

## Dossier 1 – ETUDE DE CAS

### 1. Evaluation de GRENELLE:

#### 1.1. Valeur des fonds propres Vcp par la méthode des DCF

**Evolution du chiffre d'affaires (TCAM : 6,7%) et du BFR**

En M€	2012	2013	2014	2015	2016	2017
CA 2011 : 710	758	808	862	920	982	1048
BFR 2011 : 128	137	146	156	166	178	190

**Etablissement du business plan**

En M€	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Flux de trésorerie d'exploitation potentiels après impôt	64	90	97	103	110	105
Variation du BFR	-9	-9	-10	-10	-12	-12
Investissements	-20	-20	-20	-20	-20	-20
Flux de trésorerie disponibles	35	61	67	73	78	73

**Evaluation de la valeur terminale**

$$VT = CF2017 \times g / (t-g) = 73 \times 1.015 / (0,086 - 0,015) = 1044$$

**Evaluation de la firme**

$$VE = 35 \times 1,086^{-1} + 61 \times 1,086^{-2} + \dots + (73 + 1044) \times 1,086^{-6} = 921$$

**Evaluation des capitaux propres**

$$\begin{aligned} Vcp &= VE - VDF - \text{intérêts minoritaires} - \text{Prov pour retraites} \\ &= 921 - (328-125) - 9 - 76 = 633 \end{aligned}$$

NB : La valeur des dettes financières est celle de l'endettement net (DF-Trésorerie)

**Evaluation de l'action de GRENELLE**

Nombre d'actions 7763917

**Valeur de l'action 81,5 arrondie à 82 €**

#### 1.2. Valeur par la méthode des comparables boursiers

Société	VE/EBE	VE/REX
A	13.5	16.1
M	13.2	20.4
D	9	12.7
Moyenne	11.9	16.4
Soldes Grenelle	71	54
VE Grenelle	845	886
VCP	557	598
Valeur de l'action	<b>72 €</b>	<b>77 €</b> (après déduction DF, IM et Prov.)

**2. L'offre publique d'achat initiée par VESECUR sur GRENELLE est finalement arrêtée à 110 euros l'action.**

**2.1. Le prix de l'offre est-il cohérent par rapport aux valeurs déterminées par les différentes méthodes d'évaluation ?**

Le cours de bourse de l'action GRENELLE (91 €) est significativement supérieur à l'évaluation par les flux futurs (82 €) ou par les comparables (72 € ou 77 €). Il est nécessaire d'offrir aux actionnaires de GRENELLE une prime suffisante pour les inciter à accepter l'offre mais on peut s'interroger sur ce prix (110 €) peut-être un peu surévalué.

**2.2. Sur la base des informations financières concernant VESECUR figurant dans l'annexe 4, il est tout d'abord envisagé un mode de financement par augmentation de capital.**

**2.2.1. Déterminer le montant de l'augmentation de capital à réaliser et le nombre d'actions à émettre compte tenu du cours de bourse actuel de VESECUR ?**

Cours de l'offre 110 €

Nombre d'actions à acquérir 7 764 000

soit Montant de l'augmentation de capital  $110 \times 7\,764\,000 = 854\,040\,000$

Nombre d'action VESECUR à émettre  $854\,040\,000 / 330 = 2\,588\,000$  actions

**2.2.2. Quel serait l'effet en terme de contrôle pour les anciens actionnaires de VESECUR ?**

Nombre d'actions avant augmentation de capital 8 324 567

Nombre d'actions après augmentation de capital  $8\,324\,567 + 2\,588\,000 = 10\,912\,567$

Part des anciens actionnaires dans le nouveau capital :  $8\,324\,567 / 10\,912\,567 = 76,28\%$

Les anciens actionnaires conservent le contrôle exclusif de VESECUR et les nouveaux actionnaires ne disposent pas de minorité de blocage.

**2.3. Le financement de l'opération est assuré par l'émission d'un emprunt obligataire coté avec bons de souscription d'actions (OBSA) dont les caractéristiques figurent en annexe 5 :**

**2.3.1. Déterminer le nombre d'obligations à émettre.**

Compte tenu de la prime d'émission de 4 € par titre il conviendra d'émettre :  
 $854\,040\,000 / 96 = 8\,896\,250$  obligations correspondant à un emprunt obligataire au nominal de **889 625 000 €**

**2.3.2. Calculer les flux de trésorerie disponibles de la société VESECUR après prise en compte du remboursement des dettes financières au 31/12/2011, des dividendes reçus de ses titres GRENELLE et des dividendes versés pour la période 2012-2017 (annexes 4 et 6).**

En M€	2012	2013	2014	2015	2016	2017
CA 2011 : 1200	1298	1405	1520	1645	1780	1926

En M€	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Flux de trésorerie annexe 4	96	108	132	149	138	166
-Dividendes VESECUR	-33	-33	-33	-33	-33	-33
+Dividendes GRENELLE	25	30	32	35	38	38
+Effets de synergie (1 puis 2% CA)	13	28	30	33	36	39
-Amort DF 258/6	-43	-43	-43	-43	-43	-43
-Intérêts nets d'IS (4%)	-10	-9	-7	-5	-3	-2
Flux disponibles	48	81	111	136	133	165

### 2.3.3. Analyser l'impact du service de la dette obligataire sur la trésorerie de VESECUR et sur son endettement.

En M€	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Trésorerie initiale	+20	+68	+131	+224	+342	+457
Flux disponibles	+48	+81	+111	+136	+133	+165
Amort OBSA						-890
Intérêts ODSA nets (2%)		-18	-18	-18	-18	-18
Trésorerie finale	+68	+131	+224	+342	+457	-286

Le service de l'emprunt obligataire n'est donc pas assuré en 2017. D'autres ressources devront être trouvées mais l'endettement en 2012 ( $258+890 = 1148$ ) sera probablement supérieur aux capitaux propres de clôture. Le coût ces ressources futures sera donc élevé.

### 2.3.4 Après avoir déterminé le taux actuel de l'emprunt, indiquer l'intérêt de l'ODSA par rapport à un emprunt obligataire classique pour l'émetteur et pour le souscripteur.

#### Calcul du taux actuel pour les porteurs

$$-96 + 3(1+t)^{-1} + 3(1+t)^{-2} + 3(1+t)^{-3} + 3(1+t)^{-4} + 103(1+t)^{-5} = 0 \text{ soit } t = 3,896\%$$

L'ODSA est un produit hybride composé d'une obligation et d'une option matérialisée par le BSA qui peut être cédée par son détenteur.

La valeur du bon sera fonction du sous-jacent représentée par l'action et évoluera en fonction du temps et de l'évolution du cours de bourse.

Ce mode de financement avec des BSA attachés à l'obligation permet à l'émetteur de bénéficier d'un taux (3,896%) plus faible que celui d'un emprunt obligataire classique (5,25%) mais expose la société à une dilution à terme lors de l'exercice des bons.

L'augmentation de l'endettement liée à l'émission obligataire à un taux supposé être inférieur au coût des capitaux propres contribuera à une augmentation du coût de ces derniers dans la mesure, où selon la théorie financière, le CMPC reste constant et indépendant de la structure financière de l'entreprise.

L'exercice du BSA lors d'une prochaine augmentation de capital permettra aux porteurs de bénéficier d'un avantage si le cours de VESECUR s'apprécie.

## 2.4. Dans le cas où la totalité des actions de GRENELLE ne serait pas acquise à l'issue de l'OPA, décrire les modalités d'un OPR (Offre Publique de Retrait) et d'une OPRO (Offre Publique de Retrait Obligatoire).

Dans le cas où un nombre limité de titres resterait aux mains des actionnaires de GRENELLE, une proposition (OPR) leur sera faite de les leurs racheter avant qu'ils ne soient radiés de la cote. Si au final, des actions n'étaient pas présentées à l'OPR de VESECUR celle-ci pourra la faire suivre, après intervention d'un expert indépendant se prononçant sur la valeur proposée, d'un Retrait Obligatoire.

## 2.5. Dans le cas d'une OPA hostile quelles seraient les mesures que pourrait mettre en œuvre GRENELLE pour se protéger?

Si le conseil d'administration de la société GRENELLE dissuadait les actionnaires de céder leurs actions dans le cadre de l'augmentation de capital, l'OPA de VESECUR serait inamicale.

Dans le cadre d'une OPA inamicale les moyens de défenses sont assez réduits si aucune mesure défensive préalable n'a été mise en place. La société GRENELLE devra s'engager dans une campagne d'information de ses actionnaires pour les convaincre que le management en place est à même de maintenir un bon niveau de création de valeur.

La direction pourra tenter de susciter une offre concurrente crédible pour dissuader VESECUR ou l'amener à améliorer ses conditions.

Dans la mesure où les autorisations ont été données par l'Assemblée, l'utilisation de BSA peut constituer un moyen de dissuasion efficace.

En conclusion la meilleure défense passe par un effort de fidélisation de l'actionnariat favorisée par la bonne performance boursière.

## Dossier 2 – REFLEXION

Les opérations de LBO sont une technique d'achat d'entreprise avec effet de levier, principalement motivées par les configurations suivantes :

- Cession d'une entreprise dans le cadre d'une recomposition de groupe (« spin-off »)
- Transmission d'entreprise à capital familial
- Retraits de la cote
- Reconfiguration actionnariale dans le cadre d'une sortie des minoritaires
- Cession à des investisseurs financiers d'une entreprise rachetée précédemment par des financiers sur le mode LBO (LBO secondaires, voire tertiaires).

Quels sont les avantages attendus de cette technique de financement ? Quelles sont les caractéristiques du montage mis en place ? Quelles sont les conditions de réussite de ce type d'opération ?

## Les avantages attendus :

Les avantages attendus tiennent principalement aux effets de levier dont l'articulation est propre à chaque montage :

- **Le levier juridique**, qui consiste à démultiplier la puissance du contrôle de l'acquéreur grâce à la création d'une société holding ou d'une succession de holdings en cascade ;
- **Le levier financier**, qui permet d'augmenter l'espérance de rentabilité des fonds propres investis par le biais du recours à l'endettement ;
- **Le levier fiscal**, qui consiste dans l'économie d'impôt induite grâce au mécanisme de l'intégration fiscale ;
- **Le levier managérial**, qui consiste à renforcer la motivation et la fidélité de l'équipe de management de la société cible au moyen de schémas d'intéressement garantissant un alignement de leurs intérêts avec ceux des investisseurs repreneurs.

## Des montages sophistiqués difficiles à mettre en place

### Le montage d'une opération de LBO repose essentiellement sur :

- La création de la holding d'acquisition
- La mise en place des financements
- La sécurisation juridique du montage
- L'optimisation de la mécanique fiscale
- La remontée du cash-flow de la cible vers la holding

### Mais toutes les sociétés ne sont pas nécessairement éligibles à un LBO

Les praticiens des opérations à effet de levier privilégient des sociétés matures, bien établies sur leur marché et aux performances historiques prouvées.

A cela s'ajoutent :

- **Une structure financière saine**, capable d'absorber un endettement additionnel sans compromettre le développement ou la pérennité de l'entreprise ;
- **Des cash-flows structurellement excédentaires et prévisibles** ;
- **Un secteur d'activité** qui ne soit pas en déclin ;
- **Des besoins d'investissements modérés** ;
- **Une faible cyclicité** de l'activité ;
- **Une faible concentration des risques** clients, fournisseurs ou prestataires ;
- **Une culture d'entreprise forte**, facilitant l'implication des managers et des collaborateurs-clé.

Pour les praticiens, un « bon dossier » est la combinaison de deux éléments :

- Une entreprise réunissant idéalement la quasi-totalité des attributs énoncés ci-dessus ;
- Un montage juridico-financier approprié, notamment en termes :
  - De valorisation de la société-cible
  - D'équilibre de la structure de financement
  - De gouvernance

Cependant la qualité du LBO diffère selon la position que l'on occupe dans le montage. En effet, pour le banquier senior, la capacité de remboursement de la dette senior prime dans l'appréciation de l'opération. En revanche, pour l'investisseur en actions, la capacité de la cible à honorer le service de la dette est une condition nécessaire, mais non suffisante : son objectif est celui de la valorisation de l'ensemble du groupe dans une perspective de sortie à un horizon de 4 à 5 ans.