

FINANCE D'ENTREPRISE

Éléments de correction du TEST DE MI-PARCOURS

Sur 20 points

Vendredi 25 octobre 2019 de 14h00 à 15h15

Exercice 1Vous trouverez ci-après les comptes de Digigram pour 2018 ; les notes aux comptes ne sont pas données.

GROUPE DIGIGRAM

devise : milliers d'euros	Note	31-déc-18
ACTIFS NON COURANTS		145
Immobilisations incorporelles	4.1	11
Immobilisations corporelles	4.2	61
Autres actifs financiers	4.3	73
Impôts différés actifs	4.8	0
ACTIFS COURANTS		3 526
Stocks et en-cours	4.4	1 690
Créances clients et autres débiteurs	4.5	890
Autres créances	4.5	113
Créances d'impôt exigible	4.5	361
Trésorerie et équivalents de trésorerie	4.6	472
TOTAL ACTIF		3 671
CAPITAUX PROPRES		1 072
Capital (2100K actions de nominal 0,5€)		1 050
Réserves liées au capital		328
Réserves consolidées		-1
Résultat de l'exercice		-305
DETTES NON COURANTES		1 058
Dettes long terme	4.9	855
Autres passifs financiers non courants	4.10	103
Provisions non courantes	4.7	100
DETTES COURANTES		1 541
Dettes fournisseurs et autres dettes -1an	4.11	969
Dettes à court terme	4.9	562
Autres passifs financiers courants	4.10	5
Provisions courantes	4.7	5
TOTAL PASSIF ET CAPITAUX PROPRES		3 671

Groupe Digigram

en milliers d'euros	Note	31-déc-18
Chiffre d'affaires	5.1	5 874
Achats consommés		-2 276
Charges de personnel	5.2	-2 239
Charges externes		-1 353
Impôts et taxes		-73
Dotation aux amortissements	5.4	-31
Variation des stocks de produits en cours/ finis		165
Autres charges d'exploitation courantes	5.5	-27
Autres produits d'exploitation		17
Résultat opérationnel courant		57
Autres charges (-) / produits (+) opérationnels	5.6	-320
Résultat opérationnel		-263
Produits de trésorerie		0
Coût de l'endettement financier brut		-29
Coût de l'endettement financier net	5.7	-29
Autres charges/produits financiers	5.7	-4
Charge(-) / produit(+) d'impôt	5.8	-8
Résultat après impôt des activités poursuivies		-304
Résultat net des activités abandonnées	5.9	0
Résultat de la période		-304

 Pour 2018, calculez le montant du BFR, de l'endettement bancaire et financier net et de l'actif économique. Vous pourrez supposer que les provisions non courantes (100) et les dettes à court terme (562) sont assimilables à des éléments de l'endettement bancaire et financier net, les autres créances (113) et les créances d'impôt exigible (361) à des éléments du BFR. Vous pourrez négliger dans votre calcul les montants inférieurs à 10 k€.

3 fois 0,5 point

BFR: 1690 + 890 + 113 + 361 - 969 = 2085

Endettement net bancaire et financier : 855 + 103 + 100 + 562 - 472 = 1148 (note : on a négligé les autres passifs financiers courants et les provisions courantes, pour 5 chacun)

Actif économique = Capitaux propres + dette nette = 1 072 + 1 148 = 2220 ou bien Actif économique = Actifs immobilisés (145) + BFR (2 085) = 2 230, l'écart de 10 avec l'autre mode de calcul provenant des deux petits postes négligés 2. Pour 2018, calculez la rentabilité économique (en utilisant un taux d'impôt de 0 %). Utiliserez-vous à cet effet le résultat opérationnel courant ou le résultat opérationnel sachant que les autres charges et produits opérationnels qui les séparent pour – 320 sont des frais exceptionnels de restructuration ? Pourquoi ? 1 point

J'utilise le résultat opérationnel courant, pour obtenir pour cette année-là une mesure de la rentabilité économique non influencée par des éléments non-récurrents à caractère exceptionnel. J'opère ainsi pour éviter que le calcul ne soit faussé par des coûts exceptionnels de restructuration qui ne sont pas supposés se reproduire, sinon la rentabilité économique 2018 serait distordue et ne pourrait, par exemple, pas se comparer avec celle des autres années.

Soit : Rentabilité économique= résultat opérationnel x (1 – taux d'IS) /montant de l'actif économique = 57/2220 = 2,6% (l'impôt théorique sur le résultat opérationnel est de zéro, suivant l'hypothèse fournie).

3. Pour 2018, calculez la rentabilité des capitaux propres avec un chiffre après la virgule.
Quel traitement allez-vous retenir pour les frais exceptionnels de restructuration ? Que remarquez-vous ? Comment expliquez-vous ceci ?
1 point

Pour être cohérent, je vais éliminer les charges exceptionnelles de restructuration niveau du résultat net.

Résultat avant frais exceptionnels : - 304 + 320 = 16

Soit, rentabilité des capitaux propres (avant exceptionnels) = 16 / 1072 = 1,5 %. Les étudiants ayant aussi procédé au retraitement des capitaux propres et calculé une rentabilité de 16 / (1072 + 304) = 1,2 % ne seront pas pénalisés.

La rentabilité des capitaux propres de 1,5 % est inférieure à la rentabilité économique de 2,6 %. L'effet de levier joue un peu négativement car le coût de la dette est proche de la rentabilité économique.

Le raisonnement hors éléments exceptionnels permet d'éviter une lecture qui serait rendue trouble, voire illisible, par l'ampleur des pertes exceptionnelles en 2018 : en mettant celles-ci de côté, comme on vient de le faire, le constat est que cette entreprise a une rentabilité économique « récurrente » très faible avec un niveau de dette élevé sans effet de levier car son coût est proche de la rentabilité économique.

Exercice 2

Ayant découvert les techniques de choix d'investissement, vous vous interrogez rétrospectivement pour savoir si votre choix de faire une classe préparatoire et HEC a été financièrement judicieux.

A l'issue de votre bac, vous auriez pu devenir cariste dans un entrepôt de logistique et gagner le SMIC jusqu'à votre retraite. Vous avez néanmoins décider de poursuivre des études supérieures.

Si vous aviez fait, au moment de votre choix à 18 ans, le calcul de la valeur actuelle nette de l'investissement études supérieures HEC, quels auraient été les flux pertinents à prendre en compte pour apprécier la pertinence de votre décision ?

* Le salaire à la sortie de l'école ou le différentiel de salaire par rapport à celui d'un cariste ? Pourquoi ? 0,5 point

Dans l'étude d'un choix d'investissement, il convient de raisonner en différentiel. Il ne faut prendre en compte que la part additionnelle de revenus (le différentiel de salaires à l'issue des études) liée à l'investissement dans des études supérieures

* Votre prêt étudiant et son remboursement ? Pourquoi ?

0,5 point

Non ; dans l'étude d'un choix d'investissement on raisonne avant prise en compte du financement de l'investissement. La souscription d'un prêt d'étudiant est une des manières de financer l'investissement ; il ne faut donc pas en tenir compte

* Les frais financiers du prêt étudiant ? Pourquoi ?

0,5 point

Non ; dans l'étude d'un choix d'investissement on raisonne avant prise en compte du financement de l'investissement. Les frais financiers liés au prêt d'étudiant sont un élément du financement du projet d'investissement

* Le coût de votre logement en classe préparatoire et sur le campus ? Pourquoi ? 0,5 point

Non ; on raisonne en différentiel. Il convient donc de ne prendre en compte pendant les années d'études que le différentiel positif ou négatif (s'il y en a un) entre le coût du logement que l'on aurait déboursé en étant cariste et le coût du logement en classe préparatoire et sur le campus

* Les frais de scolarité à HEC ? Pourquoi ?

0,5 point

Oui ; on prend en compte tous les flux de trésorerie liés à l'investissement, et que les flux de trésorerie liés à l'investissement. Les frais de scolarité sont liés au projet d'investissement

* Le différentiel d'impôt sur le revenu sur le différentiel de revenus salariaux ? Pourquoi ? **0,5 point**

Oui ; dans l'étude d'un choix d'investissement, on prend en compte les flux de trésorerie liés à la fiscalité. Des revenus salariaux différents induisent des impôts sur les revenus différents dont il faut tenir compte.

* Le manque à gagner en salaires durant votre scolarité puisque vous ne travaillez pas ? Pourquoi ? *0,5 point*

Oui ; en opportunité. Pendant la période d'études on renonce à percevoir un salaire de cariste. C'est donc un coût/une absence de revenus à prendre en compte

Questions

- Que peut-on déduire d'une entreprise dont le taux de rentabilité économique est passé de 20 % en 2017 à 15 % en 2018 sachant que son coût moyen pondéré du capital est de 7 % ? Qualifier les affirmations suivantes de vraie ou fausse et expliquer pourquoi. Seules les réponses avec une explication seront prises en compte.
 - a) Malgré la baisse de sa rentabilité économique, elle continue de créer de la valeur.

0,5 point

En 2018, la rentabilité économique demeure supérieure (sensiblement) au coût moyen pondéré du capital de 7 %. L'entreprise continue donc de créer de la valeur.

b) Elle a nécessairement fait des investissements nouveaux destructeurs de valeur en 2018.

0,5 point

Une des explications à la baisse de la rentabilité économique peut être que la société a réalisé de nouveaux investissements destructeurs de valeur en 2018 ou réalisé des investissements qui se traduisent dans un premier temps par une baisse des marges de la société. Toutefois, vu l'ampleur de la baisse de la rentabilité économique, il est probable que ce n'est pas la seule explication. De même cette baisse peut s'expliquer par d'autres facteurs, comme une guerre des prix ou une hausse du prix des matières premières (cf question c). Donc la société n'a pas <u>nécessairement</u> fait des investissements destructeurs de valeur.

c) Sa performance économique s'est dégradée, mais dans un monde concurrentiel on ne peut pas durablement gagner 3 fois son coût moyen pondéré du capital. *0,5 point*

En 2017 la société dégage une rentabilité économique très supérieure à son coût du capital (3 fois son coût du capital). Selon la théorie des marchés en équilibre une telle situation n'est pas tenable dans la durée ; en effet ce niveau de rentabilité risque d'attirer des concurrents avec un effet à la baisse sur les marges de l'entreprise de sorte que sur moyenne/longue période la rentabilité économique de la société tendra vers son coût du capital. Même si ce phénomène est une évolution de moyen terme, il est très probable que la performance économique de la société a baissé du fait notamment d'un renforcement de la concurrence.

2. Des deux définitions de la rentabilité que vous connaissez, laquelle vous paraît la plus importante ? Pourquoi ? 1 point

La rentabilité économique est plus importante que la rentabilité des capitaux propres car :

- Elle reflète la performance de l'actif économique dans son ensemble (tous les éléments opérationnels mis en œuvre par l'entreprise) et permet ainsi de saisir si l'entreprise est suffisamment bien positionnée dans son environnement pour créer durablement de la valeur
- Elle quantifie, globalement, la rentabilité de l'ensemble des apporteurs de capitaux (avant prise en compte du partage de la valeur créée, typiquement entre créanciers et actionnaires).
- Elle est indépendante de la structure financière et permet par exemple de déterminer si, suite à une restructuration du passif, la société pourra survivre.
- Elle est moins volatile généralement que la rentabilité des capitaux propres car elle ne prend pas en compte l'effet de levier qui démultiplie l'impact d'une baisse ou d'une hausse de la rentabilité pour des sociétés fortement endettement.
- 3. Certaines sociétés d'assurance allemandes qui collectent des fonds de leur client pour les placer, leur ont accordé des garanties de rentabilité minimum sur ces investissements. La rentabilité économique de ces compagnies d'assurance est en baisse depuis plusieurs années. À votre avis, cette baisse est-elle due, dans le contexte de baisse des taux d'intérêt qui dure depuis plusieurs années, à un effet ciseau, à un effet point mort ou à l'effet de levier ? Pourquoi ?
 Un point

Il s'agit d'une baisse liée à un effet ciseau entre, d'un côté, des coûts qui restent constant (la rentabilité minimum à verser aux clients) et de l'autre, des revenus en baisse (baisse continue des taux d'intérêts impliquant une baisse des rendements touchés par les assureurs sur leurs investissements)

4. Vous étudiez un projet d'investissement dont vous souhaitez calculer le TRI pour le comparer à votre exigence de rentabilité de 8 %. Malheureusement, compte tenu de la chronique de flux de trésorerie disponible, l'équation du TRI n'admet aucune solution réelle comme cela se produit parfois. Que faites-vous pour savoir si ce projet d'investissement vaut financièrement la peine d'être réalisé?
Un point

En l'absence de solution à l'équation du TRI, je peux calculer une VAN du projet (en utilisant 8% comme taux d'actualisation). Si le résultat est positif, cela signifie que ce projet d'investissement vaut financièrement la peine d'être réalisé.

5. Les frais financiers sont indiscutablement une charge de l'entreprise mais ne figurent pas dans les flux de trésorerie disponible utilisés dans les choix d'investissement ou dans les calculs d'évaluation. Pourquoi ?
Un point
Les choix d'investissements et les calculs d'évaluation doivent être menés indépendamment de la structure du financement sous-jacent. Prendre en compte les frais financiers reviendrait à prendre

en compte la structure de financement (car plus la structure est endettée, plus les frais financiers sont importants) et à les compter deux fois puisqu'ils sont déjà pris en compte à travers le mécanisme de l'actualisation (qui déprécie le futur), au sein du coût moyen pondéré du capital.

6. Le multiple d'excédent brut d'exploitation (Valeur de l'actif économique / Excédent bRut d'exploitation) 2019 de L'Oréal est de 18,4 alors que le multiple d'excédent brut d'exploitation 2019 moyen des bourses européennes est de 8. Quelles sont les deux raisons qui peuvent expliquer cette situation ?

Un point

Un tel différentiel peut s'expliquer si l'Oréal présente (i) soit des perspectives de croissance plus importantes que les autres entreprises cotées en Europe, (ii) soit un profil de risque économique plus faible que les autres entreprises cotées. Dans le cas de l'Oréal, il est probable que les deux raisons s'appliquent (cumulativement).

7. Le multiple d'excédent brut d'exploitation 2019 de BMW est de 2,1 alors que le multiple d'excédent brut d'exploitation 2019 moyen des bourses européennes est de 8. Quelles sont les deux raisons qui peuvent expliquer cette situation ?

Un point

Un tel différentiel peut s'expliquer si BMW présente (i) soit des perspectives de croissance plus faibles que les autres entreprises cotées en Europe, (ii) soit un profil de risque économique plus fort que les autres entreprises cotées. Dans le cas de BMW, il est probable que les deux raisons s'appliquent dans un contexte de transition du groupe (voiture électrique, voiture autonome) et

pour un secteur qui reste cyclique vu le prix unitaire élevé du produit qui est souvent un produit de remplacement (que l'on peut différé) plutôt qu'un premier équipement (qui a alors plus un caractère d'urgence).

- 8. Quel serait l'impact pour le BFR d'une entreprise si l'État acceptait que la TVA collectée par les entreprises ne lui soit plus reversée le 20 du mois suivant mais le 30 du mois suivant ? Pourquoi ? Sur l'endettement financier net ? Pourquoi ? *Un point* Celui de repousser dans le temps une dépense d'exploitation, donc de réduire de ce fait le BFR et l'endettement net puisque l'entreprise garderait plus longtemps alors de 10 jours dans ses caisses des fonds (la TVA collectée pour le compte de l'État) qui ne lui appartiennent pas.
- 9. Les banques européennes sont valorisées en bourse pour la moitié de leurs capitaux propres comptables. Peut-on pour autant dire que l'achat de leurs actions est un bon investissement financier ? Pourquoi ?

 Un point

 Non, car elles ont aussi pour la plupart d'entre elles une rentabilité de leur capitaux propres (environ 5 % en moyenne) inférieure au taux requis par leurs actionnaires (de 8 à 10 %), ceci expliquant cela. Cette situation n'est donc pas l'indice d'une sous-évaluation qui rendrait intéressant l'achat de leurs actions.
- 11. Pourquoi, toutes choses égales par ailleurs, les fonds de capital-risque préfèrent-ils devenir actionnaire d'une start-up par souscription à une augmentation de capital plutôt que par rachat d'actions aux fondateurs?
 Un point
 Car selon la théorie du signal, le fait pour un fondateur de vendre tout ou partie de ses actions dans l'entreprise qu'il a fondée, n'est vraiment pas un signe positif envoyé sachant qu'il est l'un des mieux placés pour apprécier ses perspectives futures.

- 12. Une entreprise a une division qui est lourdement en perte depuis plusieurs années et qu'elle n'arrive pas à redresser. Elle peut :
- soit fermer la division et licencier son personnel pour un coût représentant une année de perte,
- soit recapitaliser cette division moyennant une augmentation de capital représentant deux années de perte et céder les actions de cette division à un repreneur pour 1 € symbolique.

Quelle solution préconisez-vous dans les deux cas suivants et pourquoi ?

- a) L'entreprise est un grand groupe profitable **0,75 point**Ses moyens financiers lui permettent selon toute vraisemblance de ne pas choisir la solution la moins couteuse pour elle, mais la solution la moins couteuse pour la société (recapitalisation et cession pour un euro symbolique) et d'éviter ainsi l'opprobre que pourrait constituer le choix 1. Il n'y a pas que la finance dans la vie.
- b) L'entreprise est une PME avec une santé financière précaire **0,75 point**Il est peu probable qu'elle puisse se permettre de faire le même choix que le grand groupe compte tenu de sa santé financière précaire. Le plus probable est qu'elle choisisse de fermer la division, le second choix pourrait mettre sur survie en péril vue sa situation.