RN$, où i est le taux d'intérêt des dettes

Alors $V_{cp} / (R_{ex} - i \times V_d) = (V_{cp} + V_d) / R_{ex}$

D'où il vient. : $V_{cp} \times R_{ex} = R_{ex} \times V_{cp} + R_{ex} \times V_d - i \times V_d \times V_{cp} - i \times V_d \times V_d$

D'où $R_{ex} \times V_d - i \times V_d \times V_{cp} - i \times V_d \times V_d = 0$

D'où en mettant en facteur Vd : $Vd \times (Rex - i \times Vcp - i \times Vd) = 0$

D'où, dans le cas général, $Vd = 0$.

9/ Quel est le critère de choix d'investissement qui s'exprime en années ? **0,5 point**

Le délai de récupération.

10/ Quel est le critère de choix d'investissement qui s'exprime en pourcentage ? **0,5 point**

Le taux de rentabilité interne, TRI.

11/ Quel est le critère de choix d'investissement qui s'exprime en euros ? **0,5 point**

La valeur actuelle nette, VAN.

12/ Dans un monde avec seulement deux opportunités d'investissement pour placer vos fonds de 100, laquelle préféreriez-vous sachant que compte tenu du risque vous estimez qu'un taux de rentabilité de 3 % serait approprié ? Pourquoi ? **1 point**

A. Placer 100 aujourd'hui et récupérer 106 dans un an.

B. Placer 2 aujourd'hui et récupérer 4 dans un an.

A, car vous vous êtes enrichis de 2,9 (106/1,03 – 100) contre seulement 1,9 (4 / 1,03 – 2) pour B. Un très beau taux de rentabilité, 100 % dans le placement B, quand il s'applique à une petite somme (2) est certes sympathique mais pas très significatif. Mieux vaut un taux plus faible (4 % pour le placement A), mais qui s'applique à une somme plus importante (100), ce qui permet de créer plus de valeur.

13/ Le cours de bourse d'Atos a baissé de 21 % le mardi 23 octobre 2018, car les perspectives de résultats 2018 ont été révisées à la baisse de façon inattendue.

Quelle théorie financière est capable d'expliquer ce fait ? **0,5 point**

- la théorie des marchés efficients,
- la théorie de l'agence,
- la théorie du signal,
- la finance comportementale.

Pourquoi ? **0,5 point**

La théorie des marchés efficients qui postule que l'arrivée sur le marché d'une nouvelle information, non connue jusqu'alors, va modifier les cours.

14/ Toute chose étant égale par ailleurs, quel serait l'impact sur le cours de bourse de Atos, si le comité de direction d'Atos annonçait que ses membres ont collectivement consacré hier 1 million d'euros à l'achat d'actions Atos en bourse ? Pourquoi ? **1 point**

Probablement de le faire monter, car les investisseurs se diront que si ceux qui ont la meilleure vue possible sur la situation de l'entreprise, ses dirigeants, investissent dedans en s'endettant, c'est qu'ils considèrent que son cours sous-évalue l'entreprise.

Quelle théorie financière expliquerait cette réaction du cours de bourse ? Pourquoi ? **1 point**

La théorie du signal, puisqu'il s'agit d'une décision librement prise par des individus, qui ont a priori plus d'informations que l'ensemble des investisseurs, et qui produirait un retour de bâton négatif pour eux s'ils avaient cherché à induire en erreur les investisseurs (par le poids de la dette à rembourser).

15/ La société Sèche Environnement a émis un emprunt de 75 millions d'euros en octobre 2018 pour lui permettre de financer les investissements nécessaires pour diminuer son empreinte carbone. Le taux actuariel de cet emprunt varie à la hausse ou à la baisse, dans la limite de 0,05 % (par exemple un taux d'intérêt de 3 % deviendrait 2,95 % ou 3,05 %), en fonction du respect, ou non, d'objectifs à teneur sociale et écologique, tels que le maintien de sa capacité d'autosuffisance énergétique annuelle au-dessus d'un certain ratio, la mise en place d'un certain nombre d'actions de valorisation et de préservation de la biodiversité ou encore l'obtention d'une note minimale décernée par une agence d'analyse extra-financière.

Si Sèche Environnement bénéficie d'une baisse de 0,05 % du coût de son emprunt, qui supporte cette réduction de taux d'intérêt ? Pourquoi ? **0,5 point**

Les investisseurs, qui ne sont pas nécessairement des agents ou des individus cherchant à maximiser à tout prix leur richesse et qui peuvent vouloir prendre leur part à la lutte contre le réchauffement climatique en obtenant une moindre rentabilité sur leurs placements pour inciter à la marge les entreprises à entreprendre des actions favorables à l'environnement.

Exercices

1/ Remplissez les cases vides du tableau donné en annexe.

4 fois **0,5 point**

Sociétés	Cours actuel	BPA 2015	BPA 2016	BPA 2017	BPA 2018	BPA 2019	BPA 2020	DPA 2015	DPA 2016	DPA 2017	DPA 2018	DPA 2019	DPA 2020	PER 2018	Taux de rendement 2018	Taux de distribution 2018	Taux de rentabilité comptable des capitaux propres 2018	Taux de rentabilité nette par les actionnaires comptables par action 2018	Capitaux propres comptables par action 2018
A	100	10	13	15	16	16,5	16	0	1	2	2	2	2	6,3	2%	13%	6,4%	10%	250
B	750	10	14	19	25	32	40	0	0	0	0	0	0	30	0%	0%	250%	12%	100
C	40	10	7	5	4	4	4,5	3	2	1	1	1	1	10	3%	25%	12,5%	15%	32
D	100	10	11	10	9,5	10,5	10	6	7	7	7	7,5	8	11	7%	7,6%	9,5%	10%	100
E	300	10	11	12	13	14	15	5	5,5	6	6,5	7	7,5	25	2%	46%	8,1%	8%	160

$$PER\ 2018\ de\ B = Cours\ de\ B / BPA\ 2018\ de\ B = 750 / 25 = 30$$

$$Taux\ de\ rendement\ 2018\ de\ D = DPA\ 2017\ de\ D\ (dividende\ de\ 2017\ versé\ en\ 2018) / cours\ de\ D = 7 / 100 = 7\%$$

$$Taux\ de\ distribution\ 2018\ de\ E = DPA\ 2018 / BPA\ 2018 = 6 / 13 = 46\%$$

$$Taux\ de\ rentabilité\ comptable\ 2018\ des\ capitaux\ propres\ de\ A = BPA\ 2018\ de\ A / Capitaux\ propres\ comptables\ par\ action\ de\ A = 16 / 250 = 6,4\%$$

2/Puis identifiez, s'il en existe au moins une parmi les cinq du tableau, et en donnant vos raisons :

Une entreprise en croissance

0,5 point

B dont le BPA passe de 10 en 2015 à 40 en 2020, soit une croissance annuelle de 32 %. E est aussi une entreprise en croissance mais plus modérée.

Une entreprise en haut de cycle **0,5 point**

A, dont les BPA après avoir fortement crû de 10 à 15 stagnent autour de 16.

Une entreprise en bas de cycle **0,5 point**

C, dont les BPA après avoir fortement décliné de 10 à 4 se sont stabilisés et semblent vouloir remonter la dernière année.

Une entreprise à maturité **0,5 point**

D, dont les BPA sont stables de 2015 à 2020. A est peut-être une entreprise qui arrive à maturité

Une entreprise qui semble sous-évaluée **0,5 point**

Il ne semble pas y en avoir

Une entreprise qui semble surévaluée **0,5 point**

E dont les capitaux propres en valeur (320) valent deux fois leur montant comptables (160) alors que E dégager sur ses capitaux propres une rentabilité (8,1%) similaire à celle demandée par ses actionnaires. C est aussi dans cette situation avec une valeur des capitaux propres supérieure de 25 % à leur montant comptable alors que le taux de rentabilité des capitaux propres est inférieur d'un sixième au taux requis.

Une entreprise qui intéresse les actionnaires à la recherche de rendement **0,5 point**

D, dont le taux de rendement est nettement le plus élevé de tous à 7 %.

Une entreprise qui intéresse les actionnaires à la recherche de plus-values **0,5 point**

B, qui ne verse aucun dividende et réinvesti tous ses profits pour financer sa croissance, ce qui se traduira par des plus-values, si cette croissance est rentable.

Une entreprise qui crée de la valeur **0,5 point**

B, dont le taux de rentabilité de ses capitaux propres est largement supérieur (25 %) au taux de rentabilité exigé par ses actionnaires (12 %).

Une entreprise qui détruit de la valeur **0,5 point**

A, dont le taux de rentabilité de ses capitaux propres est largement inférieur (6,4 %) au taux de rentabilité exigé par ses actionnaires (10 %). En témoigne une valeur de ses capitaux propres (100) largement inférieure au montant des capitaux apportés par les actionnaires (250).

On peut dire la même chose de l'entreprise C, même si son cours de bourse n'a pas le même comportement que celui de A.

3/ Calculez la rentabilité économique et la rentabilité des capitaux propres en 2017 de la société DLSI, société de travail temporaire, dont les comptes vous sont donnés en annexe. **1 + 0,5 point**

$$\text{Rentabilité économique} = \text{Résultat d'exploitation} \times (1 - \text{taux d'IS}) / \text{actif économique} = 10\,319 \times (1 - 27\%) / 54\,479 = 13,8\%$$

$$\text{Actif économique} = \text{Capitaux propres} + \text{dettes bancaires et financières nettes} = 41\,514 + 2 + 467 + 5\,173 + 13\,899 - 6\,576 = 54\,479$$

$$\text{Rentabilité des capitaux propres} = \text{Résultat net} / \text{Capitaux propres} = 7\,112 / (41\,514 + 2) = 17,1\%$$

4/ Sachant que le coût du capital (coût moyen pondéré du capital) de DLSI est de 9 %, DLSI a-t-elle créé de la valeur en 2017 ? Pourquoi ?

Oui, car la rentabilité de l'actif économique à 13,8 % est supérieure au coût du capital de 9 %. **0,5 point**

5/ DLSI présente-t-elle un effet de levier positif ou négatif ? Pourquoi ? **1 point**

Un effet de levier positif, qui explique la différence positive entre la rentabilité des capitaux propres (17,1 %) et la rentabilité économique (13,8 %).

6/ Sans faire un seul calcul, à combien estimeriez-vous un ordre de grandeur ou une indication de la valeur des capitaux propres de DLSI (comme plus de X M€, ou moins de Y M€, ou environ Z M€, par exemple) ? Pourquoi ? **1 point**

Plus de 42 M€, c'est-à-dire plus que le montant des capitaux propres comptables de DLSI, car la rentabilité des capitaux propres à 17,1 % est supérieure au coût des capitaux propres de 10 %.

Annexe

		BPA	DPA	PER 2018	Taux de rendement 2018	Taux de distribution 2018	Taux de rentabilité comp- table des capitaux propres 2018	Taux de rentabilité re- quis par les actionnaires 2018	Capitaux propres comptables par action 2018														
Sociétés	Cours actuel	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2016	2017	2018	2019	2020	2016	2016	2016	2016	2016						
A	100	10	13	15	16	16,5	16	0	1	2	2	2	2	2	2	2	2	6,3	2%	13%		10%	250
B	750	10	14	19	25	32	40	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		0%	0%	25,0%	12%	100
C	40	10	7	5	4	4	4,5	3	2	1	1	1	1	1	1	1	1	10	3%	25%	12,5%	15%	32
D	100	10	11	10	9,5	10,5	10	6	7	7	7	7,5	8	8	8	8	8	11		74%	9,5%	10%	100
E	320	10	11	12	13	14	15	5	5,5	6	6,5	7	7,5	7,5	7,5	7,5	7,5	25	2%		8,1%	8%	160

Comptes de DLSI

Vous considérez que résultat opérationnel est synonyme de résultat d'exploitation, que le taux d'impôt sur les sociétés est de 27 %, que l'actif non courant correspond à l'actif immobilisé, que les autres créances et les autres dettes font partie du BFR ainsi que les provisions d'exploitation. Assimilez les impôts différés passifs à des capitaux propres et considérez les provisions non courantes comme des dettes financières.

Simplifiez-vous les calculs en prenant pour vos calculs des milliers d'euros, voire des millions d'euros, et non des euros.

Groupe DLSI					
Etat du résultat global consolidé					
<i>chiffres en euros</i>		2017		2016	
		du 1/1/2017 au 31/12/2017		du 1/1/2016 au 31/12/2016	
		valeur	% CA	valeur	% CA
		Note			
Chiffre d'affaires	7.1	215 352 906	100,00	195 606 562	100,00
Charges externes		-11 332 870	-5,26	-10 040 306	-5,13
Charges de personnel	7.2	-191 588 622	-88,96	-174 011 756	-88,96
Impôts et taxes et versements assimilés		-3 917 553	-1,82	-3 572 771	-1,83
Dotations - Reprises des Provisions		806 402	0,37	-200 333	-0,10
Autres produits et charges d'exploitation	7.3	1 619 063	0,75	2 550 308	1,30
Résultat opérationnel avant amortissements		10 939 326	5,08	10 331 704	5,28
Amortissements		-619 869	-0,29	-665 715	-0,34
Résultat opérationnel		10 319 457	4,79	9 665 989	4,94
Produits financiers divers	7.4	14 314	0,01	18 937	0,01
Charges d'intérêt	7.4	-619 298	-0,29	-459 921	-0,24
Résultat avant impôts		9 714 473	4,51	9 225 005	4,72
Charge d'impôt y compris CVAE	7.5	-2 602 724	-1,21	-2 687 351	-1,37
Résultat net		7 111 749	3,30	6 537 654	3,34

Groupe D L S I

Exercice clos le 31 décembre 2017

Etat de la situation financière consolidée

<i>chiffres en Euros</i>			au 31/12/2017	au 31/12/2016	Variation
ACTIF	Note				
Goodwill	5.1.1		30 528 206	25 659 533	4 868 673
Immobilisations incorporelles	5.1.2		1 183 754	745 834	437 920
Immobilisations corporelles	5.1.3		679 834	600 961	78 873
Actifs financiers			43 259	43 259	0
Actifs d'impôts différés	7.5		272 124	437 535	-165 411
Autres Actifs non courants	5.1.4		1 075 135	1 236 306	-161 171
Total de l'Actif non courant			33 782 312	28 723 428	5 058 884
Clients et comptes rattachés	5.2.1		53 362 027	45 731 007	7 631 020
Autres créances	5.2.1		16 010 494	9 697 943	6 312 551
Actifs financiers courant	5.2.2		0	0	0
Trésorerie			6 576 304	5 208 899	1 367 405
Total de l'actif courant			75 948 825	60 637 849	15 310 976
Actifs en vue d'être cédés			0	0	0
Total de l'actif			109 731 137	89 361 277	20 369 860
PASSIF					
<i>chiffres en Euros</i>			au 31/12/2017	au 31/12/2016	Variation
Capital			5 082 980	5 082 980	0
Réserves consolidées			28 636 152	23 720 187	4 915 965
Résultat de l'exercice			7 050 512	6 432 394	618 118
Capitaux Propres part du groupe			40 769 644	35 235 561	5 534 083
Intérêts minoritaires			743 895	818 249	-74 354
Capitaux Propres			41 513 539	36 053 810	5 459 729
Provisions non courantes	6.1.1		466 907	502 974	-36 067
Impôts différés passifs	7.5		1 992	167 150	-165 158
Emprunt obligataire			0	0	0
Emprunts et dettes financières	6.1.2		5 173 411	0	5 173 411
Passifs non courants			5 642 310	670 124	4 972 186
Provisions d'exploitation	6.2.1		511 615	898 127	-386 512
Emprunt obligataire			0	0	0
Emprunts et dettes financières	6.1.2		13 899 445	10 739 131	3 160 314
Fournisseurs et rattachés	6.2.2		3 893 580	2 974 454	919 126
Dettes fiscales et sociales	6.2.2		42 540 710	36 774 189	5 766 521
Autres dettes	6.2.2		1 729 938	1 251 442	478 496
Passifs courants			62 575 288	52 637 343	9 937 945
Passifs en vue d'être cédés			0	0	0
Total Capitaux Propres et Passif			109 731 137	89 361 277	20 369 860