

FINANCE D'ENTREPRISE

Corrigé du TEST DE MI-PARCOURS

Mardi 23 mars 2021 de 14h00 à 15h15

Sur 39 points

EXERCICES

Exercice 1 - DL1

Un bureau de recherche-actions, qui produit des analyses financières et des évaluations d'entreprises cotées afin de suggérer à ses clients des idées d'investissements, diffuse le 1er mars 2021 le courrier suivant à ses clients, investisseurs institutionnels :

Très cher client,

Dans le climat boursier très incertain des 6 derniers mois, il faut savoir dénicher les bonnes opportunités en sachant se démarquer d'un marché heurté et volatil.

*De ce point de vue, j'attire votre attention sur l'action Crésus. Cette très jolie PME, qui opère sur le marché en croissance des équipements agricoles et professionnels à propulsion électrique, a annoncé en 2020 des résultats solides **et crée de la valeur pour ses actionnaires**, puisque sa rentabilité des capitaux a encore progressé en 2020 pour dépasser 10% dans un environnement pourtant sans inflation. Cette performance a été remarquable dans le contexte économique général difficile de l'an passé. D'ailleurs, le marché apprécie puisque le cours de bourse de Crésus a monté de 30% au cours des 6 derniers mois alors que la bourse dans son ensemble n'a rebondi que de 14% environ, c'est dire la « cote d'amour » dont bénéficie le titre en Bourse à l'heure actuelle. **En plus, son PER, actuellement de 10, est nettement en-dessous de celui du marché (environ de 16, calculé sur les résultats attendus en 2021), ce qui démontre que le titre n'est franchement pas cher actuellement.***

NOTRE AVIS ET RECOMMANDATION :

*Une vraie opportunité à saisir permettant de **limiter son risque dans un marché boursier qui demeure particulièrement agité**, qui a déjà beaucoup remonté depuis ses plus bas de mars dernier, en investissant dans une action dont le potentiel de rattrapage boursier est patent, sans même parler de la **liquidité très faible du titre qui ne peut qu'accentuer son effet de rareté, donc sa valeur**. En résumé, je vous recommanderais un investissement d'environ 1 million d'euros, par acquisition en bourse, d'ailleurs assez rapidement, pour bénéficier des cours actuels attractifs.*

Voici d'ailleurs les données financières essentielles qui vous donneront un aperçu de cette solide et performante PME, encore très peu suivie par les analystes financiers, et dont je vous rappelle qu'elle est détenue à un peu plus de 90% par son fondateur et sa famille.

| <i>(en millions d'euros sauf mention contraire)</i> | 2019 | 2020 |
|---|------|------|
| - Chiffre d'affaires | 200 | 230 |
| - Excédent Brut d'exploitation | 30 | 34 |

| | | |
|--|------|-------|
| - Résultat d'exploitation | 20 | 24 |
| - Résultat net | 11 | 12 |
| - Capitaux propres comptables | 110 | 110 |
| - Total de l'actif économique | 200 | 260 |
| - Bénéfice par action (en euros) | 11 € | 12 € |
| - Cours actuel (en euros) | | 120 € |
| - Capitalisation boursière actuelle (mars 2021, en M€) | | 120 |

Question 1

Calculez la rentabilité économique et la rentabilité des capitaux propres en 2019 et en 2020 (vous supposerez un taux d'impôt sur les sociétés de 25 %). Qu'observez-vous ?

3 points

2019 2020

Rentabilité économique = Résultat d'exploitation net d'impôt sur les sociétés théorique / Actif Eco. : $20 \times (1 - 25\%) / 200 = 7,5\%$ $24 \times (1 - 25\%) / 260 = 6,9\%$

Rentabilité des capitaux propres = Résultat net / Capitaux propres : $11 / 110 = 10\%$ $12 / 110 = 10,9\%$

On observe une légère dégradation de la rentabilité économique, alors que la rentabilité des capitaux propres a légèrement progressé en se maintenant au-dessus de 10% en 2020.

Par construction, ce phénomène provient uniquement du fait que l'entreprise a fait encore plus jouer l'effet de levier de la dette en 2020.

Question 2

La hausse de la rentabilité des capitaux propres d'une année à l'autre traduit-elle une création de valeur ? Pourquoi ?

1 point

Non, car, comme relevé dans la question précédente, c'est l'effet de levier seul qui provoque cette hausse. On remarque ainsi que la dette nette passe ainsi de 90 M€ (200-110) à 150M€ (260-110). En conséquence, les capitaux propres deviennent plus risqués.

Ceci illustre le fait que l'effet de levier, en tant que tel, n'est pas créateur de valeur car le surcroît de rentabilité des CP s'accompagne d'une augmentation de leur risque du fait d'un endettement croissant.

Question 3

La surperformance boursière du titre au cours des 6 derniers mois traduit-il nécessairement une « cote d'amour » des investisseurs ? Pourquoi ?

1 point

Non, pas nécessairement. Une action peut parfaitement surperformer son marché de référence pendant une certaine période sans pour autant que cela traduise une « cote d'amour », expression d'ailleurs très subjective et journalistique qui n'a pas un sens bien précis en finance.

Une surperformance sur une période déterminée peut par exemple être due à la volatilité du titre Crésus en bourse, voire, éventuellement, à un simple effet de rattrapage, dans le cas où, pour une raison ou pour une autre, le titre aurait

été précédemment trop chabuté, c'est à dire dans des proportions que le marché considèrerait maintenant comme ayant été excessives

Question 4

1 point

A votre avis, le coefficient Beta de l'action Crésus semble a priori supérieur, égal ou inférieur à 1 ? Pourquoi ?

Comme tenu de l'importance de la dette fin 2020 (nb : Dette nette / EBE = 150 / 34 = x 4,4) on peut imaginer que le beta de l'action est a priori assez élevé, donc nettement supérieur à 1.

Un beta assez élevé, donc une volatilité du titre en bourse supérieure à celle du marché, sont corroborés d'ailleurs par la surperformance récemment observée : le titre a monté au cours des 6 derniers mois de 30% alors que le marché n'a monté que de 14%, ce qui semble cohérent avec un beta élevé.

Question 5

1 point

Pourquoi le gestionnaire qualifie-t-il la liquidité du titre de faible ?

Avec une capitalisation boursière assez modeste de 120M€ et un flottant de 10% seulement (la famille détenant 90% de Cresus) la taille globale de ce flottant ne représente que 12M€.

En conséquence la liquidité du titre-donc le volume quotidien des échanges-ne peut être que faible.

Question 6

1 point

Retrouvez le calcul du PER de 10 indiqué par le gestionnaire de patrimoine.

Cours de l'action en 2020 : 120 €

Bénéfice par action 2020 : 12 €

$$\text{PER} = \text{Cours} / \text{Bénéfice par action} = 120 \text{ €} / 12 \text{ €} = 10x$$

Question 7

2 points

Calculez les « multiples » d'EBE et de résultat d'exploitation

Capitalisation boursière = 120 M€

Dette financière nette = Actif économique – Capitaux propres comptables = 260 M€ - 110 M€ = 150M€

Valeur de l'actif économique = Capitalisation boursière + Dette financière nette = 120 M€ + 150 M€ = 270 M€

Multiple d'EBE :

$$\text{Valeur de l'actif économique} / \text{EBE} = 270 \text{ M€} / 34 \text{ M€} = 7,9 x$$

Multiple de résultat d'exploitation :

$$\text{Valeur de l'actif économique} / \text{Résultat Exploitation} = 270 \text{ M€} / 24x = 11,25 x$$

Question 8

1 point

Partagez-vous le point de vue exprimé que le titre n'est « pas cher actuellement » ?

Non pas d'accord, la société semble correctement valorisée.

Le PER de 10x est cohérent avec la relativement faible croissance du Bénéfice Par Action de + 9%

Avec seulement 10% de flottant soit 12 M€, la liquidité sur le titre est très faible ce qui entraîne une décote dans la valorisation.

La rentabilité des capitaux propres est de 10 % (Résultat net 10 M€ / Capitalisation boursière : 120 M€). Vu le profil de risque de la société (petite société ...), il est probable que les actionnaires attendent une rentabilité des capitaux propres de 8 % à 10 % minimum. La rentabilité des capitaux propres est donc proche, ou inférieure à ce qu'attendent les actionnaires, d'où l'absence de création de valeur pour les actionnaires. Avec une capitalisation boursière de 120 M€, légèrement supérieure aux capitaux propres comptables, la société semble correctement valorisée, voire surévaluée.

Question 9

4 points

Portez un avis point par point sur chacun des commentaires et appréciations du bureau de recherche-actions ainsi que sur sa recommandation aux investisseurs **mis en gras dans l'énoncé**.

- « *Crée de la valeur pour ses actionnaires* » : *non la rentabilité des capitaux propres est proche ou inférieure à ce qu'un actionnaire peut attendre sur ce type d'investissement compte tenu de son niveau d'endettement.*
- « *Le multiple de PER de 16x sur les résultats 2021* » : *cela s'applique aux capitalisations importantes et pas aux petites capitalisations à faibles liquidité.*
- « *Limiter son risque* » : *non en cas de correction du marché, vu la très faible liquidité du titre, il sera impossible de vendre !*
- « *Faible liquidité* » : *cela est au contraire une faiblesse pour le titre. Un investisseur aura des difficultés à acheter le titre sans le faire monter et toute vente sera ensuite délicate !*

Question 10

1 point

En tant qu'investisseur institutionnel, quelle opinion portez-vous a priori sur ce bureau de recherche-actions ?

*Ce bureau de recherche actions néglige les fondamentaux de la valorisation boursière.
Je ne recommanderai pas de suivre les recommandations de ce bureau.*

Exercice 2 - DL2

Voici les comptes 2020 de Legrand :

Compte de résultat :

| <i>(en millions d'euros)</i> | 31 décembre 2020 |
|--|-------------------------|
| Chiffre d'affaires (notes 2.1 et 2.2) | 6 099,5 |
| Charges opérationnelles (note 2.3) | |
| Coût des ventes | (2 915,7) |
| Frais administratifs et commerciaux | (1 666,5) |
| Frais de recherche et développement | (319,4) |
| Autres produits (charges) opérationnels | (132,5) |
| Résultat opérationnel | 1 065,4 |
| Charges financières | (99,3) |
| Produits financiers | 6,1 |
| Gains (pertes) de change | (10,3) |
| Résultat financier | (103,5) |
| Résultat avant impôts | 961,9 |
| Impôts sur le résultat (note 2.4) | (279,2) |
| Résultat des entités mises en équivalence | (0,7) |
| Résultat net de la période | 682,0 |

Actif du bilan

| <i>(en millions d'euros)</i> | 31 décembre 2020 |
|--|-------------------------|
| Actifs non courants | |
| Immobilisations incorporelles (note 3.1) | 2 441,6 |
| Goodwill (note 3.2) | 4 803,7 |
| Immobilisations corporelles (note 3.3) | 680,9 |
| Droits d'utilisation d'actifs (note 3.4) | 268,3 |
| Titres mis en équivalence | 0,0 |
| Autres titres immobilisés | 1,5 |
| Autres actifs non courants | 49,4 |
| Impôts différés (note 4.7) | 112,4 |
| TOTAL ACTIFS NON COURANTS | 8 357,8 |
| Actifs courants | |
| Stocks (note 3.5) | 837,3 |
| Créances clients et comptes rattachés (note 3.6) | 644,5 |
| Créances d'impôt courant ou exigible | 70,1 |
| Autres créances courantes (note 3.7) | 204,8 |
| Autres actifs financiers courants | 1,5 |
| Trésorerie et équivalents de trésorerie (note 3.8) | 2 791,7 |
| TOTAL ACTIFS COURANTS | 4 549,9 |
| TOTAL ACTIF | 12 907,7 |

Passif du bilan

| <i>(en millions d'euros)</i> | 31 décembre 2020 |
|---|-------------------------|
| Capitaux propres | |
| Capital social (note 4.1) | 1 069,8 |
| Réserves (notes 4.2 et 4.3.1) | 4 788,3 |
| Réserves de conversion (note 4.3.2) | (962,3) |
| Capitaux propres revenant au Groupe | 4 895,8 |
| Intérêts minoritaires | 10,2 |
| TOTAL CAPITAUX PROPRES | 4 906,0 |
| Passifs non courants | |
| Provisions non courantes (note 4.4. et 4.5.2) | 200,2 |
| Avantages postérieurs à l'emploi (note 4.5.1) | 181,8 |
| Emprunts non courants (note 4.6.1) | 4 073,8 |
| Impôts différés (note 4.7) | 791,2 |
| TOTAL PASSIFS NON COURANTS | 5 247,0 |
| Passifs courants | |
| Dettes fournisseurs et comptes rattachés | 812,9 |
| Dettes d'impôt courant ou exigible | 30,3 |
| Provisions courantes (note 4.4) | 127,9 |
| Autres passifs courants (note 4.8) | 661,8 |
| Emprunts courants (note 4.6.2) | 1 320,7 |
| Autres passifs financiers courants | 1,1 |
| TOTAL PASSIFS COURANTS | 2 754,7 |
| TOTAL PASSIF | 12 907,7 |

Éléments du tableau de flux de trésorerie en M€ :

| | |
|---|---------|
| Résultat net | 682 |
| + Dotation aux amortissements | 330 |
| + Autres postes sans incidence sur la trésorerie | 100 |
| = Capacité d'autofinancement | 1 112 |
| - Variation du besoin en fonds de roulement | -50 |
| = Flux de trésorerie d'exploitation | 1 162 |
| Flux de trésorerie d'investissement | 850 |
| Augmentation de capital | 0 |
| Dividendes versés aux actionnaires de Legrand | 370 |

Les notes annexes aux comptes ne vous sont pas données, mais il est précisé que :

- Le taux d'impôt sur les sociétés est de 29 %
- Les actifs non courants sont des immobilisations
- Les passifs non courants sont des dettes bancaires et financières

- Les provisions courantes et autres passifs courants sont liés à l'exploitation
- Les autres créances courantes sont des éléments liés à l'exploitation

Question 1

4 points

Quel est le montant du besoin en fonds de roulement, des immobilisations, de l'endettement bancaire et financier net et des capitaux propres de Legrand ?

Immobilisations = actifs non courants = 8 358 M€

BFR = 837,3 + 644,5 + 70,1 + 204,8 - 612,9 - 30,3 - 127,9 - 661,8 = 324 M€

Dette financière nette (DFN) = 5 247 + 1 320,7 + 1,1 - 1,5 - 2791,7 = 3 776 M€

Capitaux propres = 4 906 M€

Question 2

1 point

Que pensez-vous de l'endettement net de Legrand ? Pourquoi ?

Pour avoir un avis sur l'endettement net de Legrand, je calcule le ratio DFN / EBE :

DFN / EBE = DFN / (REX + Dotation aux amortissements) = 3 776 / (1 065,4 + 330) = 2,7

Ce niveau d'endettement net peut être considéré comme modéré et tout à fait soutenable pour un groupe industriel comme Legrand qui n'est pas cyclique.

Question 3

1 point

En 2020, Legrand a-t-il réduit ou accru son endettement net ? Pourquoi ? Qu'en pensez-vous ?

Les flux de trésorerie d'exploitation de Legrand (1 162 M€) ont permis de financer ses investissements (850 M€). Le solde soit 312M€ n'a pas été suffisant pour financer le versement de 370M€ de dividendes aux actionnaires. Legrand a donc marginalement augmenté son endettement net (pour 58M€).

Cet accroissement de l'endettement est très marginal (58 M€, soit 0,04 x EBE). Les FTE ont largement couverts des investissements très élevés (plus de 2,5 fois la dotation aux amortissements), signe d'une entreprise avec une très bonne conversion de ses résultats en liquidité (variation négative du BFR) et investissant beaucoup pour sécuriser sa croissance à venir.

Question 4

2 points

Legrand est-il exposé à un risque de liquidité ? De solvabilité ? Pourquoi ?

Legrand possède une trésorerie de près de 2,8Md€ permettant de largement faire face à ses besoins à court terme (dettes courantes pour 1,3Md€). Ceci est confirmé plus largement par le montant de ses actifs courants très largement supérieurs à ses passifs courants (4,5Md€ contre 2,75Md€). Legrand ne présente donc aucun risque de liquidité.

Avec une rentabilité économique de l'ordre de 9 % ($1\,063 \times (1 - 29\%) / (4\,906 + 3\,776)$), Legrand a un bon niveau de rentabilité et donc des actifs incorporels et des goodwill qui ont sûrement une valeur indéniabile. Il faudrait les déprécier de $4\,906 / (2\,441 + 4\,803) = 68\%$ pour que les capitaux propres de Legrand deviennent négatif et l'entreprise insolvable, ce qui est très peu probable.

Autre façon de voir, avec des capitaux propres représentant $4\,906 / (4\,906 + 3\,776) = 57\%$ de l'actif économique, il faudrait que celui-ci doive être déprécié de plus de 57 % pour que les capitaux propres deviennent négatifs et la solvabilité en doute.

Exercice 3 – DL3

Expliquez brièvement pour chacune des actions suivantes si elles ont un impact positif, négatif ou neutre sur les résultats et sur la trésorerie des entreprises :

1 point par action

1 – accorder des délais de paiements supplémentaires aux clients en échange de nouvelles commandes

Les nouvelles commandes devraient générer une marge supplémentaire positive pour les résultats, mais induire un accroissement du BFR et donc un impact négatif sur la trésorerie.

2 - mettre en place le chômage partiel financé par l'État pour une partie des employés
Impact positif sur les résultats et la trésorerie puisqu'on réduit les charges que l'on aurait dû payer autrement.

3 - déprécier les créances clients du fait de la hausse des impayés
La dépréciation d'un actif sera négative sur le résultat mais neutre sur la trésorerie de l'entreprise).

4 - continuer à produire pour amortir les coûts fixes des machines quitte à augmenter les stocks
En allouant une partie des coûts fixes à la production stockée, ces coûts n'apparaissent pas dans le compte de résultat de l'entreprise mais dans la valeur des stocks au bilan. A contrario, sans création de stocks additionnels, tous les coûts seraient enregistrés en charges dans les résultats de l'année. Décider de surproduire va, à court terme, améliorer les résultats de l'entreprise (mais à long terme quelle est la vraie valeur des stocks ?), au détriment de sa trésorerie puisque cela conduit à une hausse du BFR.

5 - geler les recrutements
Geler les recrutements va faire baisser les charges salariales de l'entreprise, ce qui est positif sur les résultats et la trésorerie de l'entreprise.

6 - allonger les délais de paiements des fournisseurs
Mécaniquement positif sur la trésorerie en faisant baisser le BFR, mais neutre à court terme sur les résultats.

7 - déprécier la valeur comptable d'une filiale acquise il y a quelques temps
La dépréciation d'un actif sera négative sur le résultat mais neutre sur la trésorerie de l'entreprise.

8- obtenir un allongement de la durée de remboursement des dettes
Décaler des échéances de remboursement de dette est positif sur la liquidité de l'entreprise mais a un impact négatif sur les résultats compte tenu des frais financiers supplémentaires induits.

9 - décaler un projet d'investissement

En reportant un investissement on améliore mécaniquement sa trésorerie à court terme. L'impact sur les résultats dépend du type d'investissement prévu mais, si on est dans le cas d'un investissement industriel classique, on va éviter des pertes initiales liées à sa mise en œuvre dans un premier temps, et à long terme on se prive de la marge prévue par ce projet.

10 - écouler une partie des stocks en consentant de grosses remises

Vendre des stocks va faire entrer de la trésorerie, en revanche en baissant les prix, on accepte un impact négatif sur sa marge.

11 - obtenir une révision à la baisse des loyers des locaux commerciaux

En faisant baisser ses loyers on réduit des charges opérationnelles ce qui est positif sur les résultats et la trésorerie.

QUESTIONS

Question 1 – DL4

Une entreprise hésite entre 2 investissements mutuellement exclusifs l'un de l'autre. Le premier a une valeur actuelle nette de 1 M€ et le second de 1,5 M€.

Lequel choisissez-vous ?

1 point

Le second puisqu'il a la valeur actuelle nette plus la plus élevée des deux.

Question 2 – DL5

Votre réponse à la question précédente est-elle modifiée si l'on ajoute maintenant que les émissions de gaz à effet de serre du premier investissement sont inférieures d'un tiers à celle du second investissement ? Pourquoi ?

1 point

Oui, le premier alors si l'entreprise a opté pour des objectifs de réduction de ses émissions de gaz à effet de serre pour s'aligner sur les objectifs des accords de Paris (COP 21).

Question 3 - DL 6

La crise économique entraînée par la Covid 19 frappe tous les acteurs du secteur du tourisme, mais pas forcément de la même façon. Entre les entreprises d'hôtellerie A et B, laquelle sera la plus durement touchée ? Pourquoi ?

1 point

- A : Hôtel familial propriétaire de ses murs, et sans dette sur ce bien.

- B : Exploitant d'un hôtel, locataire de l'immeuble auprès d'une société foncière spécialisée qui le possède.

L'entreprise B est locataire, elle paie donc un loyer (coût fixe) chaque année, quel que soit son niveau d'activité. Son niveau de levier opérationnel est donc supérieur à celui de A, qui est propriétaire. Son point mort sera donc supérieur

à celui de A, B sera donc plus durement touchée que A.

Question 4 – DL 7

Carmat, l'inventeur du cœur artificiel, a lancé début mars une augmentation de capital de 50 M€ lui permettant de financer la montée en puissance de sa production pour atteindre 300 à 400 cœurs par an et de nouvelles recherches.

Les principaux actionnaires détenant 25 % du capital se sont engagés à souscrire une part équivalente de l'augmentation de capital.

Qu'en pensez-vous, vous qui songez à devenir actionnaire de Carmat à cette occasion ? Quelle théorie financière illustre ce fait et votre réflexion précédente ?

1 point

Carmat se tourne vers ses actionnaires pour lever des fonds afin de financer son développement.

Les principaux actionnaires actuels, a priori les mieux informés sur les projets de la société et ses perspectives, vont participer à cette augmentation de capital.

Il s'agit d'un signal positif envoyé par les actionnaires actuels à ceux qui envisagent de devenir actionnaires.