



FINANCE D'ENTREPRISE

TEST DE MI-PARCOURS

Lundi 16 octobre 2023 de 14h00 à 15h15

Prénom :

NOM :

Professeurs :

Quentin Boucly	<input type="checkbox"/>
Nicolas Homassel	<input type="checkbox"/>
Juliette Laquerrière-Talaga	<input type="checkbox"/>
Pascal Quiry	<input type="checkbox"/>
Jean-Pascal Tortel	<input type="checkbox"/>
Marc Vermeulen	<input type="checkbox"/>

Documents et calculatrices autorisés.

Ce travail est strictement individuel. Tout contrevenant recevra automatiquement la note F sans préjuger des autres mesures qui seront prises à son égard.

Aucune réponse non justifiée lorsque la justification est demandée ne sera prise en compte.

Le corrigé de ce test sera mis en ligne sur les pages Facebook et LinkedIn du Vernimmen et sur le site Vernimmen.net le mardi 17 octobre à 8h.

QUESTIONS

1/ Les anglo-saxons désignent par *Entreprise value*, la valeur de l'actif économique d'une entreprise, c'est-à-dire la valeur de ses capitaux propres et de ses dettes bancaires et financières nettes.

Pour un francophone non spécialiste de finance, la valeur de l'entreprise est la valeur des capitaux propres de cette entreprise, c'est-à-dire le prix auquel l'ensemble de ses actions peut être cédé ou acquis, autrement dit la valeur de son actif économique sous déduction de la valeur de son endettement bancaire et financier net.

Le 26 juin 2023 au matin, alors que la capitalisation boursière d'Orpéa est de 130 M€ et l'endettement net de 8 900 M€, le groupe publie un communiqué de presse relayant le travail d'un expert indépendant de renom, féru d'anglicismes et non de pédagogie, qui chiffre la valeur d'entreprise d'Orpéa à 6 500M€. Le cours flambe alors de 40 %. Puis en milieu d'après-midi, Orpéa publie un second communiqué de presse pour préciser le vocabulaire de son communiqué de presse du matin et le cours chute de 30 % et revient au niveau du début de matinée.

- a) Comment un quidam, qui n'a pas suivi de cours de finance, a-t-il de bonnes chances de traduire en français, mot à mot, instantanément et sans recherche, l'expression anglaise *Entreprise value* ?
- b) Comment les petits porteurs, principaux actionnaires d'Orpéa, ont-ils compris le communiqué de presse du matin, ce qui explique le bond du cours de 40 % en quelques heures ?
- c) Qu'est-ce que le communiqué correctif de l'après-midi a apporté comme précision de vocabulaire qui explique la chute de 30 % dans l'après-midi effaçant le bond initial du cours le matin ?
- d) En fait, à combien cet expert indépendant valorisait-il les capitaux propres d'Orpéa ?
- e) Quel enseignement tirer de cet épisode ?

2/ Le management de la banque Silicon Valley Bank a une rémunération variable annuelle indexée sur la rentabilité des capitaux propres de la banque et sur le BPA de l'année en cours, le nouveau président ayant supprimé toute référence à des moyennes de résultats passés ou futurs sur plusieurs années. Quel type de comportement induit une telle structure de rémunération ? Qu'en pensez-vous ?

3/ Un investissement de 100 M€ vous laisse espérer dans un premier cas une valeur actuelle des flux futurs de 400 M€, et dans un second cas une valeur actuelle des flux futurs de 0 M€.

- a) Quelle serait la probabilité maximum de survenance du second cas qui vous laisserait réaliser l'investissement ?
- b) Seulement 9 % des managers ayant fait des études supérieures et à qui cette question est posée sont prêts à accepter une probabilité supérieure à 40 %. Qu'est-ce que ceci illustre ?

4/ Jusqu'en 2018, les normes comptables internationales, IFRS, conduisaient à comptabiliser les loyers payés par des entreprises sur des locations (de boutiques, de bureaux, de véhicules, etc.) en charges externes. À partir de 2019, partant du principe de « pourquoi faire simple quand on peut faire

compliqué », l'IFRS a décidé que désormais ces loyers ne seront plus comptabilisés comme des charges externes dans le compte de résultat, mais seraient éclatés et inscrits parmi les dotations aux amortissements et les frais financiers. Par ailleurs, apparaît en actifs immobilisés un droit d'usage de ces biens en location, et au passif pour le même montant une dette financière à l'égard du bailleur représentant la valeur actuelle des loyers restant à payer sur la durée résiduelle du bail. D'un point de vue économique, cette règle revient ainsi à retraiter les locations d'actifs immobilisés et à opérer les traitements comptables nécessaires comme si ces actifs étaient détenus en propre et non plus loués.

Si vous avez besoin de vous remettre un bilan ou un compte de résultat dans l'œil, vous en trouverez un dans l'exercice 1.

- a) Quel est l'impact de ce changement comptable sur l'EBE de l'entreprise ? Pourquoi ?
- b) Quel est l'impact de ce changement comptable sur le résultat d'exploitation de l'entreprise ? Pourquoi ?
- c) Quel est l'impact de ce changement comptable sur le résultat net de l'entreprise ? Pourquoi ?
- d) Quel est l'impact de ce changement comptable sur l'endettement bancaire et financier net de l'entreprise ? Pourquoi ?
- e) Raisonnez pour répondre à cette question en valeur et non en montant comptable, indépendamment des différentes méthodes de valorisation de l'entreprise que vous connaissez, et sans faire aucun calcul, en toute logique et bon sens. Quel est l'impact de ce changement comptable sur la valeur des capitaux propres de l'entreprise ? Pourquoi ?

EXERCICES

Exercice 1

PJ est un acteur du marketing digital et conseille les entreprises de petite taille (entreprises individuelles, TPE, PME) en construisant leurs sites Internet, leurs sites de e-commerce et en les aidant à réaliser des publicités digitales. Par ailleurs, PJ exploite les sites Pages Jaunes et Ooreka.

Compte de résultat

En millions d'euros	2022
Chiffre d'affaires	400
- Achats consommés	
- Charges externes	113
= Valeur ajoutée	287
- Charges de personnel	172
- Impôts et taxes	
+/- Autres produits/ charges	-
= Excédent brut d'exploitation	115
- Dotations aux amortissements	56
= Résultat d'exploitation	59
- Coût de l'endettement net	29
+ Autres éléments financiers	-
+ Eléments non récurrents	-
= Résultat avant impôt	30
- Impôt sur les bénéfices	8
= Résultat net	22

Bilan

En millions d'euros	2022
Immobilisations incorporelles	148
+ Immobilisations corporelles	12
+ Immobilisations financières	8
= Actifs immobilisés (1)	168
Stocks	-
+ Clients	55
+ Autres actifs d'exploitation	27
+ Trésorerie et équivalents de trésorerie	71
= Actifs circulants (2)	153
Total de l'actif = (1) + (2)	321
En millions d'euros	2022
Capitaux propres (3)	(133)
Dettes financières long terme	236
+ Dettes financières court terme	83
+ Fournisseurs	50
+ Autres dettes d'exploitation	85
= Dettes (4)	454
Total du passif = (3)+(4)	321

Tableau des flux de trésorerie

En millions d'euros	2022
Résultat net	22
+ Dotation aux amortissements	56
+ Charges et produits sans incidence sur la trésorerie	-
= Capacité d'autofinancement	78
- Variation du besoin en fonds de roulement d'exploitation	7
= Flux d'exploitation (1)	71
- Investissements industriels	36
- Investissements financiers	-
+ Produits nets des cessions	-
= Flux d'investissement (2)	(36)
Flux de trésorerie disponible après charges financières (1)+(2)	35
+ Augmentation (réduction) de capital, nette des frais	-
- Dividendes	-

Vous pourrez prendre comme taux de l'impôt sur les sociétés 25 %.

Les autres actifs d'exploitation et les autres dettes d'exploitation sont des éléments du BFR.

Une société peut afficher des capitaux propres négatifs comme PJ quand les pertes annuelles enregistrées dépassent le montant des capitaux propres apportés par les actionnaires et les résultats positifs réalisés dans le passé qui n'ont pas été distribués sous forme de dividendes (et qui ont donc été reportés à nouveau pour grossir les capitaux propres).

- Calculez le montant de l'actif économique de PJ en 2022.
- Calculez la rentabilité économique de PJ en 2022. Que pensez-vous du montant de cette dernière ?
- Le calcul de la rentabilité des capitaux propres de PJ en 2022 fait-il sens ? Pourquoi ?
- Que pensez-vous de la solvabilité de PJ ? Pourquoi ?
- Que pensez-vous du niveau d'endettement de PJ ? Pourquoi ?
- Si maintenant on vous dit que 80 % de la dette LT de PJ vient à échéance en janvier 2024, revisitez-vous votre question à la question précédente ? Quel est le problème financier auquel PJ est confronté ?

- g) En supposant que le multiple pertinent pour évaluer PJ est de 2,5 fois l'EBE, à combien évaluez-vous la valeur de ses capitaux propres ? Pourquoi ?
- h) Qu'est-ce qui pourrait justifier, de façon générale, le multiple de 2,5 de la question précédente sachant que la moyenne des multiples d'EBE des entreprises cotées est de 7 ?
- i) Le flux de trésorerie disponible après frais financiers de PJ était de 35 M€ en 2022. Quel était alors son niveau de dettes bancaires et financières nettes au 31 décembre 2021 sachant que la lecture du tableau de flux de trésorerie vous indique qu'il n'y a eu ni augmentation de capital ni dividendes versés ? Pourquoi ?

Exercice 2

Vous avez investi en actions Karos, l'application bien connue de covoiturage courte distance, à sa création pour 100 en 2014. En 2023, vous pouvez revendre vos actions pour 500. Il n'y a pas eu de flux entre ceux deux dates.

Il n'y a pas eu de flux entre ceux deux dates.

- a) Quel est le TRI de votre investissement ?
- b) Sa valeur actuelle nette à 15 % ?
- c) Votre frère a aussi investi dans Karos en 2014 100 comme vous, mais en plus il a investi 100 en 2021. Il peut revendre son paquet d'actions en 2023 pour 640.

A-t-il réalisé un meilleur TRI que le vôtre ou un moins bon TRI ? Pourquoi ? Un calcul de son TRI n'est pas requis.

- d) Calculez la VAN de son investissement à 15 % ?
- e) Regrettez-vous de ne pas avoir fait comme lui ? Pourquoi ?

